

Corporate Governance in der Societas Europaea (SE)

Dissertationsschrift

zur Erlangung des Doktorgrades (Dr. rer. pol.)

an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät

der Universität Augsburg

vorgelegt

am Lehrstuhl für Global Business and Human Resource Management

von

Dipl.-Volksw. Dominik Weiß

Erstgutachter:	Prof. Dr. Susanne Warning
Zweitgutachter:	Prof. Dr. Erik E. Lehmann
Vorsitzender der mündlichen Prüfung:	Prof. Dr. Wolfgang Schultze
Tag der mündlichen Prüfung:	29.11.2016

Danksagung

Mein erster und ganz besonderer Dank gilt meiner Doktormutter Frau Prof. Dr. Susanne Warning, die mir dieses sehr interessante und vielseitige Thema überlassen hat. Ich danke ihr für die engagierte Betreuung, für das Vertrauen, das sie mir und meiner Arbeit stets entgegengebracht hat, für die professionelle Arbeitsatmosphäre, auf die sie immer bedacht war, und für die stets „offene Tür“ für Gespräche und Diskussionen.

Herrn Prof. Dr. Erik E. Lehmann möchte dafür danken, dass er die Aufgabe des Zweitgutachters dieser Dissertation übernommen hat. Sein Engagement in den Dissertationsvorträgen und seine stetige Bereitschaft für einen fachlichen Gedankenaustausch gingen weit über das normale Maß seiner Rolle hinaus.

Ich danke allen Kollegen des Lehrstuhls Global Business and Human Resource Management sowie des Lehrstuhls für Unternehmensführung und Organisation für die wunderbare Zusammenarbeit und die großartige Unterstützung.

Allen Freunden und Verwandten danke ich für das in mich gesetzte Vertrauen, den neutralen Blick von außen und dafür, dass sie mir immer Mut gemacht haben, diesen Weg zu Ende zu gehen.

Meinen Eltern gilt mein besonderer Dank. Durch ihre Unterstützung wurde mein Studium der Volkswirtschaftslehre erst möglich, was der Grundstein für meinen wissenschaftlichen Werdegang war.

Meiner Tochter Thea möchte ich danke sagen, da sie mir immer wieder zeigt, wie gut die einfachen Dinge im Leben sind, und es ihr immer wieder gelingt, mir eine Auszeit zu verschaffen. Du bist großartig!

Mein größter Dank aber gilt Andrea, die bedingungslos auch während allen Krisen, die auf dem langen Weg bis zur Vollendung dieser Arbeit zu überwinden waren, stets zu mir gestanden hat. Ich danke ihr für die aufbauenden und Mut machenden Worte, die zum Durchhalten und erneuten Aufstehen angespornt haben, wenn ich an Aufgeben dachte. Besonders in der letzten Zeit, die durch meine häufige Abwesenheit für sie so entbehrungsreich war, hat sie mir mit ihrer verständnisvollen Art immer den Rücken gestärkt. Worte können meine Dankbarkeit dafür nur sehr unzureichend wiedergeben.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VIII
Abbildungsverzeichnis.....	X
1 Einleitung.....	1
1.1 Motivation.....	1
1.2 Aufbau und Beitrag	5
2 Institutioneller Rahmen der Societas Europaea (SE).....	9
2.1 Entwicklung und Rechtsgrundlagen der SE.....	9
2.2 Arbeitnehmerbeteiligung und Organstruktur in AG und SE	12
2.2.1 Unternehmerische Mitbestimmung in der AG	12
2.2.2 Leitungssystem und Kontrollorgan der AG	14
2.2.3 Unternehmerische Mitbestimmung in der SE	15
2.2.4 Leitungssystem und Kontrollorgan der SE	16
2.3 SE-Gründungsrichtlinien	19
2.3.1 SE-Gründungsprozess	19
2.3.2 SE-Gründungsformen.....	22
2.4 Unterschiede in der Governance von AG und SE.....	25
3 Gesetzliche Mitbestimmung und SE-Gründungen im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR)	28
3.1 Einführung	28
3.2 Literatur zur Arbeitnehmerbeteiligung und zu SE-Gründungen.....	29
3.2.1 Ökonomische Effekte der Mitbestimmung	29
3.2.2 Gründungsdeterminanten von SEs	33
3.3 Mitbestimmung und Investitionen in Humankapital	35
3.4 Empirische Analyse zum Einfluss von Mitbestimmungsregulierung auf die Anzahl von SE-Gründungen	40
3.4.1 Abhängige Variable.....	41

3.4.2	Theoretisch fundierte unabhängige Variable	45
3.4.3	Kontrollvariablen	47
3.4.4	Methodik und deskriptive Statistiken.....	50
3.4.5	Ergebnisse und Interpretation.....	54
3.4.6	Robustheit der Ergebnisse	59
3.5	Fazit.....	60
4	Die SE als Mittel des Mitbestimmungsmanagements	63
4.1	Einführung	63
4.2	Literatur zu mitbestimmungsmotivierten SE-Gründungen.....	65
4.3	Instrumente und Effekte freiwilliger Partizipation	69
4.3.1	Finanzielle Arbeitnehmerbeteiligung.....	69
4.3.2	Übertragung von Kontrollrechten	70
4.4	Management von Beteiligungsrechten durch SE-Gründungen.....	73
4.5	Empirische Analyse über den Zusammenhang von Arbeitnehmeranzahl und SE-Gründung	76
4.5.1	Datengrundlage	76
4.5.2	Deskriptive Statistiken	77
4.5.3	Vorgehensweise und Methodik.....	80
4.5.4	Ergebnisse und Interpretation.....	84
4.6	Fazit.....	89
5	Eigentümerstrukturen und die Größe von Kontrollgremien	93
5.1	Einführung	93
5.2	Die Trennung von Eigentum und Kontrolle	96
5.3	Governance-Mechanismen.....	99
5.3.1	Externe Governance-Mechanismen	100
5.3.1.1	Der Markt für Unternehmensübernahmen	100
5.3.1.2	Der Markt für Managerleistungen	102
5.3.1.3	Governance-Kodizes.....	104
5.3.2	Interne Governance-Mechanismen	107
5.3.2.1	Leistungsabhängige Vergütung	107

5.3.2.1.1	Die Sensitivität der Managerentlohnung	109
5.3.2.1.2	Managerentlohnung und Unternehmensleistung....	111
5.3.2.2	Kontrollgremien.....	112
5.3.2.2.1	Die Zusammensetzung von Kontrollgremien.....	114
5.3.2.2.2	Die Unabhängigkeit von Kontrollgremien	115
5.3.2.2.3	Die Größe von Kontrollgremien.....	117
5.3.2.3	Großaktionäre	119
5.4	Determinanten der Größe von Kontrollgremien	124
5.5	Hypothesenentwicklung zur Größe von SE-Kontrollgremien	129
5.5.1	Präferenz des Managements.....	130
5.5.2	Präferenz großer und kontrollierender Eigentümer.....	133
5.6	Empirische Analyse zum Einfluss von Eigentümerstrukturen auf die Größe von SE-Kontrollgremien	137
5.6.1	Datengrundlage	138
5.6.2	Variablen und deskriptive Statistiken	139
5.6.2.1	Abhängige Variable	141
5.6.2.2	Theoretisch fundierte unabhängige Variablen	141
5.6.2.3	Kontrollvariablen	143
5.6.2.4	Deskriptive Statistiken	144
5.6.3	Methodik und Modell.....	147
5.6.4	Ergebnisse und Interpretation.....	151
5.6.4.1	Regressionsanalyse zur Managementpräferenz	151
5.6.4.2	Regressionsanalyse zur Eigentümerpräferenz	156
5.7	Fazit.....	161
6	Schlussbetrachtung	164
6.1	Zusammenfassung.....	164
6.2	Ausblick	168
	Literaturverzeichnis	170
	Anhang.....	194

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AN	Arbeitnehmer
AR	Aufsichtsrat
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Beob.	beobachtete Häufigkeit
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BRD	Bundesrepublik Deutschland
bVG	besonderes Verhandlungsgremium
CDF	kumulierte Verteilungsfunktion
CEO	Chief Executive Officer
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
ECDB	European Company Database
EFTA	European Free Trade Agreement
EG	Europäische Gemeinschaft
eG	eingetragene Genossenschaft
Erw.	erwartete Häufigkeit
ESOP	Employee Stock Ownership Plan
ETUI	European Trade Union Institute
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
G-Index	Governance-Index
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IRRC	Investor Responsibility Research Center
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Lit.	Littera
LPM	Linear Probability Model
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MLE	Maximum Likelihood Methode
NBRM	Negativ-Binomial-Regressions-Modell
NYSE	New York Stock Exchange

OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLS	Ordinary Least Squares
PRM	Poisson-Regressions-Modell
S&P	Standard & Poor's
SBF	Société des Bourses Françaises
SE	Societas Europaea
SEAG	SE-Ausführungsgesetz
SEBG	SE-Beteiligungsgesetz
SE-RL	Richtlinie zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft
SE-VO	Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft
SIC	Standard Industrial Classification
SOX	Sarbanes-Oxley
U	Unternehmen
Unterabs.	Unterabsatz
VO	Verwaltungsorgan
VR	Verwaltungsrat
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Anzahl SE-Gründungen nach ECDB-Kategorien	42
Tabelle 2:	Unternehmensmitbestimmung im EWR	46
Tabelle 3:	Zusammenfassende Statistiken zu SE-Gründungen im EWR.....	52
Tabelle 4:	Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen.....	55
Tabelle 5:	Inzidenzraten-Verhältnisse zu SE-Gründungen	58
Tabelle 6:	Zusammenfassende Statistiken zu SE-Gründungen in Deutschland.....	78
Tabelle 7:	Gründungszahlen deutscher SEs nach Arbeitnehmerintervallen und Jahren	82
Tabelle 8:	Ergebnisse der Chi-Quadrat-Tests nach Beobachtungsjahren	85
Tabelle 9:	Erwartete und beobachtete Häufigkeiten deutscher SE-Gründungen kumuliert	87
Tabelle 10:	Ergebnisse der Chi-Quadrat-Tests kumuliert	89
Tabelle 11:	Übersicht Variablen zur Größe von SE-Kontrollgremien.....	140
Tabelle 12:	Zusammenfassende Statistiken zur Größe von SE-Kontrollgremien....	145
Tabelle 13:	Zweistichproben-t-Test AR/VR < AG	147
Tabelle 14:	Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz	152
Tabelle 15:	Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz.....	157
Tabelle 16:	Varianz unabhängiger Variablen zu SE-Gründungen im EWR.....	194
Tabelle 17:	Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest mit UFO SEs.....	195
Tabelle 18:	Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest mit BIP	196
Tabelle 19:	Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest ohne Deutschland.....	197
Tabelle 20:	Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest mit Bruttowertschöpfung	198
Tabelle 21:	Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest für 2004–2008/2009–2013.....	199
Tabelle 22:	Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest mit robusten Standardfehlern	200
Tabelle 23:	Logit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest.....	201
Tabelle 24:	Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest mit International	202
Tabelle 25:	Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest mit Kapital	203
Tabelle 26:	Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest mit robusten Standardfehlern	204
Tabelle 27:	Logit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest	205

Tabelle 28: Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest mit International	206
Tabelle 29: Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest mit Kapital	207

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	SE-Gründungsprozess	21
Abbildung 2:	SE-Gründungsformen und Anforderungen	24
Abbildung 3:	Corporate Governance AG vs. SE.....	26
Abbildung 4:	Anzahl SEs nach Gründungsformen	45
Abbildung 5:	Häufigkeitsverteilung SE-Gründungen	51
Abbildung 6:	Dichtefunktion Arbeitnehmer SEs	79
Abbildung 7:	Geschätzte Wahrscheinlichkeiten des Streubesitzes	154
Abbildung 8:	Geschätzte Wahrscheinlichkeiten Anteile AR/VR und größter Eigentümer	159

1 Einleitung

1.1 Motivation

Corporate Governance umfasst ein breites Spektrum an ökonomischen und rechtlichen Maßnahmen, Mechanismen und Institutionen, welche darauf abzielen, die Eigentümer von Kapitalgesellschaften zu schützen. Genauer noch: Aktivitäten im Rahmen der Corporate Governance sollen sicherstellen, dass die Investoren von Unternehmen eine Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erhalten. Diese Schutzbedürftigkeit entsteht nicht zuletzt aus der Natur heutiger Kapitalgesellschaften. Unqualifizierte Eigentümer vertrauen ihre finanziellen Mittel professionellen Managern an, die das jeweilige Unternehmen führen. Im Zuge dessen besteht eine Informationsasymmetrie zugunsten des Managements, die mit einem gewissen Handlungsspielraum einhergeht. So ist es nicht klar, warum dieser Handlungsspielraum durch das Management nicht genutzt werden sollte, indem es sich an den Unternehmensressourcen persönlich bereichert oder Projekte fördert, die lediglich ihrer eigenen Nutzsteigerung dienen (Fama 1980; Shleifer und Vishny 1997).

Governance-Mechanismen sind Schutzmaßnahmen gegen ein opportunistisches Verhalten von Managern und haben die Aufgabe, das Risiko von Investitionen in Unternehmen zu reduzieren. Dies gilt nicht nur für die Investitionen in physische Vermögenswerte der Unternehmenseigentümer, sondern auch für die Investitionen in unternehmensspezifisches Humankapital der Arbeitnehmer. Dabei steht das Kontrollorgan von Unternehmen als Governance-Mechanismus im Zentrum des internen Kontrollsystems. Es ist dafür verantwortlich, das Management zu überwachen, dessen Vergütung festzulegen und bei Fehlverhalten abzusetzen (Hermalin und Weisbach 1991; Jensen 1993).

In mehreren Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR), insbesondere in Deutschland, unterliegen die Kontrollorgane von Unternehmen umfassender staatlicher Regulierung. Auf nationaler Ebene finden sich gesetzliche Vorgaben, die Arbeitnehmern in Abhängigkeit von gewissen Unternehmenscharakteristika einen bestimmten Anteil der Sitze in diesen Gremien zuweisen. Auch zur Größe des Kontrollorgans bzw. zur Mindest- und Höchstanzahl der Gremienmitglieder haben einige EWR-Länder nationale Regelungen in ihrem Rechtssystem verankert. Die europäische Gesetzgebung zur supranationalen Rechtsform Societas Europaea (SE) steht mit diesen nationalen Vorgaben teilweise im Widerspruch. Unternehmen, die unter dieser Rechtsform

firmieren, sind im Vergleich zu vielen nationalen Rechtsformen bei der Ausgestaltung ihrer Governance weitaus souveräner und flexibler.

Die SE ist für Unternehmen mit Sitz in den Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) seit dem Jahr 2004 verfügbar und auch unter der Bezeichnung Europäische Aktiengesellschaft bekannt. Für europaweit tätige Unternehmen bietet diese Rechtsform vielfältige Vorteile bei der Unternehmensführung und bei grenzüberschreitenden Fusionen. Um zwei anzusprechen: Für die SE entfallen unübersichtliche und aufwendige Rechtskonstrukte. Wirtschaftliche Aktivitäten im EU-Ausland müssen nicht mehr über rechtlich eigenständige Tochtergesellschaften umgesetzt werden. Es reicht aus, die jeweiligen Landesgeschäfte mittels Niederlassungsstrukturen abzuwickeln. Ferner können Kapitalgesellschaften im Rechtskleid der SE ihren Unternehmenssitz innerhalb der Grenzen Europas unkompliziert, kostengünstig und schnell verlagern. Sowohl eine Auflösung des Unternehmens im Heimatland als auch eine komplette Neugründung im Zuzugsland sind überflüssig (Gold und Schwimbersky 2008).

Ein Artikel der Onlineausgabe des Handelsblattes im Juni 2007 mit dem Titel „Porsche wandelt sich trickreich“ befasst sich mit der Gründung der Porsche Holding SE. Aus ihm wiederum geht hervor, dass der Rechtsformwechsel zur SE von vielen deutschen Unternehmen auf eine andere Ursache zurückzuführen ist: und zwar auf das teils sehr spezielle Gesellschaftsrecht zur unternehmerischen Mitbestimmung und zur Größe von Kontrollgremien. Es bindet den Umfang an Mitbestimmungsrechten nicht fest an Unternehmenscharakteristika. Stattdessen soll dieser zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern frei ausgehandelt werden. Vor allem im Vergleich zu Kapitalgesellschaften mit deutschen Rechtsformen beinhaltet der diesbezügliche Teil des rechtlichen SE-Rahmens ein weiteres sehr spezifisches Merkmal. Das Ausmaß an Mitbestimmungsrechten, das zwischen den Verhandlungsparteien vereinbart wird, ist über den gesamten Fortbestand der Gesellschaft dauerhaft fixiert. Das bedeutet, dass die Arbeitnehmer einer SE im Anschluss an ihre Gründung nur dann weitere Mitbestimmungsrechte erlangen können, wenn die Eigentümer dieser Gesellschaften zustimmen. Der Rechtsformwechsel von Porsche zur SE sei indes nicht darüber motiviert, Arbeitnehmerrechte reduzieren oder einfrieren zu wollen. Der strategische Gedanke hinter dieser Maßnahme ziele vielmehr darauf ab, den Aufsichtsrat des Unternehmens nicht von zwölf auf 20 Mitglieder erweitern zu müssen, falls das Unternehmen jemals den Schwellenwert von 20.000 Arbeitnehmern überschreite, so ein Sprecher des Konzerns. Die Porsche-Hauptversammlung, welche über den Wechsel der Rechtsform zu

entscheiden hatte, sei dabei eine reine Formalität gewesen, da alle stimmberechtigten Aktien des Unternehmens von den Familien Porsche und Piëch kontrolliert würden (Buchenau und Fröndhoff 2007).

Vor allem die Gestaltungsfreiheit in Bezug auf die Mitbestimmung von Arbeitnehmern in der SE wurde bisher kontrovers diskutiert. Kritische Stimmen sehen darin weniger einen Vorteil und vielmehr die Gefährdung von Erfolgsmodellen, indem Unternehmen mithilfe einer SE-Gründung nationale Mitbestimmungsgesetze umgehen. Zu diesem Schluss kommt auch ein Beitrag der Hans-Böckler-Stiftung (2016b). Demnach werde die Rechtsform SE von Unternehmen in der Praxis genutzt, um sich der Mitbestimmung auf Unternehmensebene zu entziehen. Auffällig sei vor allem, dass sich viele deutsche Unternehmen kurz vor dem Erreichen der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern für einen Rechtsformwechsel zur SE entscheiden. Zumal sich das Maximum an Mitbestimmungsrechten in der SE über das Vorher-Nachher-Prinzip bestimme und dieses eingefroren werde, könnten sich vor allem Unternehmen mit weniger als 500 Arbeitnehmern mittels der SE für immer aus dem Mitbestimmungssystem verabschieden. Darüber hinaus sei bereits eine große Anzahl an Unternehmen mit nationalen Rechtsformen mitbestimmungsfrei, obwohl diese gemäß deutscher Gesetzgebung drittelbeteiligte Aufsichtsräte haben müssten. Da für diese Vergehen keine Sanktionen drohen, überrasche laut Hans-Böckler-Stiftung (2016b) ein entsprechendes Verhalten von Unternehmen nur wenig.

Ein diesbezüglich prominentes Beispiel ist der familiengeführte Elektrogroßhändler Conrad. Die Familie Conrad gründete im Jahr 2005 eine Aktiengesellschaft nach österreichischem Recht, die lediglich einen Mitarbeiter beschäftigte. Aus einer anschließenden Fusion dieses Unternehmens mit der deutschen Muttergesellschaft entstand die heutige Conrad Electronic SE. Dabei nahm die Leitung des Unternehmens zu Beginn des SE-Gründungsprozesses vorschriftsmäßig die Verhandlungen zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer auf. Im Gegensatz zu den Bestimmungen des deutschen SE-Beteiligungsgesetzes (SEBG) lehnte es die Familie Conrad ab, zu diesen Verhandlungen auch Gewerkschaftsvertreter einzuladen. Dass der Aufsichtsrat der Conrad Electronic SE nur aus Mitgliedern der Familie Conrad besteht, verwundert angesichts dessen kaum (Reppesgaard 2008).

Offensichtlich werden die sehr anpassungsfähigen Governance-Strukturen der SE nicht ohne jeden Zweifel als Bereicherung der europäischen Governance-Landschaft wahrgenommen. Die damit einhergehende Deregulierung wird scheinbar auch als Angriff

auf traditionell bewährte nationale Governance-Systeme gewertet. So kann man den SE-Richtlinien vorwerfen, bestehende Landesgesetze zur Unternehmensführung von Kapitalgesellschaften zu verwässern. In dieser Unterstellung mögen sich Unsicherheit und Bedenken gegenüber der neuen europäischen Rechtsform äußern. Die verhältnismäßig liberale Gesetzgebung der SE könnte sich auf das bestehende wirtschaftliche und soziale Machtgefüge in Unternehmen auswirken und unterschiedliche negative Effekte mit sich bringen. Dabei ist diese Sorge aus einer wirtschaftswissenschaftlichen Perspektive nicht grundsätzlich berechtigt. Auf der Basis geeigneter theoretischer Konzepte lässt sich nicht abschätzen, wie die Wirtschaftsakteure auf den umfangreichen Handlungsspielraum, den ihnen die SE-Gesetzgebung einräumt, reagieren.

In diesem Sinne können die SE-Mitbestimmungsregelungen auf den ersten Blick den Eindruck erwecken, dass sie für viele Arbeitnehmer im EWR mit starken Einschnitten von gegenwärtigen Rechten verbunden sind. Allgemein gesehen liegt es dabei weder auf der Hand, ob Arbeitgeber überhaupt einen Anreiz haben, über Mitbestimmungsrechte zu verhandeln, noch ist es eindeutig, ob sie das Ziel verfolgen, den Status quo an unternehmerischer Mitbestimmung einzufrieren. Genauso wenig kann verlässlich vorhergesagt werden, welche Gefahr von Veränderungen in Organstrukturen für die unterschiedlichen Eigentübertypen von Unternehmen ausgeht. Auch wenn das Vorgehen von Großaktionären wie das der Familien Porsche und Piëch darauf hindeutet, durch eine vorsorgliche Zementierung von Governance-Strukturen den eigenen Einfluss im Unternehmen stärken zu wollen, muss dies nicht den Regelfall darstellen oder zwangsläufig zum Nachteil kleinerer Eigentümer sein.

Es stellt sich die Frage, inwieweit bestimmte Interessensgruppen in Unternehmen die Rechtsform SE nutzen, um vorhandene Governance-Strukturen außer Kraft zu setzen bzw. zu ihren eigenen Gunsten zu beeinflussen. Trotz des zwölfjährigen Bestehens der SE existiert bisher noch keine Studie, die sich dieser Fragestellung mit wirtschaftswissenschaftlichem Fokus auf einer empirischen Basis widmet. Die vorliegende Arbeit trägt dazu bei, diese Lücke in der Literatur zu schließen, indem sie drei Teilfragestellungen anhand von drei unterschiedlicher Datensätze untersucht. Dabei analysiert sie zum einen den Einfluss von nationaler Mitbestimmungsregulierung auf die Anzahl von SE-Gründungen sowohl auf Länder- als auch auf Unternehmensebene. Zum anderen testet sie mehrere Hypothesen über den Zusammenhang von Eigentümerstrukturen und der Größe von SE-Kontrollgremien.

1.2 Aufbau und Beitrag

Zu Beginn spannt Kapitel 2 den institutionellen Rahmen für diese Arbeit auf. Aus ihm gehen die einzelnen forschungsleitenden Fragestellungen hervor. Dabei widmet es sich der historischen Entwicklung der SE und identifiziert die relevanten rechtlichen Grundlagen. Zudem diskutiert Kapitel 2 diejenigen Teile des Gesellschaftsrechts der SE und der Aktiengesellschaft deutschen Rechts (AG), die sich auf die Mitbestimmung der Arbeitnehmer und die Organstruktur beziehen. Abschließend skizziert dieser Teil der Arbeit exemplarisch einen SE-Gründungsprozess und verdeutlicht rechtliche Unterschiede in der Governance von AG und SE.

Kapitel 3 untersucht den Einfluss von nationalen Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung in den EWR-Ländern auf die Anzahl von SE-Gründungen. Starre Mitbestimmungsgesetze, die sich an bestimmten Unternehmenscharakteristika orientieren, können zu einer Verwässerung von Verfügungsrechten führen. Folglich steht der Umfang an Kontrollrechten der Arbeitnehmer nicht mehr in Relation zu ihren unternehmensspezifischen Investitionen. Dadurch entstehen Kosten, welche die positiven Effekte der Arbeitnehmermitbestimmung überlagern und insgesamt zu einem negativen Nettoeffekt für Unternehmenseigentümer führen können (Pejovich 1978; Fama und Jensen 1983b). So mag die Gründung einer SE in den Ländern des EWR mit starker nationaler Mitbestimmungsregulierung besonders attraktiv erscheinen. Auf diesem Weg haben die Eigentümer von Unternehmen die Möglichkeit, den Umfang an Mitbestimmungsrechten mit ihren Arbeitnehmern frei zu verhandeln. Gegenwärtig ineffiziente Strukturen lassen sich aufbrechen und die Kontrollrechte der Verhandlungsparteien an ihre unternehmensspezifischen Investitionen anpassen. In der Vergangenheit wurde die ökonomische Wirkung von Mitbestimmungsgesetzen auf Unternehmenseigentümer hauptsächlich anhand einzelner monetärer Kennzahlen untersucht. Diesbezügliche Studien, die sich überwiegend auf Deutschland konzentrieren, vergleichen die Leistung von mitbestimmten Unternehmen und Unternehmen ohne Arbeitnehmervertreter in ihren Aufsichtsräten. Ihre empirischen Ergebnisse sind sehr heterogen (FitzRoy und Kraft 1993; Schmid und Seger 1998; Gorton und Schmid 2004; Fauver und Fuerst 2006; Bermig und Frick 2011b).

Mit der SE als Untersuchungsgegenstand lässt sich darüber hinaus eine weitaus grundlegendere Fragestellung untersuchen. Sind Mitbestimmungsgesetze für die Eigentümer von Unternehmen insgesamt gesehen mit derart starken Nachteilen

verbunden, dass sie es bei einer Wahlfreiheit vorziehen, freie Verhandlungen über den Umfang von Arbeitnehmerrechten zu führen? Daneben lässt sich mittels der SE die Wirkung von Mitbestimmungsgesetzen in einem gesamteuropäischen Kontext untersuchen. Die Ergebnisse von Negativ-Binomial-Regressionen auf der Basis eines selbst erhobenen Datensatzes zeigen, dass die Existenz nationaler Mitbestimmungsregelungen einen positiven Einfluss auf die Anzahl an SE-Gründungen in einem EWR-Land hat. Die Rechtsform SE scheint demzufolge für die Eigentümer von Unternehmen ein geeignetes Mittel zu sein, um im Vergleich zu nationalen Mitbestimmungsgesetzen die Chance zu haben, Arbeitnehmerrechte reduzieren zu können.

Kapitel 4 der Arbeit knüpft an das vorhergehende an, indem es den Zusammenhang von Mitbestimmungsgesetzen und SE-Gründungen auf der Untersuchungsebene von Unternehmen analysiert. Als Ausgangspunkt dienen dabei das deutsche Drittelbeteiligungsgesetz (DrittelbG) und das deutsche Mitbestimmungsgesetz (MitbestG). Sie verpflichten Kapitalgesellschaften mit nationalen Rechtsformen ab einer Größe von 500 Arbeitnehmern drittelbeteiligt bzw. ab 2.000 Arbeitnehmern paritätisch mitbestimmte Aufsichtsräte einzurichten. Die Eigentümer deutscher Unternehmen, welche kurz vor dem Erreichen dieser gesetzlichen Schwellenwerte stehen, haben durch die Gründung einer SE die Chance, Mitbestimmungsrechte auf dem Status quo einzufrieren (Keller und Werner 2009). Auch wenn ihr Unternehmen in Zukunft stark wachsen sollte, entscheiden sie auf freiwilliger Basis und nach eigenem Ermessen, ob und in welchem Umfang sie ihren Arbeitnehmern zusätzliche Mitbestimmungsrechte einräumen. Werden bestehende Arbeitnehmerrechte bei einem Rechtsformwechsel durch die Unternehmenseigentümer nicht verändert, stellen sich diese konsequenterweise in Bezug auf die Mitbestimmung ihrer Arbeitnehmer nicht schlechter. Weiterhin haben sie jedoch die Option, Arbeitnehmer über freiwillige Formen am Unternehmen zu beteiligen. Diese können aus Arbeitgebersicht im Vergleich zur gesetzlichen Variante als überlegen angesehen werden (Aoki 1984; Blasi, Conte und Kruse 1996; Kim und Ouimet 2014). Folglich sollte sich beobachten lassen, dass deutsche Unternehmen kurz vor dem Erreichen der Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern vergleichsweise häufiger einen Rechtsformwechsel zur SE vornehmen als etwas oberhalb davon.

Die Untersuchung in Kapitel 4 ist dabei die erste, welche sich für einen empirischen Test dieser Hypothese nicht ausschließlich auf SEs beschränkt, die bei ihrer Gründung mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer die jeweiligen gesetzlichen Schwellenwerte

noch nicht überschritten haben. Um allgemeingültigere Aussagen treffen zu können, berücksichtigt sie auch SE-Gründungen oberhalb der Grenzen von 500 und 2.000 Arbeitnehmern. Darüber hinaus wird in die empirische Analyse auch eine Vergleichsgruppe von Unternehmen miteinbezogen. Diese Unternehmen erfüllen zwar die Voraussetzungen für einen Rechtsformwechsel, haben ihn aber nicht vollzogen. Einzelne Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests auf einer jährlichen Basis finden keinen Zusammenhang zwischen SE-Gründungen deutscher Kapitalgesellschaften und der Anzahl ihrer Arbeitnehmer. Die Ergebnisse entsprechender Tests auf der Grundlage kumulierter Daten des gesamten Beobachtungszeitraums (2005 bis 2014) können die untersuchte Hypothese hingegen bestätigen. Infolgedessen lässt sich keine abschließende Aussage darüber treffen, ob deutsche SE-Gründungen überwiegend mitbestimmungsmotiviert sind.

Kapitel 5 der Arbeit befasst sich mit dem Zusammenhang zwischen den Eigentümerstrukturen deutscher SEs und der Größe ihrer Kontrollgremien. Im SE-Gründungsprozess macht das Management der an der Gründung beteiligten Gesellschaften zunächst einen Vorschlag über die Anzahl der Mitglieder und die personelle Besetzung des SE-Kontrollorgans. Dieser muss anschließend von den Hauptversammlungen der originären Gesellschaften bestätigt werden, sodass die Eigentümer der Unternehmen als zweite Interessensgruppe die Größe der SE-Kontrollgremien beeinflussen können. Eine grundlegende Annahme der Untersuchung in Kapitel 5 ist: Je mehr die Anteile der Unternehmen in Streubesitz gehalten werden, desto stärker spiegelt die Gremiengröße die Präferenzen des Managements wider. Haben Unternehmen dagegen große Aktionäre mit starken Anreizen zur Kontrolle, orientiert sich die Anzahl der Mitglieder des Kontrollorgans an den Präferenzen dieser Eigentümer. Dem Management von Unternehmen wird meist unterstellt, eigennutzmaximierend zu sein. Als Folge dessen sollte es eine Gremiengröße bevorzugen, die sich zum Nachteil auf die Wahrnehmung der Überwachungsaufgabe der Kontrollorgane auswirkt. Ein Großteil der diesbezüglichen Theorien geht von einer abnehmenden Kontrollleistung mit zunehmender Gremiengröße aus (Lipton und Lorsch 1992; Jensen 1993; Hermalin und Weisbach 1998), wobei die empirischen Ergebnisse sehr gemischt sind (Yermack 1996; Eisenberg, Sundgren und Wells 1998; Cheng 2008; Coles, Daniel und Naveen 2008).

Großen Aktionären wird demgegenüber häufig unterstellt, aufgrund ihrer starken finanziellen Bindung an Unternehmen ausreichend motiviert zu sein, um das

Management zu kontrollieren und das Agency-Problem zumindest teilweise lösen zu können (Shleifer und Vishny 1986; Claessens et al. 2002). Allerdings wird Großaktionären auch angelastet, bestrebt zu sein, ihren ohnehin starken Einfluss in Unternehmen auszubauen und diesen auf Kosten kleinerer Eigentümer zu missbrauchen, indem sie z.B. Unternehmensressourcen für den privaten Konsum verwenden (Morck, Shleifer und Vishny 1988; McConnell und Servaes 1990; Hermalin und Weisbach 1991; Thomsen, Pedersen und Kvist 2006). Die SE bietet großen und kontrollierenden Eigentümern, die im Kontrollgremium vertreten sind, die Chance, dementsprechende Verschanzungsstrategien zu realisieren. Erreichen sie, dass im SE-Gründungsprozess die Anzahl der Mitglieder des Kontrollgremiums verkleinert wird, gewinnt ihre eigene Stimme an Gewicht. So fällt es ihnen im Anschluss leichter, ihre eigenen Interessen gegenüber anderen (kleineren) Aktionären durchzusetzen. Da die Größe der Aufsichtsräte von Kapitalgesellschaften mit deutschen Rechtsformen per Gesetz an gewisse Untergrenzen gebunden ist, wurden bisher lediglich die Determinanten eines freiwilligen Überschreitens dieser Grenzen (Übergröße) untersucht. Für die SE allerdings besteht weitestgehend Freiheit bei der Festlegung der Größe ihres Kontrollorgans. Daher ist die Untersuchung in Kapitel 5 die erste, welche die Determinanten der Größe von deutschen Kontrollgremien unabhängig von gesetzlich geregelten Mindestgrößen analysiert. Die Regressionsergebnisse von Probit- und Logit-Modellen deuten zum einen darauf hin, dass die Entscheidungsmacht des Managements einen negativen Einfluss auf die Verkleinerung von SE-Kontrollgremien hat. Dieses scheint folglich verhältnismäßig größere Kontrollgremien zu präferieren. Zum anderen hat der kumulierte Eigentumsanteil von Mitgliedern des Kontrollorgans und jener der größten fünf Aktionäre einen positiven Einfluss auf die Verkleinerung von SE-Kontrollorganen. Großaktionäre scheinen ihren Einfluss folglich dazu zu nutzen, um ihre Macht im Unternehmen auszubauen.

Kapitel 6 schließt die Arbeit ab und erfüllt dabei zwei wesentliche Aufgaben. Es führt die empirischen Ergebnisse der drei Teilfragestellungen aus den Kapiteln 3 bis 5 zusammen und diskutiert mögliche Einschränkungen der gefundenen Zusammenhänge. Außerdem enthält es einen Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf zur europäübergreifenden Rechtsform SE.

2 Institutioneller Rahmen der Societas Europaea (SE)

Dieses Kapitel schildert zunächst die Entstehungsgeschichte der Rechtsform SE, deren Verlauf sehr stark von der Ausgestaltung des dazugehörigen Gesellschaftsrechts geprägt war. In einem zweiten Schritt widmet es sich ausgewählten Teilen rechtlicher Grundlagen von AG und SE. Von besonderem Interesse sind dabei jeweils die Bereiche des Gesellschaftsrechts zur Beteiligung der Arbeitnehmer, zur Wahl von Leitungssystemen und zur Ausgestaltung von Kontrollorganen. Aus ihnen leiten sich die zentralen Fragestellungen der vorliegenden Arbeit ab. Zudem schildert dieses Kapitel einen idealtypischen SE-Gründungsprozess und erläutert die Eigenschaften unterschiedlicher SE-Gründungsformen. Beide Elemente sind einerseits für die Entwicklung von Argumenten und andererseits für die Auswahl von geeigneten Stichproben im weiteren Verlauf der Arbeit relevant. Der letzte Abschnitt 2.4 hat die Aufgabe, die bedeutenden Unterschiede in der Corporate Governance zwischen AG und SE, die in den Abschnitten 2.2 und 2.3 aus rechtlicher Perspektive dargestellt sind, mit ökonomischen Gesichtspunkten zu verknüpfen.

2.1 Entwicklung und Rechtsgrundlagen der SE

Nach einem fast 44-jährigen Entstehungsprozess, von der ersten Projektidee bis hin zur ersten Eintragung in ein Handelsregister, bekam der EWR im Jahr 2004 seine erste supranationale Rechtsform. Seither haben die Unternehmen mit Sitz in den dazugehörigen Ländern die Möglichkeit, unter der SE zu firmieren. Die Motivation für den Gesetzgeber, mit der SE eine europaweite supranationale Rechtsform mit einem grenzübergreifenden Gesellschaftsrecht zu schaffen, bestand in erster Linie darin, das Erreichen der Ziele des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (Art. 2 und 3) voranzutreiben. Diesem zufolge soll durch die Beseitigung von Handelshemmnissen ein gemeinsamer Markt geschaffen werden und durch gemeinsame Politiken und Maßnahmen die Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen zwischen den Mitgliedsstaaten gefördert werden. Darüber hinaus garantiert er Unternehmen, wie auch natürlichen Personen, uneingeschränkte Niederlassungsfreiheit. Zu diesem Bestreben leistet das Schaffen einer Europäischen Rechtsform ohne Zweifel einen Beitrag.

Bevor europaweit tätige Unternehmen auf die Rechtsform SE zugreifen konnten, bedienten sie sich Provisorien wie supranationalen Interessensgemeinschaften und Kooperationen, um den Anforderungen des immer größer werdenden Binnenmarktes

gerecht zu werden. Mittels der SE bieten sich Unternehmen nun neben der Möglichkeit, ihre Geschäfte auf unterschiedlichen Märkten in einer einheitlichen Holding zusammenzufassen, weitere Vorteile. Grenzübergreifende Aktivitäten wie Fusionen oder Übernahmen im Zuge einer strategischen Neuordnung oder Expansion lassen sich vergleichsweise einfach durchführen. Zudem besteht mit der SE die Option, relativ unbürokratisch, kostengünstig und identitätswahrend den Unternehmenssitz zu verlagern sowie EU-weit als wirtschaftliche und rechtliche Einheit aufzutreten (Kalss und Hügel 2004; Lutter 2005; Gold und Schwimbersky 2008).

Führt man sich die sehr heterogene Landschaft an Unternehmensregulierungen der mittlerweile 30 Mitgliedsländer des EWR vor Augen, verwundert es kaum, dass es fast ein halbes Jahrhundert in Anspruch genommen hat, bis eine gesetzliche Grundlage für die SE ausgearbeitet war, in welcher sich jeder Bündnispartner zumindest in Teilen wiederfand. Zentraler Diskussionspunkt in der Ausgestaltung der rechtlichen Grundlagen der SE war die Beteiligung der Arbeitnehmer und im Besonderen die Regelung der unternehmerischen Mitbestimmung. Die Vorstellungen zur Ausgestaltung dieses Bereichs waren höchst unterschiedlich, da Arbeitnehmermitbestimmung im europäischen Vergleich auf nationaler Ebene sehr starker, gemäßigter oder auch gar keiner Regulierung unterliegt. So finden sich unter den Mitgliedsstaaten Länder wie Deutschland oder die Tschechische Republik, in welchen die Mitbestimmungsrechte von Arbeitnehmern sowohl auf Betriebs- als auch auf Unternehmensebene traditionell eine große Rolle spielen und für nationale Kapitalgesellschaften gesetzlich verankert sind. Dem entgegengesetzt überlässt es z.B. Großbritannien seinen Unternehmen selbst, ob und inwieweit sie ihren Arbeitnehmern Mitspracherechte gewähren möchten. Der Kompromiss, auf welchen man sich für das Gesellschaftsrecht der SE letzten Endes einigen konnte, kam Ende des Jahres 2000 überraschend auf der Zusammenkunft des Europäischen Rats in Nizza zustande. So überraschend, dass er in der Fachwelt auch als das „Wunder von Nizza“ oder „die Beilegung des dreißigjährigen Kriegs um die Europäische Aktiengesellschaft“ bezeichnet wurde (Hirte 2002). Die Einigung sieht vor, dass der Umfang an unternehmerischer Mitbestimmung zwischen den Arbeitnehmern und den Eigentümern der jeweiligen Gesellschaft frei ausgehandelt und fixiert wird (Keller 2002; Nagel 2005). Diese Lösung ist Teil der Gründungsvorschriften einer SE, welche in den folgenden Abschnitten weiter ausgeführt werden.

Im Verlauf ihrer Geschichte musste sich die Rechtsform SE bereits häufig dem Vergleich mit einer Euromünze stellen. Auf der Vorderseite besitzen sie für alle

Mitgliedsstaaten eine EU-weit einheitliche Prägung. Auf der Rückseite hat jedoch jedes Land die Freiheit, seine Geldstücke individuell zu gestalten. Dieses Sinnbild der Währungsunion beschreibt die SE, jedenfalls in Bezug auf ihr rechtliches Fundament, durchaus treffend. Der diesbezüglich erste offizielle Entwurf sah dagegen ein vollumfängliches Gesellschaftsrecht mit 284 Artikeln vor. Es hatte das Anliegen, alle Vorgänge von der Gründung bis zur Auflösung einer Aktiengesellschaft abzudecken und auf europäischer Ebene zu regeln. Dieser Wunsch kam insbesondere durch Art. 7 Abs. 1 zum Ausdruck. Von dem Konzept eines gemeinschaftsweit einheitlichen Rechtsgebildes verabschiedete man sich über die Zeit jedoch sukzessive. Die heutige SE-Gesetzgebung, die auf europäischer Ebene Gültigkeit besitzt, normiert nur gewisse Bereiche und besteht gerade noch aus 70 Artikeln. Insgesamt entspricht dieser Teil in etwa nur 40 % des gesamten SE-Gesellschaftsrechts. In den Bereichen der verbleibenden 60 % wird auf nationale Gesetzgebungen verwiesen, die vom jeweiligen Mitgliedsstaat nach dessen Ermessen ausgestaltet werden dürfen. Dadurch lässt sich das für die SE anwendbare Recht als eine Verzahnung aus mitgliedsstaatlichen und gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben beschreiben, wobei Letztere in der Normenhierarchie stets übergeordnet sind (Theisen und Wenz 2002).

Die Verordnung (EG) über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE-VO)¹ bildet das allgemeine rechtliche Fundament einer SE, das in allen Mitgliedsstaaten des EWR gleichermaßen zur Anwendung kommt. Aus ihrem Erwägungsgrund Nr. 1 wird ebenfalls das Ziel der Schaffung einer paneuropäischen Rechtsform ersichtlich. Dort wird betont, dass mittels der SE die Kapitalgesellschaften im Wirtschaftsraum, „[...] deren Tätigkeit sich nicht auf die Befriedigung rein örtlicher Bedürfnisse beschränkt, die Neuordnung ihrer Tätigkeiten auf Gemeinschaftsebene planen und betreiben können.“ (SE-VO, S. 2). Die SE-VO wird begleitet durch die Richtlinie zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer (SE-RL)². Sie ist das Regelwerk für die Umsetzung der Arbeitnehmermitbestimmung in einer SE und kommt ebenfalls in allen EWR-Staaten zur Anwendung³. Der Erwägungsgrund Nr. 3 der SE-RL verdeutlicht ihre Funktion, indem durch sie die Ziele der Europäischen Gemeinschaft im sozialen Bereich und insbesondere auf dem Gebiet der Beteiligung von

¹ Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABI. L 294 vom 10.11.2001, S. 1

² Richtlinie 2001/86/EG des Rates vom 8. Oktober 2001 zur Ergänzung des Statutes der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer, ABI. L 294 vom 10.11.2001, S. 22–32

³ Die Verknüpfung der beiden Regelwerke SE-VO und SE-RL ist durch Art. 1 Abs. 4 SE-VO und Art. 1 Abs. 1 SE-RL festgeschrieben.

Arbeitnehmern gefördert werden. Sie soll gewährleisten, dass die Gründung einer SE nicht zu einer generellen Beseitigung von Arbeitnehmerrechten führt. Indem die Mitbestimmungsrechte von Arbeitnehmern einer SE in einem gesonderten Statut behandelt werden, wird überdies deutlich, von welcher Relevanz dieser Punkt in den Verhandlungen zur Ausgestaltung des Gesellschaftsrechts gewesen sein dürfte. Der deutsche Gesetzgeber hat auf diejenigen Bereiche der SE-VO reagiert, welche nicht explizit geregelt waren und nationaler Ausgestaltung bedurften, indem er das SE-Ausführungsgesetz (SEAG)⁴ erlassen hat. Dieses orientiert sich in vielen Bereichen wiederum sehr stark am deutschen Aktiengesetz (AktG) oder verweist sogar direkt auf dieses. Zur Präzisierung bzw. Ergänzung der entsprechenden Bereiche in der SE-RL wurde in Deutschland das SE-Beteiligungsgesetz (SEBG)⁵ eingeführt.

2.2 Arbeitnehmerbeteiligung und Organstruktur in AG und SE

Neben der Ausgestaltung der unternehmerischen Mitbestimmung unterscheiden sich die nationalen gesetzlichen Grundlagen für Kapitalgesellschaften der EWR-Länder noch in weiteren Dimensionen der Unternehmensführung und -überwachung, für welche im Gesellschaftsrecht der SE eine Harmonisierung gefunden werden musste. Der folgende Abschnitt konzentriert sich dabei auf die Bereiche des Leitungssystems und die Ausgestaltung des Kontrollorgans. Er wird zeigen, dass die SE-Regulierung im Vergleich zum Gesellschaftsrecht einer AG deutschen Rechts in mehrerer Hinsicht sehr liberal und flexibel ist und den Unternehmen zusätzliche Möglichkeiten bei der Ausgestaltung ihrer Corporate Governance eröffnet.

2.2.1 Unternehmerische Mitbestimmung in der AG

Die deutsche Gesetzgebung sieht für alle Unternehmen, die unter der Rechtsform AG firmieren, vor, dass Arbeitnehmer- und/oder Gewerkschaftsvertreter am Entscheidungsprozess ihrer Kontrollorgane beteiligt werden. Dadurch erhalten Arbeitnehmer weitreichende Kontroll- und Stimmrechte auf Unternehmensebene. Diese Form der Mitbestimmung ist mittels dreier unterschiedlicher gesetzlicher Grundlagen geregelt. Welche der Regelungen für das jeweilige Unternehmen greift, hängt unter anderem von der Größe (Anzahl der Mitarbeiter), der Rechtsform und der Industrie ab, in welcher es tätig ist.

⁴ Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)

⁵ Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer europäischen Aktiengesellschaft

Die älteste rechtliche Grundlage zur unternehmerischen Mitbestimmung in Deutschland ist das Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in den Unternehmen des Bergbaus und der eisen- und stahlerzeugenden Industrie (Montan-Mitbestimmungsgesetz) von 1951. Davon betroffen sind Unternehmen mit entsprechender Industriezugehörigkeit, die mehr als 1.000 Arbeitnehmer beschäftigen. Zusätzlich müssen diese unter der Rechtsform AG oder einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) firmieren, um unter das Montan-Mitbestimmungsgesetz zu fallen. Im Detail sieht es sogenannte paritätische Mitbestimmung vor, wonach die Hälfte der Sitze der Aufsichtsräte für Arbeitnehmervertreter reserviert ist. Darüber hinaus regelt es, dass Aufsichtsräte aus mindestens elf Mitgliedern zu bestehen haben und diese in Abhängigkeit vom Grundkapital auf 15 oder 21 vergrößert werden müssen. Da ein Mitglied des Kontrollgremiums jeweils unabhängig sein muss und die verbleibenden Sitze zu gleichen Anteilen zwischen Eigentümern und Arbeitnehmervertretern aufgeteilt werden, spricht man in diesem Fall auch von „wirklich“ paritätischer Mitbestimmung.

Das wahrscheinlich bedeutendste und weitreichendste deutsche Gesetz in Bezug auf unternehmerische Arbeitnehmermitbestimmung ist das im Jahr 1976 erlassene Mitbestimmungsgesetz (MitbestG). Unter die entsprechende Regulierung fallen alle Unternehmen, die unter der Rechtsform AG, GmbH, Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder einer eingetragenen Genossenschaft (eG) geführt werden und den Schwellenwert von 2.000 ständigen Mitarbeitern überschreiten. Wie das Montan-Mitbestimmungsgesetz auch, sieht das MitbestG paritätische Mitbestimmung in den Kontrollorganen vor. Allerdings wird in diesem Fall nicht von „wirklich“ paritätischer Mitbestimmung gesprochen, da der Aufsichtsratsvorsitzende immer eine zweite Stimme hat. Dies führt zu einer Art Machtkonzentration aufseiten der Eigentümer(-vertreter), da sie die Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden maßgeblich beeinflussen können. Folglich werden Arbeitnehmern über das MitbestG in den Kontrollgremien paritätische Vertretungs- und „quasi“ paritätische Mitbestimmungsrechte zugesprochen.

Die jüngste nationale gesetzliche Grundlage in Bezug auf die unternehmerische Beteiligung von Arbeitnehmern in Deutschland ist das Drittelbeteiligungsgesetz (DrittelbG) aus dem Jahr 2004. Es entstand aus einer überarbeiteten Version des 1952 verabschiedeten Betriebsverfassungsgesetzes (BetrVG) und bezieht sich einerseits auf die gleichen Rechtsformen, die auch durch das MitbestG abgedeckt werden. Andererseits bestehen zwei große Unterschiede zwischen diesen beiden gesetzlichen Grundlagen.

Erstens betrifft das DrittelbG Unternehmen, die zwischen 500 und 2.000 Arbeitnehmer beschäftigen. Zweitens schreibt es eine weitaus schwächere Form der Mitbestimmung vor, indem lediglich ein Drittel der Aufsichtsratsmitglieder aus den Reihen der Arbeitnehmer zu bestimmen sind. In Bezug auf die Größe des Aufsichtsrats enthält das DrittelbG keine spezifischen Bestimmungen, sondern verweist in diesem Punkt auf das AktG. Dem gegenüber greift es jedoch in die Zusammensetzung von Kontrollgremien ein, sodass die ersten beiden Sitze der Arbeitnehmer nur mit unternehmensinternen Mitgliedern besetzt werden können. Dies bedeutet, dass die Partizipation von externen Gewerkschaftsmitgliedern in allen Aufsichtsräten ausgeschlossen ist, die insgesamt lediglich aus drei oder sechs Mitgliedern bestehen. Folglich ist der potenzielle Einfluss von Gewerkschaften unter dem DrittelbG im Vergleich zum Montan-Mitbestimmungsgesetz oder zum MitbestG geringer (FitzRoy und Kraft 2005; Addison und Schnabel 2011).

2.2.2 Leitungssystem und Kontrollorgan der AG

Für Unternehmen, die deutschem Recht unterliegen und unter einer AG firmieren, sind die Leitung der Gesellschaft und die Überwachung der Geschäftsführung per Gesetz geregelt und auf zwei unterschiedliche (unabhängige) Organe aufgeteilt. In einem entsprechenden dualistischen Leitungssystem entfällt die Leitung des Unternehmens auf den Vorstand (Management), der vom Aufsichtsrat überwacht wird. Die Errichtung eines Aufsichtsrats ist für deutsche AGs dabei nicht fakultativ, sondern ein zwingend vorgeschriebener Bestandteil des Leitungssystems. Seine Rechte, Pflichten, Zusammensetzung und auch Größe sind grundlegend durch die §§ 95–116 AktG festgeschrieben.

Hinsichtlich der Größe muss der Aufsichtsrat deutscher AGs laut § 95 AktG aus mindestens drei Mitgliedern bestehen. Die Satzung der Gesellschaft kann in Abhängigkeit vom Grundkapital eine höhere Anzahl festlegen, die jedoch stets durch drei teilbar sein muss. Diese allgemeine Regelung nach § 95 AktG wird durch die spezielleren Vorschriften des MitbestG verdrängt. Das Mitbestimmungsgesetz bestimmt die Größe des Aufsichtsrates in Relation zur Anzahl der Beschäftigten in den davon betroffenen Unternehmen. Demzufolge besteht der Aufsichtsrat in Unternehmen mit in der Regel nicht mehr als 10.000 ständigen Arbeitnehmern aus zwölf Mitgliedern (§ 7 Abs. 1 Nr. 1 MitbestG). Unternehmen, die in der Regel über 10.000 Arbeitnehmer beschäftigen, haben einen Aufsichtsrat mit 16 Mitgliedern einzurichten (§ 7 Abs. 1 Nr. 2 MitbestG). Ab einer

Anzahl von 20.000 ständigen Arbeitnehmern muss sich der Aufsichtsrat deutscher AGs aus mindestens 20 Mitgliedern zusammensetzen (§ 7 Abs. 1 Nr. 3 MitbestG). Auch für die Anteilseigner von Unternehmen, die unter das MitbestG fallen, besteht die Möglichkeit, über eine Satzungsänderung von der in Abhängigkeit von der Arbeitnehmeranzahl vorgeschriebenen Aufsichtsratsgröße abzuweichen (§ 7 Abs. 1 Satz 2 MitbestG). Jedoch ist auch hier nur ein Überschreiten, jedoch kein Unterschreiten gemäß den in Nr. 1–3 des § 7 Abs. 1 MitbestG geregelten Mindestgrößen zulässig. Das Gesellschaftsrecht für deutsche Kapitalgesellschaften macht folglich sehr klare Vorgaben zur Mindestgröße von Kontrollgremien.

2.2.3 Unternehmerische Mitbestimmung in der SE

Die Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung von Arbeitnehmern in einer SE finden sich überwiegend in der SE-RL. Dabei stehen aus deutscher Perspektive an erster Stelle die Erwägungsgründe Nr. 7 und Nr. 8 der Arbeitnehmerrichtlinie hervor. Sie weisen darauf hin, dass in einer SE der Umfang an Mitbestimmungsrechten auf Unternehmensebene „vorrangig“ durch eine Verhandlungslösung zwischen Unternehmensleitung/-eigentümern und Arbeitnehmerschaft bestimmt werden soll. Art. 4 Abs. 2 SE-RL verdeutlicht überdies die Dominanz freier Verhandlungen gegenüber einem gesetzlich reglementierten Umfang an Beteiligungsrechten. Dieser Grundsatz der Parteiautonomie und des Vorrangs einer Vereinbarungslösung spiegelt sich auch im deutschen SEBG in § 12 Abs. 1 wider. Die Ausgestaltung der Arbeitnehmerbeteiligung ist zudem direkt an den Gründungsprozess einer SE gekoppelt und so von substantieller Bedeutung. So kann eine Eintragung in ein Handelsregister laut Art. 12 Abs. 2 SE-VO erst mit dem Abschluss der Mitbestimmungsverhandlungen zwischen Unternehmensleitung/-eigentümern und Arbeitnehmer erfolgen. Daraus ergibt sich, dass das Regelungssystem zur Unternehmensmitbestimmung in der SE eingangsbezogen gestaltet ist. Das heißt, es bezieht sich auf den Zeitpunkt der Errichtung der Gesellschaft. Der Umfang an Mitbestimmungsrechten, auf welchen sich Arbeitgeber und Arbeitnehmer einigen können, ist infolgedessen für das gesamte Bestehen der jeweiligen Gesellschaft „eingefroren“ und muss nicht mehr angepasst werden (Wollburg und Banerjea 2005). Die SE-RL sieht grundsätzlich drei mögliche Varianten vor, wie die Mitbestimmungsverhandlungen zu einem Ende kommen können:

Beschlussfassung – Art. 3 Abs. 4 SE-RL beschreibt den Fall einer Einigung zwischen den Arbeitnehmern und den leitenden Organen der an der Gründung beteiligten

Gesellschaften. Die Parteien unterliegen in ihrer Beschlussfassung prinzipiell keinen Beschränkungen im Vergleich zu den weitreichendsten Mitbestimmungsrechten, die in einer der ursprünglichen Gesellschaften Bestand hatten. Es kann eine Ausdehnung, Beibehaltung, Reduktion der alten Rechte oder sogar ein Verzicht auf jegliche Art von unternehmerischer Mitbestimmung vereinbart werden. Beim Beschluss zur Reduktion oder zum völligen Verzicht müssen jedoch bestimmte Mehrheiten bei der Beschlussfassung erreicht werden.

Uneinigkeit – Ist es den beiden Verhandlungsparteien nicht möglich, innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums zu einer Einigung zu kommen, oder werden die Verhandlungen einvernehmlich für gescheitert erklärt, greift gemäß Art. 7 SE-RL eine Auffangregelung. Sie entspricht dem Vorher-Nachher-Prinzip und dient dem Schutz bereits erworbener Rechte. Dann kommen in der neuen Gesellschaft jene nationalen Mitbestimmungsregelungen der Gründungsgesellschaften zur Anwendung, die den Arbeitnehmern die umfassendsten Rechte gewähren.

Nicht-Aufnahme oder Abbruch – Art. 4 Abs. 6 SE-RL behandelt den Fall der sogenannten „Nulllösung“. Die Arbeitnehmervertreter können mit einer qualifizierten Mehrheit beschließen, die Verhandlungen nicht aufzunehmen oder bereits aufgenommene abzurechnen. Die Gespräche können frühestens nach zwei Jahren auf Antrag der Arbeitnehmer fortgesetzt werden. Wird hier auch keine Einigung erzielt, kommen die Vorschriften für Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer zur Anwendung, die in den jeweiligen Mitgliedsstaaten gelten. Hinsichtlich der unternehmerischen Mitbestimmung sind in diesem Fall keine Regelungen vorgesehen, die Auffangregelung greift nicht und die Gesellschaft bleibt in ihren Leitungs- und Kontrollgremien für die Zukunft mitbestimmungsfrei.

2.2.4 Leitungssystem und Kontrollorgan der SE

Wie die Arbeitnehmermitbestimmung in der SE-RL ist die Organisationsstruktur, die in den gesetzlichen Grundlagen oftmals auch als Binnenorganisation bezeichnet wird, einer der am intensivsten behandelten Bereiche in der SE-VO. Für das Leitungssystem gewährt die Verordnung den Unternehmen unter der Rechtsform SE im Wesentlichen jedoch Wahlfreiheit. Art. 38 SE-VO behandelt zwei unterschiedliche Leitungsmodelle, die für die SE zur Verfügung stehen. Einerseits kann bei der Gründung beschlossen werden, dass Kontrolle und Leitung des Unternehmens in einem einheitlichen Verwaltungsorgan (Verwaltungsrat) vereint werden. Dementsprechend wird ein monistisches

Leitungssystem nach dem angelsächsischen Modell (Corporate Board) implementiert. Andererseits steht das aus Deutschland oder Frankreich bekannte dualistische Modell zur Auswahl, mit einer Trennung zwischen den Organen zur Leitung (Vorstand) und Kontrolle (Aufsichtsrat) der Gesellschaft. Für französische Kapitalgesellschaften ist diese Wahlmöglichkeit nicht neu, wohingegen dies für deutsche Unternehmen einer Revolution gleichen mag (Hommelhoff 2001). Indem Erwägungsgrund Nr. 14 SE-VO regelt, dass die Wahl zwischen den beiden Systemen in jedem Mitgliedsland zur Verfügung stehen muss, kommt in diesem Punkt die Normenhierarchie des SE-Gesellschaftsrechts zum Vorschein. Dies zeigt sich insbesondere durch Art. 9 Abs. 1 lit. b) und lit. c) (i) SE-VO, der der Freiheit in Bezug auf die Systemwahl den Vorzug vor nationalen Bestimmungen gibt (Schwarz 2001; Bungert und Beier 2002). Unabhängig vom Leitungssystem schreibt Art. 38 lit. a) SE-VO vor, dass jede SE als sogenanntes drittes Organ eine Hauptversammlung der Aktionäre einzurichten hat.

Was die Größe des Verwaltungsrats anbelangt, regelt Art. 43 Abs. 2 SE-VO für alle SEs mit einem monistischen Leitungssystem, dass die Zahl der Mitglieder des Organs oder die Regeln für seine Festlegung durch die Satzung der Gesellschaft bestimmt werden können. Zusätzlich wird auf die nationalen gesetzlichen Vorgaben zur Umsetzung der SE-VO des jeweiligen Gründungslandes verwiesen. Es steht den Mitgliedsstaaten frei, eine Mindestanzahl vorzuschreiben und wenn erforderlich auch eine Höchstzahl der Mitglieder des Verwaltungsorgans. Art. 43 Abs. 2 Unterabs. 2 SE-VO legt fest, dass das Verwaltungsorgan aus mindestens drei Mitgliedern bestehen muss, wenn die Beteiligung der Arbeitnehmer in der SE gemäß der Richtlinie geregelt ist. Ferner enthält die SE-VO nicht nur Vorgaben zur Größe des Verwaltungsorgans, sondern auch zur Art und Weise der Bestellung von Mitgliedern. Gemäß Art. 43 Abs. 3 SE-VO obliegt es ausdrücklich der Hauptversammlung, das Mitglied/die Mitglieder des Verwaltungsorgans vorzuschlagen und über dessen/deren Verpflichtung abzustimmen. Bei neu gegründeten Gesellschaften können die ersten Mitglieder aber auch durch die Satzung bestimmt und berufen werden.

Die Regelungen zur Größe des Kontrollorgans für alle SEs mit einem zweistufigen Leitungssystem finden sich in Art. 40 Abs. 3 SE-VO. Wie auch im monistischen Fall kann die Größe des Organs in erster Linie über die Satzung bestimmt werden, wobei die Mitgliedsstaaten für die in ihrem Hoheitsgebiet gegründeten SEs ebenfalls Mindest- und Höchstzahlen fordern können. Auch die Bestimmungen zur Bestellung der Mitglieder decken sich mit dem monistischen Fall. Für beide Arten von

Leitungssystemen gilt überdies, dass Art. 7 Abs. 4 SE-VO oder alle Vereinbarungen, die gemäß der SE-RL beschlossen wurden, durch die Vorgaben zur Anzahl und Berufung von Mitgliedern der Kontrollorgane unberührt bleiben. Der zweite Teil dieses Zusatzes richtet sich an alle Unternehmen, die in EWR-Ländern mit nationalen Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung gegründet werden. Auf diesem Weg soll sichergestellt werden, dass eine Verkleinerung des Kontrollorgans nicht primär dazu genutzt wird, den Einfluss der Arbeitnehmer auf Unternehmensentscheidungen zu schmälern. Der prozentuale Anteil von Arbeitnehmervertretern in den Gremien muss auch dann erhalten bleiben, wenn die Anzahl der Mitglieder im Zuge einer SE-Gründung reduziert wird.

Für die Fragestellung in Kapitel ist es von zentralem Interesse, welche Akteure bzw. Parteien letztlich Einfluss auf die Größe und auch die Auswahl von Mitgliedern der Kontrollorgane in einer SE nehmen können. Wie oben beschrieben wird nach europäischem Recht bei neu zu gründenden Gesellschaften beides über deren Satzung festgelegt. Bei allen SE-Gründungsformen ist diese wiederum wesentlicher Bestandteil der Pläne, die der Gesellschaft als Basis zur Errichtung dienen. Die Ausarbeitung der Gründungspläne ist dabei jeweils die Aufgabe der Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane der an der Gründung beteiligten Gesellschaften (Art. 20 Abs. 1a; Art. 32 Abs. 2; Art. 37 Abs. 4 SE-VO). Unmittelbar nachdem die Gründungspläne erstellt sind, müssen diese rechtzeitig vor den Hauptversammlungen aller involvierten Gesellschaften, die sowohl über die Gründung selbst als auch über die Satzung abstimmen, offengelegt werden (Art. 23 Abs. 1; Art. 32 Abs. 3; Art. 37 Abs. 7 SE-VO). Der europäische Gesetzgeber sieht bei der Gründung von SEs also vor, dass das Management bzw. die Verwaltungsorgane der originären Unternehmen zunächst einen Vorschlag in Bezug auf die Größe und die personelle Besetzung der Kontrollorgane ausarbeiten. Auf der zweiten Stufe dieses Entscheidungsprozesses haben allerdings die Eigentümer der Unternehmen über die Ausübung ihrer Stimmrechte bei der Hauptversammlung die Möglichkeit, zu widersprechen. Sie können die Größe des Kontrollorgans gemäß ihren eigenen Präferenzen festlegen.

Bei SE-Gründungen, die auf deutschem Hoheitsgebiet vollzogen werden, schränkt der nationale Gesetzgeber die Autonomie bei der Festlegung der Organgröße durch zusätzliche Vorgaben ein. Er nutzt die Freiheit nach Art. 43 Abs. 1 SE-VO, um über die eigene gesetzliche Grundlage zur Umsetzung der Richtlinie in die Ausgestaltung der Kontrollorgane einzugreifen. Deshalb wurde für alle SEs mit einem dualen

Leitungssystem § 17 SEAG geschaffen, der in Abs. 1 vorschreibt, dass die Aufsichtsorgane aus mindestens drei Mitgliedern zu bestehen haben. Zusätzlich kann über die Satzung eine bestimmte höhere Zahl festgelegt werden, die jedoch stets durch drei teilbar sein muss. Die vorgegebenen Unter- und Obergrenzen für die Anzahl der Mitglieder decken sich mit jenen für deutsche AGs nach § 95 AktG. Für den Verwaltungsrat in monistischen SEs finden sich in § 23 SEAG die gleichen Vorschriften. Darüber hinaus macht § 23 SEAG Unternehmen mit einem Grundkapital von weniger als 3 Millionen Euro das Zugeständnis, einen Verwaltungsrat mit weniger als drei Mitgliedern einzurichten. Vorrangig gilt allerdings sowohl für monistische als auch für dualistische SEs, dass die Vereinbarungen über die Beteiligung der Arbeitnehmer nach dem SE-Beteiligungsgesetz von den Bestimmungen zur Größe der Organe des § 17 Abs. 1 und § 23 Abs. 1 SEAG unberührt bleiben (§ 17 Abs. 2; § 23 Abs. 2 SEAG). Dies bedeutet, die Regelungen über das Aufsichtsorgan, wie die maximale Größe, die Teilbarkeit durch drei und die Mindestgröße nach § 17 Abs. 1 SEAG, kommen nur dann zur Anwendung, wenn die Verhandlungen zur Beteiligung der Arbeitnehmer zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer ergebnislos enden. Bei einer Einigung soll hingegen auch die Zahl der Mitglieder des Aufsichts- oder Verwaltungsorgans der SE festgelegt werden, welche die Arbeitnehmer wählen, bestellen oder deren Bestellung sie empfehlen oder ablehnen können. Gemäß § 21 Abs. 3 Satz 1 SEBG kann in diesem Fall die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder von § 17 Abs. 1 SEAG abweichen (Goette und Habersack 2012, S. 653–676).

2.3 SE-Gründungsrichtlinien

Der folgende Abschnitt beschreibt exemplarisch den Gründungsprozess einer SE – von der Entscheidung, ein Unternehmen mit dieser Rechtsform zu gründen, bis hin zu dessen Handelsregistereintrag. Weiterhin stellt er die Charakteristika fünf möglicher Varianten dar, sogenannter Gründungsformen, die genutzt werden können, um eine SE zu gründen. Dadurch soll vor allem verdeutlicht werden, welche Institutionen die Arbeitgeber- bzw. Arbeitnehmerseite im SE-Gründungsprozess vertreten und welchen Rechtspersönlichkeiten mit welchen Einschränkungen die Gründung einer SE grundsätzlich möglich ist.

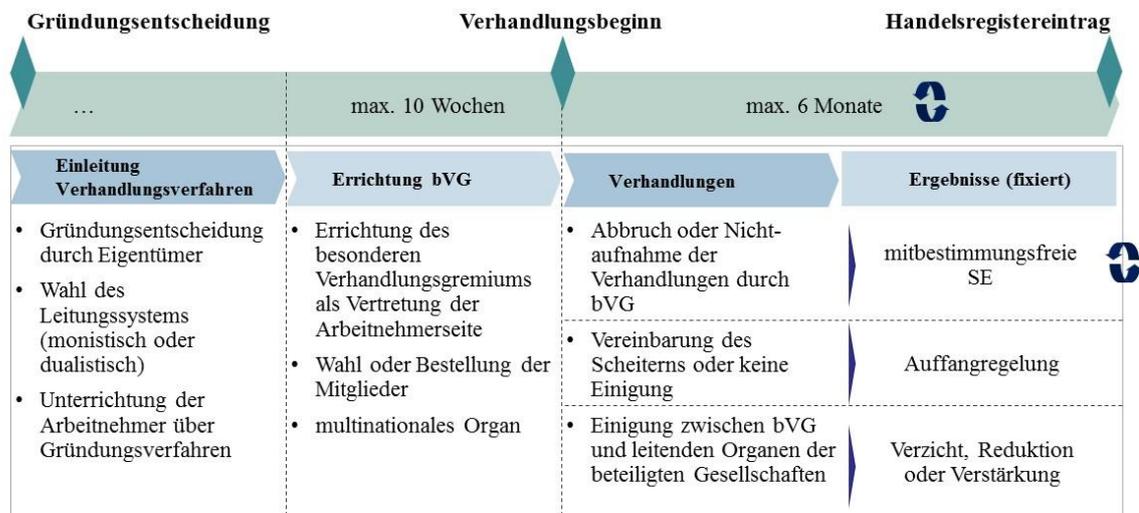
2.3.1 SE-Gründungsprozess

Abbildung 1 veranschaulicht entlang einer Zeitachse einerseits die einzelnen Meilensteine des Gründungsprozesses einer SE. Andererseits umreißt sie die jeweiligen

Voraussetzungen, die für deren Erreichung zu erfüllen sind. Der gesamte Prozess lässt sich dabei im Allgemeinen in drei verschiedene Phasen unterteilen. Zu Beginn der ersten Phase, die in Abbildung 1 als „Einleitung Verhandlungsverfahren“ gekennzeichnet ist, steht dabei die grundlegende Entscheidung zur Gründung einer Gesellschaft mit der Rechtsform SE. Dabei ist die Partizipation an dieser Entscheidung lediglich den Eigentümern bzw. den Leitungsorganen der unmittelbar an der Gründung beteiligten Unternehmen vorbehalten. Weder die davon betroffenen Arbeitnehmer selbst noch ihre offiziellen Vertreter haben ein Mitsprache- oder gar Vetorecht. Sind unter den Gründungsgesellschaften auch deutsche Unternehmen vertreten, würde die Gründungsentscheidung dem Vorstand einer AG oder dem Geschäftsführer einer GmbH zufallen. Mit der Gründungsentscheidung haben sich die Leitungen der beteiligten Gesellschaften durch die Erstellung eines Gründungsplans auch darauf zu einigen, ob die zu errichtende Gesellschaft ein monistisches oder ein dualistisches Leitungssystem erhalten soll (Art. 20 Abs. 1; Art. 32 Abs. 2; Art. 37 Abs. 4 SE-VO). Ist der Entschluss zur Gründung gefasst und ein Gründungsplan ausgearbeitet, muss dieser so schnell wie möglich offengelegt und müssen die Arbeitnehmer der beteiligten Gesellschaften über die Gründungsabsichten einer SE unterrichtet werden (Art. 3 Abs. 1 SE-RL).

Die zweite Phase des SE-Gründungsprozesses („Errichtung bVG“) sieht vor, dass die Arbeitnehmer der beteiligten Gesellschaften nach schriftlicher Aufforderung der Leitungsorgane das sogenannte besondere Verhandlungsgremium (bVG) errichten. Dessen Zusammensetzung und Aufgabenspezifikation ist in Art. 3 Abs. 2 SE-RL geregelt. Das bVG ist das temporäre Vertretungsorgan der Arbeitnehmer der beteiligten Gesellschaften zum Zweck der Verhandlungen mit den Leitungsorganen über die Mitbestimmung in der SE. Die Wahl oder Bestellung der Mitglieder des bVGs muss der in Art. 3 Abs. 2 lit. a)/b) SE-RL beschriebenen Vorgehensweise folgen. Hierbei wird deutlich, dass das bVG ein multinationales Organ ist und Arbeitnehmer aller Mitgliedsstaaten repräsentieren soll. So wird bei der Errichtung des bVGs der prozentuale Anteil der Arbeitnehmer je Mitgliedsstaat an der gesamten Belegschaft der SE festgestellt. Auf dieser Grundlage errechnet sich die Anzahl an Sitzen, auf welche die Arbeitnehmer der einzelnen Mitgliedsstaaten Anspruch haben. Pro angefangene 10 % an der SE-Gesamtbelegschaft muss ein weiterer Sitz für Arbeitnehmervertreter des jeweiligen Landes im Verhandlungsgremium freigegeben werden.

Abbildung 1: SE-Gründungsprozess



Quelle: Eigene Darstellung

Nachdem das bVG von den beteiligten Arbeitnehmern bestellt oder gewählt wurde, beginnen mit der Einladung zur konstituierenden Sitzung durch die Leitungsorgane der Gründungsgesellschaften die Verhandlungen zur Beteiligung der Arbeitnehmer in der SE (Phase 3: „Verhandlungen“). Im Sinne des Art. 3 Abs. 3 SE-RL sollen die Verhandlungen mit dem Ziel einer schriftlichen Vereinbarung über die Mitbestimmungsrechte aufgenommen werden. Die Dauer des Verhandlungsprozesses ist zunächst auf maximal sechs Monate angelegt (Art. 5 Abs. 1 SE-RL). Durch einen einvernehmlichen Beschluss können die beteiligten Parteien jedoch festlegen, diesen auf bis zu insgesamt ein Jahr auszudehnen (Art. 5 Abs. 2 SE-RL). Wie in Abschnitt 2.2.1 bereits angesprochen, können die Verhandlungen mit drei unterschiedlichen Ergebnissen zu Ende gehen.

Das bVG kann beschließen, von Beginn an keine Verhandlungen aufzunehmen oder bereits aufgenommene abzubrechen (Negativ-Beschluss). Für diese Entscheidung ist eine Mehrheit von zwei Dritteln der Stimmen der Mitglieder, die mindestens zwei Drittel der Arbeitnehmer vertreten, erforderlich (Art. 3 Abs. 6 Unterabs. 2 SE-RL). Die Konsequenz dieser Entscheidung des bVG ist, dass die SE auf Unternehmensebene zunächst mitbestimmungsfrei bleibt. Lediglich die nationalen Vorschriften für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer im Gründungsland kommen zur Anwendung (Art. 3 Abs. 6 Unterabs. 1 SE-RL). Nach Ablauf einer Frist von zwei Jahren haben die Arbeitnehmer die Möglichkeit, diesen Beschluss zu revidieren. Sie haben das Recht, die Verhandlungen mit der Unternehmensleitung durch einen schriftlichen Antrag von mindestens 10 % der Belegschaft der SE erneut aufzunehmen. Endet auch diese

Verhandlungsrunde ohne Einigung, haben die Arbeitnehmer über den gesamten Fortbestand der Gesellschaft kein Anrecht auf unternehmerische Mitbestimmung (Art. 3 Abs. 6 Unterabs. 1 SE-RL).

Art. 7 Abs. 1 lit. b) SE-RL enthält Vorgaben für die Möglichkeit, dass sich die Verhandlungsparteien im vorgegebenen Zeitraum nicht einigen können oder die Verhandlungen gemeinsam für gescheitert erklären. In diesem Fall greift die sogenannte „Auffangregelung“ für die Mitbestimmung, die in Teil 3 des Anhangs der SE-RL näher spezifiziert wird. Ihr zufolge haben die Arbeitnehmer der SE das Recht, einen Teil der Mitglieder des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans der SE zu wählen. Dabei richtet sich die Anzahl der Arbeitnehmervertreter nach dem höchsten maßgeblichen Anteil, der vor der SE-Gründung in einer der beteiligten Gesellschaften Bestand hatte. Eine Folge dieser Regelung ist jedoch auch, dass die Eigentümer der SE nicht verpflichtet sind, ihren Arbeitnehmern Mitbestimmungsrechte auf Unternehmensebene zu gewähren, wenn die Arbeitnehmer bereits in den Gründungsgesellschaften keine entsprechenden Rechte hatten. Dies erklärt, warum diese Regelung auch unter dem Begriff „Vorher-Nachher-Prinzip“ bekannt ist.

Kommen das bVG und die Leitungsorgane fristgerecht zu einer Einigung, steht es ihnen prinzipiell frei, welchen Umfang an Mitbestimmungsrechten sie für die Arbeitnehmer der SE in ihrer schriftlichen Vereinbarung festhalten. Grundsätzlich gilt, dass das bVG solchen Beschlüssen mit einer absoluten Mehrheit seiner Mitglieder, die gleichzeitig auch die absolute Mehrheit aller Arbeitnehmer vertritt, zustimmen muss (Art. 3 Abs. 4 Unterabs. 1 SE-RL). Eine Ausnahme von dieser Regel kommt zum Tragen, wenn die Verhandlungen eine Minderung der Mitbestimmungsrechte zur Folge hätten. Das bedeutet, es würde ein geringerer Anteil an Arbeitnehmervertretern in den SE-Organen resultieren als der höchste in einer der Gründungsgesellschaften (Art. 3 Abs. 4 Unterabs. 2 SE-RL). Ein Abbau von Rechten muss durch das bVG mit der gleichen Zweidrittelmehrheit beschlossen werden wie der Abbruch oder die Nichtaufnahme der Verhandlungen. Auch bei diesem Ausgang der Verhandlungen ist der Umfang der Mitbestimmungsrechte dauerhaft fixiert.

2.3.2 SE-Gründungsformen

Zur Gründung einer SE stellt der Gesetzgeber den Unternehmen fünf unterschiedliche Gründungsformen zur Verfügung (siehe Abbildung 2). Deren Besonderheiten sind hauptsächlich über die Art. 17–37 der SE-VO geregelt. Sie unterscheiden sich in zwei

wesentlichen Eigenschaften. Zum einen stehen sie nicht allen Rechtspersönlichkeiten gleichermaßen zur Verfügung. Zum anderen, was für diese Arbeit von größerer Bedeutung ist, sehen sie hinsichtlich der Beschlussfassung zur Arbeitnehmermitbestimmung teilweise Einschränkungen vor. Dabei gilt es, auf oberster Ebene originäre und sekundäre Gründungsformen zu unterscheiden. Zu den Ersteren zählt die Gründung durch Verschmelzung oder Umwandlung und die Gründung einer Tochter- oder Holding-SE. Bei diesen Formen wird jeweils ein grenzüberschreitendes Element gefordert. Das bedeutet, dass an der Gründung mindestens zwei Gesellschaften bzw. juristische Personen aus unterschiedlichen (EWR-)Ländern beteiligt sein müssen. Die sekundäre Gründungsform – die Gründung einer SE durch eine bereits existierende – verlangt dagegen nichts Entsprechendes. Relativiert wird die Ausnahme dadurch, dass die Mutter-SE bei ihrer Gründung bereits ein grenzüberschreitendes Element erfüllt haben muss. Die Besonderheiten der einzelnen Gründungsformen sind im Folgenden kurz skizziert.

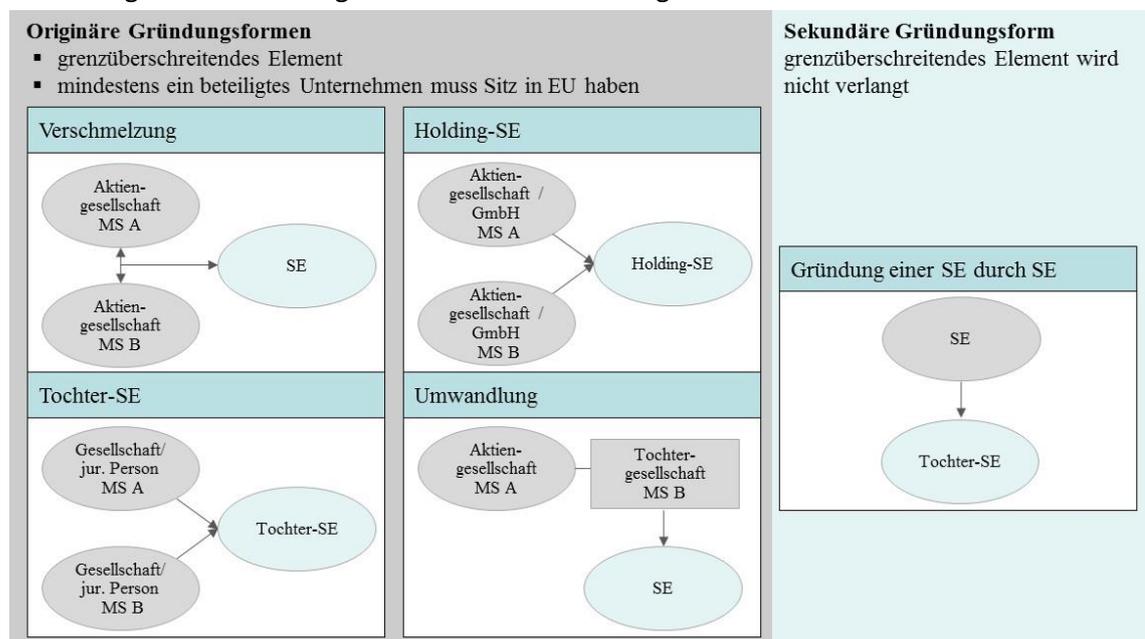
Um eine Tochter-SE zu gründen, können die beteiligten Parteien auf zwei unterschiedliche Varianten zurückgreifen. Die erste kann genutzt werden, wenn an der Gründung mindestens zwei Gesellschaften gemäß der Definition nach Art. 54 Abs. 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)⁶ und/oder zwei juristische Personen des öffentlichen oder privaten Rechts beteiligt sind. Zusätzlich wird gefordert, dass ebenfalls mindestens zwei der Parteien ihren Sitz in unterschiedlichen Ländern des EWR haben müssen. Variante zwei stellt lediglich eine Erweiterung dar. Sie ermöglicht es, eine SE zu gründen, wenn die beteiligten Rechtspersönlichkeiten seit mindestens zwei Jahren im Besitz einer Tochtergesellschaft/Zweigniederlassung sind und sich diese in unterschiedlichen Ländern des EWR befinden. Hinsichtlich der ausgehandelten Arbeitnehmermitbestimmung sieht der Gesetzgeber keine Einschränkung vor. Die rechtlichen Vorgaben zur Gründung einer Holding-SE unterscheiden sich zu denen der Tochter-SE nur unwesentlich. Einzige Ausnahme: Lediglich AGs und/oder GmbHs können über diese Gründungsform eine SE errichten.

Die Gründung einer SE durch Umwandlung ist dagegen nur für Aktiengesellschaften vorgesehen. Eine Voraussetzung, die auch hier erfüllt sein muss, ist eine Tochtergesellschaft, die dem Unternehmen seit mindestens zwei Jahren angehört und sich in einem anderen Land der Europäischen Gemeinschaft befindet. Im Vergleich zu

⁶ Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union; ABI. C 326 vom 26.10.2012, S. 47

den vorherigen Gründungsformen beinhaltet eine Umwandlung bei der Bestimmung der Arbeitnehmermitbestimmung weitreichende Restriktionen. So gilt laut Art. 4 Abs. 4 SE-RL, dass bei einer Gründung durch Umwandlung das Ausmaß aller Komponenten, die sich auf die Mitbestimmung von Arbeitnehmern beziehen, nach dem Wechsel der Rechtsform nicht geringer sein darf als in der alten Gesellschaft. Die Abschlussfreiheit der Parteien ist bezüglich des Umfangs von Mitbestimmungsrechten eingeschränkt, und der Erwägungsgrund Nr. 8 der SE-RL – Vorrang der Mitbestimmung kraft Vereinbarung – kommt nicht zur Anwendung (Heinze 2002).

Abbildung 2: SE-Gründungsformen und Anforderungen



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Breit (2010), S. 57–64

Bei der vierten originären Gründungsform – der Verschmelzung – müssen mindestens zwei Aktiengesellschaften beteiligt sein, die dem Gesellschaftsrecht unterschiedlicher Mitgliedsstaaten unterliegen. Entweder nimmt eine Gesellschaft die andere auf. Dabei verliert die integrierte Gesellschaft ihre Rechtspersönlichkeit und die aufnehmende Gesellschaft nimmt die Rechtsform SE an. Oder aber die beiden Gesellschaften fusionieren und gründen zusammen eine neue Gesellschaft mit der Rechtsform SE. Bei den Vereinbarungen zur Arbeitnehmermitbestimmung unterliegen die Verhandlungsparteien keinen zusätzlichen Restriktionen.

Die sekundäre Gründungsform beschränkt sich auf die Gründung einer SE durch eine SE. Das bedeutet, dass eine bereits existierende SE ohne die Beteiligung von anderen Gesellschaften oder Rechtspersönlichkeiten in der Lage ist, eine hundertprozentige Tochter zu gründen, die ebenfalls die Rechtsform SE tragen kann. Da der Gesetzgeber

diese Form nur als Sonderfall der originären Gründungsformen betrachtet, werden hier zur Gründung, genauso wie zur Beteiligung der Arbeitnehmer, keine näheren Angaben gemacht.

2.4 Unterschiede in der Governance von AG und SE

Die vorangegangenen Ausführungen zu den gesetzlichen Grundlagen der SE konnten zeigen, dass Unternehmen unter dieser Rechtsform bei der Gestaltung ihrer Corporate Governance in bestimmten Bereichen sehr flexibel sind. Das Gesellschaftsrecht der SE ist im Vergleich zu einigen Regulierungen für nationale Kapitalgesellschaften des EWR weitaus liberaler und setzt verstärkt auf maßgeschneiderte Lösungen anstelle von allgemeingültigen Vorschriften. Aufgrund dessen kann die Einführung der Rechtsform SE in manchen EWR-Ländern aus rechtlicher Sicht auch als eine Art Deregulierung verstanden werden. Aus einem betriebswirtschaftlichen Blickwinkel führt sie zu einem Umbruch von Organisationsstrukturen und bringt dadurch weitreichende ökonomische Effekte mit sich. Diese Arbeit konzentriert sich auf die beiden Governance-Bereiche der unternehmerischen Mitbestimmung und der Ausgestaltung von Kontrollorganen, wobei die Wahlfreiheit in Bezug auf das Leitungssystem eine untergeordnete Rolle spielt. Um die Flexibilität der SE-Gesetzgebung zu verdeutlichen und in einen wirtschaftswissenschaftlichen Kontext einzubetten, setzt Abbildung 3 die Merkmale der relevanten Governance-Bereiche der SE in Relation zur AG, deren Corporate-Governance-Struktur im EWR-weiten Vergleich wohl eine der rigidesten sein dürfte.

Der offensichtlichste Unterschied zwischen AG und SE, die unternehmerische Mitbestimmung betreffend, ist, dass für Unternehmen, die unter der Rechtsform SE firmieren, freie Verhandlungen zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer über den Umfang an Mitbestimmungsrechten vorgesehen sind. Unter der nationalen Rechtsform AG hingegen müssen Unternehmen ihren Mitarbeitern in Abhängigkeit von ihrer Größe bzw. Arbeitnehmeranzahl einen bestimmten Anteil der Sitze in ihren Aufsichtsräten reservieren (mehr als 500 Arbeitnehmer: Drittelbeteiligung; mehr als 2.000 Arbeitnehmer: paritätische Mitbestimmung). Dabei ist die ökonomische Wirkung von gesetzlicher Arbeitnehmermitbestimmung auf die Eigentümer von Unternehmen keineswegs unumstritten und kann für diese mit erheblichen Kosten verbunden sein. Die Verhandlungslösung der SE öffnet Unternehmenseigentümern in Ländern mit starker Mitbestimmungsregulierung folglich eine Tür, um möglichen negativen Effekten der

Arbeitnehmerbeteiligung zu entkommen. Ob sie die Chance hat, Mitbestimmungsrechte an unternehmensspezifische Charakteristika anzupassen, untersucht Kapitel 3.

Abbildung 3: Corporate Governance AG vs. SE

	Unternehmerische Mitbestimmung	Leitungssystem	Größe von Aufsichts-/Verwaltungsorganen
AG	<u>In Abhängigkeit von Größe:</u> <ul style="list-style-type: none"> • Drittelbeteiligung > 500 AN • Paritätische Mitbestimmung > 2.000 AN 	<u>Keine Wahlfreiheit:</u> <i>dualistisch</i> Vorstand: Leitung Aufsichtsrat: Kontrolle	<u>In Abhängigkeit von Größe:</u> <ul style="list-style-type: none"> • < 10.000 AN 12 Mitglieder • Ab 10.000 AN 16 Mitglieder • Ab 20.000 AN 20 Mitglieder
SE	<u>Freie Verhandlungen:</u> <ul style="list-style-type: none"> • „Rückfallposition“ für Arbeitnehmer • Umfang verhandelter Rechte wird eingefroren 	<u>Wahlfreiheit:</u> <ul style="list-style-type: none"> • <i>dualistisch</i> Vorstand: Leitung Aufsichtsrat: Kontrolle • <i>monistisch:</i> Leitung und Kontrolle durch Verwaltungsrat 	<u>Wahlfreiheit:</u> <ul style="list-style-type: none"> • wird im Gründungsplan festgelegt • Bestätigung durch Hauptversammlung

Quelle: Eigene Darstellung

Aufgrund der dauerhaften Fixierung der ausgehandelten Mitbestimmungsrechte in der SE bietet sich für Unternehmen unter dieser Rechtsform die Option, den Umfang an Arbeitnehmerrechten in ihren Kontrollgremien gezielt zu steuern. Dabei ist vor allem an nationale Kapitalgesellschaften in EWR-Mitgliedsstaaten wie z.B. Deutschland oder den Niederlanden zu denken, die ihren Arbeitnehmern in Abhängigkeit von bestimmten Merkmalen und/oder Schwellenwerten Mitbestimmungsrechte gewähren müssen. In diesen Ländern bietet sich dadurch insbesondere für kleinere und mittelständische Unternehmen mit Wachstumsabsichten die Chance, durch eine weitsichtige SE-Gründung die Stärke der Mitbestimmung auf Unternehmensebene selbstständig festlegen zu können. Entscheiden sich die Eigentümer einer deutschen AG noch vor dem Erreichen der ersten mitbestimmungsrelevanten Schwelle von 500 Arbeitnehmern, die Rechtsform SE anzunehmen, kann diese mitbestimmungsfrei bleiben. Selbst bei Anwendung der Auffangregelung ändert sich daran nichts, da unter der alten Rechtsform keine Mitbestimmungsrechte bestanden und auf diese Weise nur bereits erworbene Rechte geschützt werden. Da die SE-Gesetzgebung keine dynamische Anpassung von Mitbestimmungsrechten vorsieht, ist es den Eigentümern des Unternehmens anschließend auch selbst überlassen, ob sie ab einer Größe von 500 Arbeitnehmern, was für eine deutsche AG Drittelbeteiligung bedeuten würde, Mitbestimmungsrechte auf

Unternehmensebene gewähren. Ob sich über die Rechtsform SE Mitbestimmungsrechte durch Unternehmenseigentümer folglich einfrieren lassen, um diese anschließend nach eigenem Ermessen und Bedarf auszuweiten, untersucht Kapitel 4.

Ungeachtet dessen, ob die Wahl bei der Gründung einer SE auf ein monistisches oder dualistisches Leitungssystem fällt, besteht bei der Ausgestaltung der Unternehmensorgane für die SE ein deutlich größerer Spielraum als für die Rechtsform AG – im Speziellen hinsichtlich der Größe. Die Anzahl der Mitglieder des Kontrollorgans einer SE mit Sitz in Deutschland lässt sich nahezu frei wählen und unterliegt nicht wie der Aufsichtsrat einer AG fixen rechtlichen Mindestgrößen in Abhängigkeit von der Anzahl der beschäftigten Arbeitnehmer. Bei einer SE-Neugründung wird die Größe des Kontrollorgans über deren Satzung festgelegt, welche ein fester Bestandteil des Gründungsplans ist. Die Aufgabe, einen diesbezüglichen Vorschlag auszuarbeiten, kommt dabei den Leitungen der an der Gründung beteiligten Gesellschaften zu. Dementsprechend ist das Management der Ursprungsgesellschaften im SE-Gründungsprozess die erste Interessensgruppe, welche die Gelegenheit hat, die Größe des Kontrollorgans zu beeinflussen. Da der vorgeschlagene Gründungsplan zudem durch die involvierten Hauptversammlungen genehmigt werden muss, haben die Eigentümer der Unternehmen als zweite Interessensgruppe die Möglichkeit, Einfluss auf die Anzahl der Gremienmitglieder zu nehmen. Ob dabei aus der Perspektive des Managements oder aus dem Blickwinkel der Eigentümer eine Präferenz für relativ größere oder kleinere Kontrollorgane besteht, untersucht Kapitel 5.

3 Gesetzliche Mitbestimmung und SE-Gründungen im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR)⁷

3.1 Einführung

Seit dem ersten Handelsregistereintrag einer SE im Jahr 2004 wurde das Angebot, unter dieser Rechtsform zu firmieren, von den Unternehmen in den einzelnen EWR-Ländern sehr unterschiedlich wahrgenommen. Ein Grund dafür könnten die ebenfalls sehr unterschiedlichen nationalen gesetzlichen Regulierungen hinsichtlich der Mitbestimmung von Arbeitnehmern im europäischen Vergleich sein. Dieses Kapitel argumentiert, dass in EWR-Ländern mit starken nationalen Gesetzen zur unternehmerischen Mitbestimmung, das heisst der Mitbestimmung im Board bzw. im Aufsichtsorgan, mehr Unternehmen mit der Rechtsform SE gegründet werden als in Ländern ohne entsprechende gesetzliche Grundlagen. Die Begründung für diesen Zusammenhang findet sich in der flexiblen EU-Gesetzgebung der SE, mittels derer die Eigentümer von Unternehmen den Umfang unternehmerischer Mitbestimmung mit ihren Arbeitnehmern frei verhandeln und jeweils maßgeschneiderte Lösungen realisieren können.

Die empirische Analyse dieser Untersuchung erfolgt anhand eines Datensatzes, der für alle 30 EWR-Mitgliedsstaaten die Anzahl der SE-Gründungen von 2004 bis 2013 enthält. Die Ergebnisse einer Regressionsanalyse zeigen, dass die Existenz einer nationalen gesetzlichen Regelung zur unternehmerischen Mitbestimmung – auch nach Kontrolle weiterer Faktoren – die Anzahl von SE-Gründungen erhöht. Das Ergebnis leistet einen Beitrag zur kontroversen Diskussion der ökonomischen Wirkung von gesetzlicher Arbeitnehmermitbestimmung (FitzRoy und Kraft 2005; Bermig und Frick 2011b; Jirjahn 2011). Bisherige Studien versuchen anhand monetärer Größen Aufschluss darüber zu geben, ob sich ein gesetzlicher Mitbestimmungszwang negativ auf die Eigentümer von Unternehmen auswirkt. Unter der Verwendung der SE als Untersuchungsgegenstand lässt sich diese Frage auf weitaus grundlegenderer Ebene

⁷ Dieses Kapitel basiert auf der Arbeit von Weiß (2016). Insgesamt sind die hier präsentierten Inhalte jedoch deutlich ausführlicher beschrieben. Aufgrund dessen weicht die Mikrostruktur der einzelnen Abschnitte teilweise voneinander ab. Die Erweiterungen beziehen sich insbesondere auf die Entwicklung der Theorie (Abschnitt 3.3), die deskriptive Analyse der abhängigen Variable (Abschnitt 3.4.1 inklusive Tabelle 1 und Abbildung 4), die Beschreibung der Methodik (Abschnitt 3.4.4 inklusive Abbildung 5) und die Robustheit der Ergebnisse (Abschnitt 3.4.6 inklusive Tabelle 20). Zur Vermeidung von Redundanzen mit Kapitel 2 wurde ein Absatz aus der Einführung (Abschnitt 3.1) entfernt.

untersuchen: Beeinflussen starre Mitbestimmungsgesetze die Eigentümer von Unternehmen ganzheitlich gesehen derart nachteilig, dass sie diese bei einer Wahlfreiheit ablehnen und es vorziehen, über den Umfang von Mitbestimmungsrechten freie Verhandlungen zu führen? Andererseits lassen sich durch die EU-weite Verfügbarkeit der SE die Auswirkungen von Mitbestimmungsgesetzen, die bisher überwiegend für Deutschland untersucht wurden, in einem gesamteuropäischen Kontext betrachten. Darüber hinaus leistet diese Analyse einen Beitrag zur Identifikation von Gründungsdeterminanten der jungen Rechtsform SE. Neben wenigen qualitativen Untersuchungen (Eidenmüller und Lasák 2012; Keller und Werner 2012; Rosenbohm 2013) ist die Zahl der quantitativ ökonomischen Beiträge noch geringer (Eidenmüller, Engert und Hornuf 2009).

Abschnitt 3.2 widmet sich dem aktuellen Stand der Forschung zu den ökonomischen Effekten unternehmerischer Mitbestimmung und ordnet die Untersuchung in die bestehende Literatur ein. Abschnitt 3.3 entwickelt eine Theorie über den Zusammenhang von gesetzlich geregelter Arbeitnehmermitbestimmung und der Gründung von SEs. In Abschnitt 3.4 findet sich die empirische Analyse des Beitrags. Abschließend fasst Abschnitt 3.5 die wesentlichen Erkenntnisse zusammen und gibt einen Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf.

3.2 Literatur zur Arbeitnehmerbeteiligung und zu SE-Gründungen

Dieses Kapitel diskutiert vorab die zentralen theoretischen Argumente in der Literatur, welche aus Sicht der Eigentümer von Unternehmen gegen die freiwillige Einführung von Mitbestimmungsrechten sprechen. Anschließend widmet es sich den sehr kontroversen Ergebnissen empirischer Arbeiten, die den Einfluss eines Mitbestimmungszwangs auf monetäre Kennzahlen, wie den Unternehmenswert, untersuchen. In einem dritten Schritt berücksichtigt es die bisher sehr übersichtliche wirtschaftswissenschaftliche Literatur zur SE im Allgemeinen und die wenigen Untersuchungen zur Rolle von Arbeitnehmermitbestimmung bei SE-Gründungen im Speziellen.

3.2.1 Ökonomische Effekte der Mitbestimmung

Als Ausgangspunkt der Diskussion und gleichzeitig auch als Beleg zur Wirkung einer Mitbestimmungspflicht auf die Eigentümer von Unternehmen wird in der Literatur am häufigsten auf Jensen und Meckling (1979) zurückgegriffen. Sie stellen sich die Frage, warum es Regulierung bedarf, wenn die Beteiligung von Arbeitnehmern sowohl für diese selbst als auch für die Eigentümer der Unternehmen von Vorteil ist. Ihre Antwort darauf

ist relativ knapp und gleichzeitig nur sehr schwer zu entkräften. Wäre Mitbestimmung im Sinne der Eigentümer gewinnmaximierend, so sind sie sich sicher, würde diese auch auf freiwilliger Basis umgesetzt und müsste im freien Wettbewerb ohne staatlichen Einfluss häufiger zu finden sein. Da Jensen und Meckling (1979) jedoch das Gegenteil beobachten – ohne staatlichen Einfluss gewähren Arbeitgeber nur äußerst selten Mitbestimmungsrechte –, scheint es für sie eindeutig, welche Wirkung von Mitbestimmungsrechten auf die Eigentümer von Unternehmen ausgeht.

Um erklären zu können, weshalb der Zwang zur unternehmerischen Mitbestimmung mit adversen Effekten für die Eigentümer von Unternehmen verbunden sein kann, werden in der Literatur drei maßgebende theoretische Argumente diskutiert. Sie alle basieren auf der Annahme, dass sich Arbeitnehmermitbestimmung grundsätzlich positiv auf die allgemeine Wohlfahrt auswirkt. So auch jenes von Freeman und Lazear (1995), das auf der Simultanität allokativer und distributiver Effekte von Arbeitnehmermitbestimmung aufgebaut ist. Der allokativer Effekt bezieht sich dabei auf die motivationssteigernde Wirkung, die sie der Beteiligung von Arbeitnehmern zusprechen. Insgesamt sei diese mit einer Erhöhung der Produktivität verbunden und habe eine Vergrößerung dessen zur Folge, was sie den durch die Organisation erwirtschafteten „Kuchen“ (Organisationsrente) nennen. Auf der Grundlage eines modelltheoretischen Ansatzes zeigen sie allerdings auch, dass sich durch die Einführung von Mitbestimmungsrechten nicht nur die Höhe der Organisationsrente ändert, sondern auch ihre Aufteilung unter den Interessensgruppen der Organisation (distributiver Effekt). Da Mitbestimmungsrechte für die Arbeitnehmer zusätzliche Verhandlungsmacht bedeuten, könnten diese versuchen, sich in mitbestimmten Unternehmen von der insgesamt zwar größeren Organisationsrente einen überproportional großen Anteil zu sichern. Die Höhe und die Verteilung der durch Mitbestimmung zusätzlichen Wertschöpfung verändern sich demnach simultan. Müssen die Eigentümer von Unternehmen mit negativen Nettoeffekten rechnen, wenn sie ihre Arbeitnehmer an Unternehmensentscheidungen teilhaben lassen, werden sie einer Partizipation wohl kaum zustimmen.

Ein weiteres Argument zur Wirkung gesetzlicher Arbeitnehmermitbestimmung auf die Eigentümer von Unternehmen entwickeln Levine und Tyson (1990). Sie kommen zu dem Ergebnis, dass Arbeitnehmermitbestimmung aufgrund vorvertraglicher Informationsasymmetrien zu einer adversen Selektion mitbestimmungsfreudiger Arbeitnehmer führe und sich so zum Nachteil für Unternehmenseigentümer auswirke. Den zentralen Aspekt in ihrer Argumentation bildet der ungleich verteilte Wissensstand

zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern in Bezug auf die Produktivität der Letzteren. Sind Instrumente des Screenings zu teuer oder stehen sie den Unternehmen nur in unzureichendem Umfang zur Verfügung, können diese ihr Informationsdefizit gegenüber potenziellen Beschäftigten nicht abbauen. In diesem Fall kann die Implementierung von Mitbestimmungsrechten mit ungewollten Nebenwirkungen einhergehen. Da es für den Arbeitgeber nur sehr schwer oder gar nicht möglich ist, zwischen produktiven und weniger produktiven Arbeitskräften zu differenzieren, besteht die Gefahr, dass es zu einer Selektion mitbestimmungsfreudiger Arbeitnehmer kommt. Unproduktivere Arbeitnehmer, so die Annahme, selektieren sich dann zu diesen Unternehmen, die auf freiwilliger Basis Mitbestimmungsrechte implementiert haben. Über die dort größere Verhandlungsmacht in den Unternehmensgremien könnten sie versuchen, sich zu sichern, was ihnen in anderen Unternehmen, in denen sie sich dem freien Leistungswettbewerb stellen müssen, nicht gelingt. Levine und Tyson (1990) verdeutlichen ihre Überlegungen anhand eines klassischen Gefangenendilemmas. Angenommen die Einführung von Mitbestimmungsrechten erhöhe die durchschnittliche Produktivität jedes einzelnen Arbeitnehmers, sowohl die der ohnehin produktiven als auch die der weniger produktiven. Wenn nun alle Unternehmen gemeinsam ihren Arbeitnehmern Mitspracherechte gewährten, wäre die Aufteilung der unterschiedlichen Arbeitnehmertypen auf die Arbeitgeber identisch, gleich einer Situation ohne Mitbestimmungsrechte. Ein Unternehmen alleine hätte allerdings keine Motivation, von der Ausgangssituation abzuweichen und freiwillig Mitbestimmungsrechte einzuführen. Es würde einen überproportional großen Anteil weniger produktiver Typen anziehen, wodurch ihm Verluste entstünden.

Freeman und Lazear (1995) sehen demgegenüber in nachvertraglich asymmetrisch verteilter Information einen Anreiz für Unternehmenseigentümer, auf die freiwillige Einführung von Mitbestimmungsrechten zu verzichten. In ihrer Argumentation bezieht sich der asymmetrisch verteilte Wissensstand zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern auf die wirtschaftliche Lage von Unternehmen. Haben Arbeitnehmer keine Vertretung in Leitungs- oder Kontrollgremien, sind sie über die finanzielle Situation des Unternehmens meist nicht informiert und der Wissensvorsprung liegt aufseiten der Arbeitgeber. Freeman und Lazear (1995) treffen dabei die Annahme, dass sich die Belegschaft in zwei Kategorien einteilen lässt. Eine Gruppe von Arbeitnehmern ist immer bereit, Einschnitte hinzunehmen, wie beispielsweise bei den Löhnen, wenn ihnen von der Geschäftsleitung eine Unternehmenskrise kommuniziert

wird. Die andere Gruppe hingegen zeichnet sich dadurch aus, dass sie nur bereit ist, Zugeständnisse zu machen, wenn sie die schlechte wirtschaftliche Situation von einem ihrer Vertreter in den Unternehmensorganen glaubhaft signalisiert bekommt. Welche Art von Arbeitnehmern das jeweilige Unternehmen beschäftigt, bleibt dabei private Information der Belegschaft und ist für die Arbeitgeberseite nicht ersichtlich. Sind die Eigentümer folglich der Meinung, ihre Beschäftigten würden auch ohne Vertretung in den Organen während einer Unternehmenskrise Einschnitte hinnehmen, haben diese keinen Anreiz, auf freiwilliger Basis Mitbestimmungsrechte zu gewähren. Denn in diesem Fall könnten die Eigentümer ihren Informationsvorsprung dazu nutzen, eine schlechte wirtschaftliche Lage des Unternehmens nur vorzutäuschen, um über Lohneinsparungen einen größeren Teil der erwirtschafteten Unternehmensrente abzuschöpfen.

Um verstehen zu können, warum die Rechtsform SE besonders häufig in Ländern mit nationalen gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen gewählt wird, greifen alle drei oben skizzierten theoretischen Argumente jedoch etwas zu kurz. Erstens ist ihre Referenz jeweils eine Welt ohne Mitbestimmungsrechte. Gefragt wird, ob Arbeitgeber ein Interesse haben, auf freiwilliger Basis entsprechende Rechte einzuführen. Dem entgegengesetzt stellt dieses Kapitel die Frage, ob die Eigentümer von Unternehmen einen Anreiz haben, sich mittels der SE gegen aktuell bestehende und starre Rechte zu entscheiden. Ihr Kalkül dürfte sich in den beiden Situationen deutlich unterscheiden. Ein Vergleich zwischen der Wahl, Mitbestimmungsrechte freiwillig einführen zu können, oder dem Wunsch, bestehende Rechte reduzieren zu wollen, ist allein durch die Berücksichtigung von institutionellen Pfadabhängigkeiten nur schwer möglich. Zweitens kann die Entscheidung, auf Mitbestimmungsrechte vollständig zu verzichten, nicht autonom von den Eigentümern einer SE getroffen werden. Drittens lässt sich über die genannten Ansätze nur sehr schwer oder gar nicht erklären, dass Mitbestimmungsrechte auch zu positiven Nettoeffekten für Unternehmenseigentümer führen können. Diese Schwächen fängt Abschnitt 3.3 auf, indem darin eine Theorie entwickelt wird, die verdeutlicht, dass nicht nur die Seite der Arbeitnehmer durch die Einführung von Mitbestimmungsrechten profitieren kann. Er zeigt auch, dass ein frei ausgehandelter Umfang von Mitbestimmungsrechten für beide Seiten von Vorteil sein kann, wenn dabei jeweils die unternehmensspezifischen Investitionen der Parteien berücksichtigt werden.

In der empirischen Literatur wurde die ökonomische Wirkung von gesetzlich geregelter Arbeitnehmermitbestimmung auf Unternehmenseigentümer bisher dahin

gehend untersucht, ob Mitbestimmungsrechte für sie mit finanziellen Einbußen verbunden sind (Shareholder Value, Ausschüttung von Dividenden, Eigenkapitalrendite etc.). Die Studien beschränken sich dabei vornehmlich auf Deutschland und vergleichen Unternehmen mit paritätisch besetzten Aufsichtsräten mit Unternehmen, die dem Drittelbeteiligungsgesetz unterliegen. Die empirischen Ergebnisse sind gemischt. So finden FitzRoy und Kraft (1993), Schmid und Seger (1998) und Gorton und Schmid (2004) negative Effekte unternehmerischer Mitbestimmung, Fauver und Fuerst (2006), Vitols (2006) und Renaud (2007) hingegen positive. Bermig und Frick (2011b) können anhand ihrer empirischen Analyse weder einen durchgängig positiven noch einen ausnahmslos negativen Einfluss von unternehmerischer Arbeitnehmermitbestimmung auf den Erfolg von Unternehmen feststellen. In ihrem umfassenden Literaturüberblick vergleichen sie zudem die heterogenen Ergebnisse vergangener Studien. Diese führen sie auf teils (zu) kleine Stichproben und die Anwendung ungeeigneter statistischer Verfahren zurück.

Ähnlich gemischte Ergebnisse finden sich für betriebliche Mitbestimmung. Die Untersuchungen von Frick und Möller (2003) und Jirjahn (2003) zeigen positive Effekte, wohingegen Addison, Schnabel und Wagner (2001) und Dilger (2006) einen negativen Zusammenhang von Betriebsräten und Profitabilität feststellen. Einen aktuellen Überblick über die Literatur zur ökonomischen Wirkung der Mitbestimmung auf Betriebsebene gibt Jirjahn (2011).

3.2.2 Gründungsdeterminanten von SEs

Von Beginn der ersten Anstrengungen, mit der SE eine supranationale Rechtsform auf den Weg zu bringen, ist die Beteiligung der Arbeitnehmer auf politischer Ebene ein sehr umstrittener Diskussionspunkt. Daher verblüfft es kaum, dass sich der überwiegende Teil der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zur SE auf diese Thematik konzentriert. Der Übersichtsartikel von Keller und Werner (2008b) ist einer der ersten, der den Bestand an SEs systematisch erfasst und kategorisiert. Eidenmüller, Engert und Hornuf (2010) untersuchen, ob ein angekündigter Rechtsformwechsel in eine SE bei öffentlich gehandelten Unternehmen zu abnormalen Renditen führt. Ihre Ergebnisse lassen jedoch keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu. Die auffällig hohe Anzahl an SE-Gründungen in der Tschechischen Republik analysieren Eidenmüller und Lasák (2012). Sie identifizieren den Großteil der SEs in ihrer Stichprobe als sogenannte Vorratsgesellschaften. Die Motivation zur Gründung dieser Art von SEs sehen sie einerseits in

der relativ liberalen Einstellung der tschechischen Behörden zur Arbeitnehmermitbestimmung bei der Aktivierung der Gesellschaften. Andererseits führen Eidenmüller und Lasák (2012, S. 13–14) die hohe Anzahl an Vorrats-SEs in der Tschechischen Republik auf eine Überschätzung der Nachfrage seitens der Anbieter solcher Unternehmenshüllen zurück. Als zentrale Motive, die bei der Gründung wirtschaftlich aktiver SEs im Vordergrund standen, werden das positive europäische Image und die Möglichkeit zur Vereinfachung interner Governance-Strukturen genannt. Keller und Werner (2009; 2012) geben einen Überblick über rechtliche Regelungen zur Arbeitnehmermitbestimmung in der SE auf Betriebs- und Unternehmensebene. Sie untersuchen auch, welche institutionellen Veränderungen (Leitungssystem, Betriebsrat, Kontrollorgan) sich bei einzelnen Unternehmen im Zuge einer SE-Gründung ergeben haben. Rosenbohm (2013) konzentriert sich auf SE-Gründungen in Deutschland und vergleicht die Formen der Arbeitnehmermitbestimmung in Unternehmen vor und nach der Gründung einer SE. Dabei zeigen ihre Ergebnisse, dass bei einem Großteil der untersuchten Unternehmen der Status quo der Mitbestimmungsrechte über einen Rechtsformwechsel hinweg erhalten blieb.

Meines Wissens untersuchen bislang nur Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) den Zusammenhang von Mitbestimmungsregelungen und SE-Gründungsaktivitäten quantitativ ökonomisch. Diese Studie weist mit der vorliegenden Analyse die größten Gemeinsamkeiten auf. Allerdings lassen sich die beiden auch in verschiedener Hinsicht klar voneinander abgrenzen. Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) fokussieren sich auf das Ausnutzen unterschiedlicher gesetzlicher Regelungen in verschiedenen Rechtsräumen. Neben einer ganzen Reihe von weiteren Faktoren ist unternehmerische Mitbestimmung dabei nur ein untersuchter Aspekt und spielt dadurch auch nur eine untergeordnete Rolle. Dieses Kapitel rückt gesetzliche Arbeitnehmermitbestimmung in den Fokus und entwickelt eine Theorie, weshalb sie sich positiv auf die Gründungen von SEs auswirken sollte. Ferner enthält die von Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) verwendete Stichprobe alle im Zeitraum von 2004 bis 2008 gegründeten SEs und umfasst 216 Beobachtungen. Dadurch beziehen sie in ihrer Analyse auch Unternehmen mit ein, die nicht wirtschaftlich aktiv sind und/oder auf dem Weg der Umwandlung gegründet wurden. Mitbestimmungsrechte sind bei dieser Gründungsform jedoch nicht verhandelbar, sodass ihre Berücksichtigung zu verzerrten Ergebnissen führen kann. Bis zum Erhebungszeitpunkt der Stichprobe für die hier durchgeführte Analyse wurden über 1.600 weitere SEs gegründet.

Dieser Beitrag soll einerseits dabei helfen, die Determinanten von SE-Gründungen besser zu verstehen. Andererseits beabsichtigt er, zu den sehr gegenläufigen empirischen Befunden über die Wirkung eines Mitbestimmungszwangs auf die Eigentümer von Unternehmen beizutragen. Dieser wurde bisher anhand einzelner monetärer Leistungskennzahlen untersucht. Mit der SE lassen sich entsprechende Effekte dagegen umfassender und direkter identifizieren. Wenn sich Eigentümer von Unternehmen dazu entscheiden, unter einer SE zu firmieren, können sie zum Ausdruck bringen, dass starre und allgemeingültige Mitbestimmungsgesetze für sie mit negativen Nettoeffekten verbunden sind. Sie ziehen es vor, über den Umfang von Mitbestimmungsrechten freie Verhandlungen zu führen. Da die Rechtsform SE mittlerweile in über 30 Ländern etabliert ist, lassen sich zudem die Auswirkungen von Mitbestimmungsgesetzen, die bisher überwiegend für Deutschland untersucht wurden, in einem gesamteuropäischen Kontext betrachten.

3.3 Mitbestimmung und Investitionen in Humankapital

Dieser Abschnitt erarbeitet eine Hypothese über den Einfluss von nationalen gesetzlichen Regelungen zur Arbeitnehmermitbestimmung auf die Anzahl von SE-Gründungen. Er verdeutlicht, warum die Eigentümer von Unternehmen eine freie Verhandlung über den Umfang von Mitbestimmungsrechten im Vergleich zu einer gesetzlichen Regulierung bevorzugen sollten. Dazu setzt er sich mit der Property-Rights-Theorie auseinander und diskutiert, welche Rolle Investitionen in unternehmensspezifisches Humankapital in diesem Rahmen spielen.

Das Angebot, als SE zu firmieren und sich dadurch zu einem bestimmten Teil der EU-Gesetzgebung zu unterwerfen, wurde von Unternehmen in den Ländern des EWR bisher unterschiedlich stark wahrgenommen. Betrachtet man die Mitgliedsländer des Wirtschaftsraums hinsichtlich ihrer nationalen gesetzlichen Regelungen zur unternehmerischen Arbeitnehmermitbestimmung, sind ebenfalls starke Unterschiede feststellbar (Kluge und Stollt 2006). Völlig unabhängig von diesen nationalen Vorgaben müssen Arbeitgeber und Arbeitnehmer im Laufe des Gründungsprozesses einer SE über den Umfang an Arbeitnehmermitbestimmung verhandeln. Wird in Ländern mit gesetzlich geregelter Arbeitnehmermitbestimmung das vorgeschriebene Maß solcher Rechte von Arbeitgeberseite als zu hoch erachtet, stellt die Rechtsform SE für sie infolgedessen eine Möglichkeit dar, um sich aus dem Status quo zu lösen. Aus der Sicht der Unternehmenseigentümer kann die SE dazu verwendet werden, auf dem

Verhandlungsweg ein maßgeschneidertes und effizientes Niveau der Beteiligung ihrer Arbeitnehmer zu erreichen. Zur Verdeutlichung, weshalb die gesetzliche Mitbestimmungspflicht im Einzelfall von den Unternehmenseigentümern als nicht optimal empfunden werden kann, muss nach der generellen Effizienz von Arbeitnehmermitbestimmung und im Besonderen nach der Effizienz einer Mitbestimmungspflicht gefragt werden.

Unterzieht man die Arbeitnehmermitbestimmung einer Kosten-Nutzen-Betrachtung aus dem Blickwinkel der Unternehmenseigentümer, so besteht über die positiven Effekte, die von ihr ausgehen können, weitestgehend Einigkeit (FitzRoy und Kraft 2005). Die Beteiligung von Arbeitnehmern ist über einen Ausbau der Kommunikation zwischen Betriebs- und Unternehmensebene in der Lage, zu einem verbesserten Informationsfluss beizutragen. Dadurch kommt es zu einem Austausch aktueller und entscheidungsrelevanter Informationen, die der Unternehmensleitung andernfalls entweder gar nicht oder nur in veralteter Form zur Verfügung stünden (Freeman und Lazear 1995). Außerdem ist die Umsetzung von Arbeitnehmermitbestimmung in der Regel mit der Errichtung von Institutionen verbunden, die der Arbeitnehmerseite eine Stimme verleihen und ihre offizielle Interessensvertretung darstellen. Diese Plattformen sollen unzufriedene Arbeitnehmer dazu veranlassen, ihren Unmut weniger oft über einen Unternehmenswechsel zu signalisieren, sondern häufiger über die geschaffene Alternative der offenen Konfliktbewältigung. Ökonomisch betrachtet äußert sich dies in einer Verringerung der Anzahl der Neueinstellungen, was zu einer Reduktion der Einarbeitungskosten und zu weniger Störungen im Betriebsablauf führt. Insgesamt ist zu erwarten, dass sich die Beteiligung von Arbeitnehmern durch eine Verbesserung der Arbeitszufriedenheit produktivitätssteigernd auswirkt (Hirschman 1974; Freeman und Medoff 1985).

Den positiven Effekten von Arbeitnehmermitbestimmung stehen jedoch auch Kosten gegenüber, welche den Wirkungsgrad dieses Instruments schmälern und bei einer Einschätzung hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit für Unternehmenseigentümer berücksichtigt werden müssen. Um einige der offensichtlichen durch Mitbestimmung direkt verursachten Kostenfaktoren anzuführen, lassen sich der Aufwand für Zusammenkünfte der dazugehörigen Gremien, der freigestellten Mitarbeiter und zusätzlich die vorgehaltenen Arbeitsplätze nennen (Sadowski, Junkes und Lindenthal 2001). Zusätzlich können durch Mitbestimmung indirekte Kosten entstehen. So werden Unternehmensorgane durch die Partizipation von Arbeitnehmern z.B. größer und

heterogener, was zu aufwendigeren und kostenintensiveren Entscheidungsprozessen führt (Kogan und Wallach 1966).

Stellt man an die beteiligten Parteien die Anforderung grundlegender ökonomischer Rationalität, wäre in einer Situation ohne staatliche Intervention zu erwarten, dass mitbestimmte Unternehmen immer dann zu beobachten sind, wenn die genannten positiven Effekte von Mitbestimmung deren Kosten überwiegen. Anders: Die Eigentümer von Unternehmen sollten der Einführung von Mitbestimmungsrechten zustimmen, wenn sie sich dadurch zumindest nicht schlechterstellen als ohne. Vorausgesetzt Arbeitgeber und Arbeitnehmer können frei über den Umfang von Mitbestimmungsrechten verhandeln, beide Parteien sind bestrebt, ihren Nutzen zu maximieren, und es werden hinreichend geringe Transaktionskosten unterstellt. Das heißt, die Partizipation von Arbeitnehmern sollte immer dann eine Befürwortung erfahren, wenn sie im Gegensatz zu einer Situation ohne Partizipationsrechte zu einer Pareto-Verbesserung führt.

Entgegengesetzt der Möglichkeit, über den Umfang von Mitbestimmungsrechten freie Verhandlungen führen zu können, lässt sich eine Situation betrachten, in welcher die Arbeitgeberseite zur Gewährung entsprechender Rechte verpflichtet ist. Aus Sicht der Unternehmenseigentümer können dann weitere Kostenfaktoren entstehen. Sie lassen sich aus den theoretischen Überlegungen der Property-Rights-Ansätze ableiten, welche die ökonomischen Auswirkungen einer Trennung von Eigentum und Kontrolle thematisieren. Im untersuchten Kontext vollzieht sich eine Trennung von Eigentum und Kontrolle, sobald gesetzlich vorgeschriebene Mitbestimmung von Arbeitnehmern als die Ausübung ihres staatlich legitimierten Rechts, an Entscheidungen auf Unternehmensebene zu partizipieren, interpretiert wird (Gurdon und Rai 1990).

Gemäß den neueren Ansätzen der Property-Rights-Theorie werden nicht nur die Unternehmenseigentümer, sondern auch die Arbeitnehmer als Investoren gesehen, die sich über die Investition in Humankapital am Unternehmen beteiligen (Williamson 1985; Rajan und Zingales 1998). Dieses lässt sich in spezifisches und allgemeines Humankapital kategorisieren. Beide Formen führen dazu, dass die Arbeitnehmer ihre eigene Produktivität erhöhen. Hinsichtlich der Investitionsbereitschaft der Arbeitnehmer sind die beiden Arten demgegenüber stark unterschiedlich. Eine Investition in allgemeines Humankapital ist für sie nur mit geringen bis keinen Risiken verbunden, da diese Form von Wissen und Fähigkeiten als marktgängig bezeichnet wird und bei jedem anderen potenziellen Arbeitgeber verwertbar ist. Im Gegensatz dazu entfaltet eine

Investition in spezifisches Humankapital nur in der aktuellen Transaktion ihren höchstmöglichen Wirkungsgrad und kann in der nächstbesten Verwendung – bei einem anderen Arbeitgeber – nicht oder nur begrenzt genutzt werden. Demzufolge besteht über die Investition in unternehmensspezifisches Humankapital in einer bestimmten Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehung die Möglichkeit, Quasi-Renten zu generieren. Aufgrund der begrenzten Marktfähigkeit der Investition ist der Arbeitgeber ex post allerdings in der Lage, sich über Lohn- oder Gehaltskürzungen die gesamte erwirtschaftete Quasi-Rente anzueignen. Wird ein solches Abschöpfen von Arbeitnehmern antizipiert, besteht für sie kein Anreiz, unternehmensspezifische Investitionen zu tätigen, sodass es zu Unterinvestitionen kommt (Becker 1962; Lazear 2009). Als Folge dessen wird ein Mechanismus benötigt, der die Arbeitgeberseite daran hindert, die starke Abhängigkeit der Arbeitnehmer im Nachhinein zu ihren Gunsten auszunutzen, indem sie sich die entstandene Quasi-Rente vollständig aneignet. Die Ausstattung der Arbeitnehmer mit Mitbestimmungsrechten stellt ein geeignetes Mittel dar, um deren Investitionsbereitschaft positiv zu beeinflussen. Sie partizipieren hierdurch an wichtigen Unternehmensentscheidungen, wozu letzten Endes auch die Verteilung der erwirtschafteten Unternehmensrente gezählt werden kann. Sie müssen nicht mehr fürchten, um ihren Anteil betrogen zu werden. Mitbestimmung stellt für Arbeitnehmer folglich eine Art Versicherung dar, um bei der Verteilung der durch unternehmensspezifische Investitionen geschaffenen Quasi-Renten berücksichtigt zu werden, und dient demgemäß auch als Schutz vor Unterinvestitionen (Dow 1987; Smith 1991).

So wird deutlich, dass nur diese Parteien mit Entscheidungs- bzw. Kontrollrechten ausgestattet werden sollten, welche auch unternehmensspezifische Investitionsrisiken zu tragen haben. Dieses Prinzip soll eine effiziente Allokation von Ressourcen sicherstellen, indem auch nur deren Eigentümer über ihre Verwendung entscheiden (Fama und Jensen 1983b). Gesetzlich geregelte Mitbestimmung hebt diesen Mechanismus aus und führt über die Verwässerung von Verfügungsrechten zu Ineffizienzen. Denn auf diesem Weg kommt es völlig unabhängig von getätigten Investitionen zu einer Zuweisung von Entscheidungskompetenzen, sodass die Konsequenzen von Entscheidungen nicht mehr nur von den Entscheidenden selbst getragen werden müssen (Pejovich 1978). Welche negativen Effekte hiervon für die Eigentümer von Unternehmen ausgehen, beziehungsweise weshalb den Eigentümern von allgemeinen Ressourcen keine Kontrollrechte zugesprochen werden sollten, ist dieser Logik folgend naheliegend. Wenn

Arbeitnehmer, die keine (spezifischen) Investitionen in das Unternehmen getätigt haben, Entscheidungen beeinflussen können, werden sie nicht mehr das vorrangige Eigentümerziel der Profitmaximierung verfolgen, sondern versuchen, ihre eigenen Ziele in den Mittelpunkt zu rücken. Zusätzlich sind sie aufgrund von Mitbestimmungsrechten in der Lage, sich unverhältnismäßig am Vermögen der Anteilseigner zu bedienen (Alchian 1984).

Die unterschiedlichen Präferenzen von Arbeitnehmern und Eigentümern verursachen in Kombination mit einer Pflicht zur Mitbestimmung jedoch nicht nur einfach quantifizierbare Kosten. Sie können auch Einfluss auf die öffentliche Wahrnehmung eines Unternehmens haben. Werden Mitbestimmungsregulierungen als gesetzlich legitimierte Machtverschiebung zulasten der Unternehmenseigentümer aufgefasst, folgt daraus eine abschreckende Wirkung für potenzielle Investoren, da diese die Durchsetzung ihrer eigenen Präferenzen und folglich ihre Investitionsgewinne gefährdet sehen. Bei der Abwägung von Investitionsalternativen wird die Wahl mit geringerer Wahrscheinlichkeit auf ein mitbestimmtes Unternehmen fallen. Die logische Konsequenz ist, dass Unternehmen, die einer gesetzlichen Mitbestimmungspflicht unterliegen, am Kapitalmarkt eine vergleichsweise schlechtere Bewertung erfahren und dass es für sie aufwendiger und kostspieliger ist, externe Finanzierungsmöglichkeiten in Anspruch zu nehmen (Jensen und Meckling 1979).

Wendet man diese Überlegungen auf einen direkten Vergleich von mitbestimmten Unternehmen kraft Gesetzes und Unternehmen mit einem freiwillig ausgehandelten Grad an Mitbestimmung an, kommt die Vorteilhaftigkeit der freiwilligen Variante hauptsächlich über zwei Faktoren zum Ausdruck. Erstens ist der Spielraum für opportunistisches Verhalten durch Arbeitnehmer geringer. Zweitens steigt deren Bereitschaft, in spezifisches Humankapital zu investieren, sowie deren Anreiz, daraus Erträge zu generieren. Arbeitnehmer üben unter freiwilliger Mitbestimmung keine staatlich zugewiesenen Kontrollrechte aus, sondern können an Unternehmensentscheidungen nur gemäß dem Umfang ihrer Investitionen partizipieren. Die Verteilung von Eigentumsrechten innerhalb des Unternehmens ist somit viel rationaler, da beide Seiten nur über ihre eigenen Ressourcen verfügen. Arbeitnehmer müssen sich vielmehr als Anteilseigner des Unternehmens verstehen und befinden sich somit in einer stärkeren Abhängigkeit von dessen Leistung. Die Interessen beider Parteien stehen folglich weniger im Widerspruch zueinander, sodass die positiven Effekte des Mechanismus Arbeitnehmermitbestimmung in den Vordergrund treten: vergleichsweise geringere

Transaktionskosten und eine Steigerung der Produktivität durch eine effiziente Anordnung von Eigentumsrechten (Furubotn 1988).

Besteht für Unternehmenseigentümer zwischen den beiden Alternativen, den Umfang an Mitbestimmung frei zu verhandeln oder ein gesetzlich vorgeschriebenes Maß zu akzeptieren, Wahlfreiheit, ist die Entscheidung aus dem Blickwinkel der Property-Rights-Theorie eindeutig. Werden regulierende Einflüsse abgelehnt, kann das als Versuch gewertet werden, gegenwärtig ineffiziente Strukturen aufzubrechen, um in einem kompetitiven Umfeld für die jeweiligen Ressourceneigentümer das ihren Investitionen entsprechende, effiziente Maß an Verfügungsrechten zu finden. Einen analogen Erklärungsansatz bieten machttheoretisch basierte Konzepte. Aufgrund gesetzlich vorgegebener Mitbestimmungsrechte verfügen Arbeitnehmer über Ressourcen, denen die Eigentümer von Unternehmen großen Nutzen beimessen, sodass sie in einem Abhängigkeitsverhältnis zu Ersteren stehen. Gesetzliche Mitbestimmung kann so zu einem Machtungleichgewicht führen. Die Entscheidung gegen starre Mitbestimmungsregelungen und für freie Verhandlungen lässt sich in diesem Rahmen als Balancierungsoperation verstehen, durch welche die Eigentümer von Unternehmen versuchen, ihre Abhängigkeit von der Arbeitnehmerseite zu reduzieren (Emerson 1962; Nienhüser 1998).

Diese Wahlmöglichkeit bietet sich den Eigentümern von Unternehmen im EWR, die zur Gewährung von unternehmerischer Mitbestimmung verpflichtet sind, mit der Rechtsform SE. Über die Gründung einer entsprechenden Gesellschaft können sie zur EU-Gesetzgebung übergehen und den Grad an Mitbestimmung mit ihren Arbeitnehmern über freie Verhandlungen an die spezifischen Charakteristika ihrer Unternehmen anpassen. Aus diesem Grund ist anzunehmen, dass das Vorhandensein von starren nationalen gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung einen positiven Einfluss auf die Anzahl der Gründungen von Europäischen Aktiengesellschaften hat.

3.4 Empirische Analyse zum Einfluss von Mitbestimmungsregulierung auf die Anzahl von SE-Gründungen

Der Zusammenhang zwischen der Existenz von nationalen gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen und der Anzahl von SE-Gründungen wird anhand eines selbst erstellten und in dieser Form einzigartigen Datensatzes analysiert. Er enthält vom Inkrafttreten der SE-VO (10/2004) bis zum Erhebungszeitpunkt (10/2013) alle

gegründeten und noch existierenden SEs. Insgesamt wurden im Beobachtungszeitraum zwischen 2004 und 2013 auf dem Gebiet des EWR 1.938 SEs gegründet, die über die Internetseite der European Company Database (ECDB) auf www.ecdb.worker-participation.eu abgerufen wurden. Die ECDB ist eine Einrichtung des European Trade Union Institutes (ETUI) und setzt sich zum Ziel, die Aufgabe eines bisher nicht vorhandenen zentralen europäischen Registers für SEs zu übernehmen. Die primäre Informationsquelle der dort bereitgestellten Auskünfte ist das Supplement to the Official Journal of the European Union (TED), welches die Meldungen eingetragener SEs aus den nationalen Handelsregistern zusammenfasst. Da die Eintragungen im TED teilweise mit starken Verzögerungen und in Einzelfällen auch gar nicht erfolgen, ergänzt die ECDB diese Informationen durch eigene Recherchen. Sie ist momentan die vollständigste und umfassendste Datenquelle für Informationen zur Europäischen Aktiengesellschaft.

3.4.1 Abhängige Variable

Bei einem Blick auf die regionale Verteilung der insgesamt 1.938 gegründeten SEs ragen am oberen Ende vor allem zwei Länder hervor. Tabelle 1 stellt die Verteilung der SE-Gründungen auf die einzelnen EWR-Länder dar. So kann die Tschechische Republik als Spitzenreiter mit 1.348 Eintragungen in ihrem nationalen Handelsregister etwas mehr als zwei Drittel (69,56 %) aller EWR-weit beobachteten SEs auf sich vereinen. Deutschland belegt mit 267 Unternehmen (13,78 %) Platz zwei im internationalen Vergleich und weist gegenüber der Slowakischen Republik, die sich auf dem dritten Rang (80 Unternehmen) befindet, immer noch einen erheblichen Abstand von 187 Zählungen auf. Das Schlusslicht bilden Bulgarien, Griechenland, Island, Rumänien und Slowenien. In diesen Ländern waren zum Zeitpunkt der Erhebung keine SEs erfasst. Dass alle Mitgliedsstaaten der drei Spitzenplätze gesetzliche Mitbestimmungsregelungen für nationale Rechtsformen verankert haben, gibt einen ersten Anhaltspunkt für einen Zusammenhang von SE-Gründungen und dem Zwang von Arbeitnehmermitbestimmung. Dieser Eindruck wird dadurch untermauert, dass in allen Ländern ohne SE-Gründungen auch keine gesetzlichen Vorgaben zur unternehmerischen Mitbestimmung existieren. Eine Ausnahme stellt lediglich Slowenien dar.

Dieses Bild, die Attraktivität der Standorte Deutschland und der Tschechischen Republik für die Gründung von SEs, bleibt selbst bei einer differenzierteren Betrachtung der einzelnen Unternehmen erhalten. Die ECDB kategorisiert die von ihr registrierten SEs über die Merkmale wirtschaftliche Aktivität und Mitarbeiteranzahl in drei

unterschiedliche Klassen: Eine SE wird immer dann als Normal-SE (*SEnormal*) ausgewiesen, wenn sie wirtschaftliche Aktivität aufweist und mindestens sechs Mitarbeiter beschäftigt. Die zweite Kategorie Empty/Micro-SE (*SEmicro*) erfasst alle Unternehmen, die zwar wirtschaftlich aktiv sind, jedoch nur eine Mitarbeiteranzahl von fünf Personen oder weniger aufweisen. Hier sind Gesellschaften eingeordnet, deren Geschäftszweck z.B. lediglich aus der Verwaltung von Anlagen und Vermögenswerten besteht. Alle Unternehmen, für deren Klassifizierung nicht genügend Informationen vorliegen, werden als UFO-SE (*SEufo*) gekennzeichnet. Diese Gruppe enthält zusätzlich alle SEs, die weder wirtschaftlich aktiv sind noch Mitarbeiter beschäftigen (Shelf-SE). Hierbei handelt es sich um sogenannte Vorratsgesellschaften bzw. Unternehmenshüllen. Sie werden insbesondere von Dienstleistern gegründet, die das Ziel haben, das „leere“ Unternehmen an eine dritte Partei zu veräußern. Allgemein liegt der Vorteil für die Käufer

Tabelle 1: Anzahl SE-Gründungen nach ECDB-Kategorien

Land	SE gesamt	SE normal	SE micro	SE ufo	Land	SE gesamt	SE normal	SE micro	SE ufo
Tschechische Rep.	1.348	53	117	1.178	Ungarn	5	4	1	0
Deutschland	267	128	71	68	Estland	4	3	0	1
Slowakische Rep.	80	3	22	55	Norwegen	4	2	2	0
Ver. Königreich	62	3	12	47	Spanien	4	1	1	2
Niederlande	31	13	11	7	Lettland	3	2	1	0
Frankreich	26	16	5	5	Litauen	2	1	1	0
Luxemburg	24	7	9	8	Polen	2	0	1	1
Österreich	19	10	9	0	Finnland	1	1	0	0
Zypern	14	6	4	4	Italien	1	1	0	0
Irland	10	1	5	4	Portugal	1	0	0	1
Belgien	9	3	1	5	Bulgarien	0	0	0	0
Liechtenstein	6	1	0	5	Griechenland	0	0	0	0
Dänemark	5	0	1	4	Island	0	0	0	0
Malta	5	0	4	1	Rumänien	0	0	0	0
Schweden	5	1	0	4	Slowenien	0	0	0	0
					Gesamt	1.938	260	278	1.400

Erklärungen: *SEgesamt* = Gesamtanzahl gegründeter SEs; *SEnormal* = wirtschaftlich aktive SEs mit mehr als fünf Arbeitnehmern; *SEmicro* = wirtschaftlich aktive SEs mit weniger als sechs Arbeitnehmern; *SEufo* = SEs ohne wirtschaftliche Aktivität und ohne Arbeitnehmer
Quelle: Eigene Darstellung; Datengrundlage ECDB

von Unternehmenshüllen überwiegend in der Zeitersparnis. Das bereits eingetragene Unternehmen ist sofort einsatzbereit und kann unmittelbar nach dem Erwerb für wirtschaftliche Zwecke verwendet werden. Gegenüber einer Neugründung entfällt der oftmals langwierige und aufwendige Gründungsprozess. Trägt eine zu aktivierende Vorratsgesellschaft die Rechtsform SE, kann für die Eigentümer damit noch ein weiterer Vorteil einhergehen. Da eine Vorrats-SE bereits in ein Handelsregister eingetragen sein

muss, sind folglich auch die Verhandlungen zur Beteiligung von Arbeitnehmern abgeschlossen. Aufgrund des Mangels an Mitarbeitern dieses SE-Typus wird die Mitbestimmungsvereinbarung keine Rechte beinhalten. Es besteht die Möglichkeit, dass die Gesellschaft auch mitbestimmungsfrei bleibt, obwohl bei der Aktivierung eine große Anzahl an Mitarbeitern eingebracht wird. Aus rechtlicher Sicht ist diese Praxis sehr umstritten, wurde in der Vergangenheit allerdings häufig angewendet (Keller und Werner 2009).

Wie Tabelle 1 ebenfalls zeigt, muss der Rechtsraum der Tschechischen Republik Eigenschaften aufweisen, die für die Gründung von Vorrats-SEs besonders geeignet sind. Von den insgesamt 1.348 tschechischen Unternehmen entfallen 1.178 (87,39 %) auf die Kategorie UFO-SE und nur 53 Unternehmen lassen sich als Normal SE identifizieren, wodurch die absoluten Gründungszahlen der Tschechischen Republik relativiert werden. Der Anteil von UFO-SEs an allen SE-Gründungen ist in Deutschland hingegen mit 68 von 267 Unternehmen weitaus geringer. Was die Gründung von Normal-SEs anbelangt, belegt Deutschland mit 128 Unternehmen (49,23 %) im internationalen Vergleich, gefolgt von der Tschechischen Republik mit 53 Unternehmen, sogar den ersten Rang. Warum insbesondere in der Tschechischen Republik in derart großem Umfang Vorrats-SEs gegründet werden, untersuchten bereits Eidenmüller und Lasák (2012). Ihre Analyse basiert auf 220 SEs, die bis Mitte des Jahres 2010 im Handelsregister der Tschechischen Republik eingetragen wurden. Einerseits ziehen sie es in Betracht, dass die Anbieter von Vorratsgesellschaften von einer relativ liberalen Einstellung der Tschechischen Behörden gegenüber der Thematik Arbeitnehmermitbestimmung bei der Aktivierung ausgehen. Andererseits führen sie die hohe Anzahl an UFO-SEs auf eine bloße Überschätzung der Nachfrage seitens der Dienstleister zurück. Doch nicht nur in der Tschechischen Republik, sondern im ganzen EWR, ist die Kategorie UFO-SE mit 1.400 von allen 1.938 Unternehmen extrem stark vertreten. Dies bedeutet, dass 72,24 % aller SEs entweder nicht wirtschaftlich aktiv sind und keine Mitarbeiter beschäftigen oder für diese Unternehmen über ihre Gründung hinaus keine weiteren Angaben gemacht werden können.

In Anbetracht der Hypothese dieses Beitrags ergibt sich hinsichtlich der Stichprobe aus der Kategorisierung der ECDB zwangsläufig eine Einschränkung. Es wird für alle Empty/Micro-SEs, die über eine Maximalanzahl von lediglich fünf Arbeitnehmern charakterisiert sind, angenommen, dass die Motivation einer Gründung

bzw. eines Rechtsformwechsels nicht auf der Verhandelbarkeit von Mitbestimmungsrechten beruhen kann. Insbesondere da die nationale Untergrenze für einen gesetzlichen Mitbestimmungszwang in den Ländern des EWR bei einer Arbeitnehmeranzahl von mindestens 25 festgesetzt ist. Für alle UFO-SEs hingegen liegen entweder zu wenige Informationen vor, oder aber sie beschäftigen keine Arbeitnehmer, sodass es für die Untersuchung des hauptsächlich interessierenden Zusammenhangs in einem ersten Schritt ebenfalls nicht plausibel erscheint, sie in die Analyse miteinzubeziehen. Aufgrund der rechtlichen Vorgaben des Gründungsprozesses muss an dieser Stelle noch eine weitere Gruppe von Unternehmen aus der Datengrundlage ausgeschlossen werden. Wie in Kapitel 2 anhand der gesetzlichen Grundlagen zur SE verdeutlicht, gibt es bei allen SE-Gründungen auf dem Weg der Umwandlung keine Verhandlungen in Bezug auf die Arbeitnehmermitbestimmung.

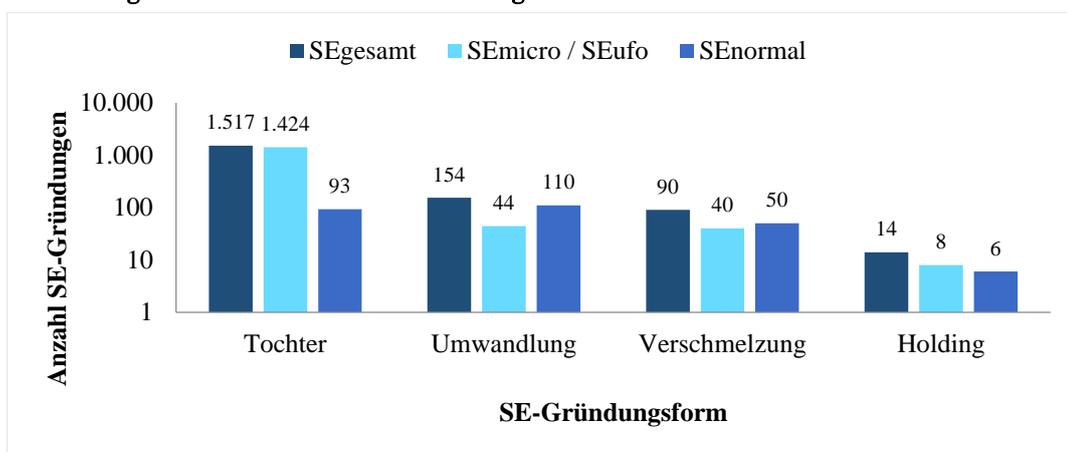
Eine Übersicht zur Verteilung der SEs nach den ECDB-Kategorien auf die einzelnen Gründungsformen gibt Abbildung 4. Die Gesamtanzahl der Unternehmen beläuft sich in dieser Darstellung, im Vergleich zu allen SE-Gründungen (1.938), auf 1.775. Grund dafür ist, dass in der Datenbank der ECDB für 163 Unternehmen keine Informationen über die Gründungsform zugrunde liegen. Unter diesen 163 Unternehmen befinden sich 162 SEs, die der Kategorie Empty/Micro-SE bzw. UFO-SE zugerechnet werden können und nur ein Unternehmen der Kategorie Normal-SE. Die untersuchte Stichprobe verringert sich dadurch also lediglich um eine Beobachtungseinheit. Die Variante der Tochter-SE⁸ ist mit 1.517 Unternehmen (85,46 %) die am häufigsten gewählte Form der Gründung. Die Holding als SE-Gründungsform scheint mit 14 Unternehmen (0,79 %) dagegen nur eine stark untergeordnete Rolle zu spielen.

Angesichts der unterschiedlichen Gründungsformen einer SE einerseits und der Klassifizierung der ECDB in Bezug auf wirtschaftliche Aktivität und Mitarbeiteranzahl andererseits eignet sich nur eine ganz bestimmte Gruppe von Unternehmen, um den Zusammenhang von einer gesetzlichen Mitbestimmungspflicht und der Anzahl von SE-Gründungen zu testen. Alle Unternehmen, die auf dem Weg der Umwandlung gegründet wurden, können keine Berücksichtigung finden, da Verhandlungen über die Mitbestimmungsrechte auf diesem Weg prinzipiell zwar möglich sind, das Verhandlungsergebnis allerdings keine Reduktion dieser Rechte zur Folge haben kann.

⁸ Alle SEs unter dieser Gründungsform sind entweder über die originäre Gründungsform der Tochter-SE entstanden oder wurden als Tochter von einer bereits existierenden SE gegründet, da die ECDB hier keine Unterscheidung vornimmt.

Über alle Unternehmen, die in die Kategorie Empty/Micro-SE oder UFO-SE fallen, sind entweder zu wenige Informationen vorhanden, oder sie verfügen über einen zu kleinen Mitarbeiterstamm. Um einer möglichen Verzerrung der Ergebnisse vorzubeugen, wird die Stichprobe reduziert, sodass sie sich folglich aus allen Normal-SEs zusammensetzt, die nicht über den Weg der Umwandlung gegründet wurden, und beläuft sich auf 149 Unternehmen (*AnzahlSE*). Auch Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) weisen darauf hin, dass es unterschiedliche Gründungsformen und SE-Klassifikationen gibt. Bei der Überprüfung ihrer Hypothese berücksichtigen sie diese Unterscheidung hingegen nicht.

Abbildung 4: Anzahl SEs nach Gründungsformen



Quelle: Eigene Darstellung; Datengrundlage ECDB

3.4.2 Theoretisch fundierte unabhängige Variable

Die interessierende unabhängige Variable bildet ab, ob in einem bestimmten EWR-Mitgliedsstaat nationale gesetzliche Mitbestimmungsregelungen auf Unternehmensebene existieren. Ihre Operation ist im Vergleich zur Auswahl der Unternehmensstichprobe weniger eindeutig, da die rechtlichen Vorgaben und Schwellenwerte für die Beteiligung der Arbeitnehmer in den Organen teils stark voneinander abweichen. Tabelle 2 gibt einen Überblick über die jeweils umfassendsten nationalen Mitbestimmungsregelungen in den EWR-Mitgliedsstaaten. In elf der 30 Länder existieren keine gesetzlichen Regelungen, die den Arbeitnehmern Mitbestimmungsrechte auf Unternehmensebene zuweisen würden. Sieht man zudem von allen Ländern ab, die ausschließlich für staatliche Unternehmen eine Mitbestimmungspflicht gesetzlich verankert haben, erhöht sich die Zahl der Länder ohne eine solche auf 15. Im EWR-weiten Vergleich können die Arbeitnehmer in Deutschland und Slowenien durch eine maximal paritätisch erreichbare Beteiligung den größten Einfluss auf die Entscheidungen des Aufsichts- oder des Verwaltungsorgans ausüben. Hat

Tabelle 2: Unternehmensmitbestimmung im EWR

Land	Regelungen zur Unternehmensmitbestimmung
Belgien	keine Mitbestimmungsrechte
Bulgarien	keine Mitbestimmungsrechte
Dänemark	Unternehmen > 35 AN: 1/3 des AR
Deutschland	Unternehmen > 1.000 AN: 1/2 des AR
Estland	keine Mitbestimmungsrechte
Finnland	Unternehmen > 150 AN: 1/4 des AR/VO
Frankreich	– staatliche Unternehmen > 1.000 AN: 1/3 des AR/VO – privatisierte Unternehmen AR > 15: 3 Mitglieder
Griechenland	staatliche Unternehmen: 2–3 Mitglieder des VO
Irland	– 20 staatliche Unternehmen – einige privatisierte Unternehmen: 1/3 des VO
Island	keine Mitbestimmungsrechte
Italien	keine Mitbestimmungsrechte
Lettland	keine Mitbestimmungsrechte
Liechtenstein	staatliche Unternehmen
Litauen	keine Mitbestimmungsrechte
Luxemburg	– staatliche Unternehmen: max. 1/3 des VO – Unternehmen > 1.000 AN: 1/3 des VO
Malta	staatliche Unternehmen
Niederlande	U > 100 AN: max. 1/3 des AR
Norwegen	U > 50 AN: 1/3 des VO
Österreich	AG und GmbH > 300 AN: 1/3 des AR
Polen	privatisierte Unternehmen: 2/5 des AR
Portugal	keine Mitbestimmungsrechte
Rumänien	keine Mitbestimmungsrechte
Schweden	U > 1.000 AN: 3 Mitglieder des VO
Slowakische Republik	– staatliche Unternehmen: 1/2 des AR – Unternehmen > 50 AN: 1/3 des AR
Slowenien	AG > 50 AN: max. 1/2 des AR/VO
Spanien	26 staatliche Unternehmen
Tschechische Republik	AG > 50 AN / staatliche Unternehmen: 1/3 des AR
Ungarn	AG und GmbH > 200 AN: 1/3 des AR
Ver. Königreich	keine Mitbestimmungsrechte
Zypern	keine Mitbestimmungsrechte

Erklärungen: Wenn in einem Land gesetzliche Mitbestimmungsregelungen existieren, ist jeweils die stärkste Form ausgewiesen; AR = Aufsichtsrat; VO = Verwaltungsorgan; AN = Arbeitnehmer; GmbH = Gesellschaft mit beschränkter Haftung; AG = Aktiengesellschaft
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an www.seeurope-network.org

der Gesetzgeber unternehmerische Mitbestimmung vorgesehen, so beinhaltet diese vornehmlich eine Drittelbeteiligung in den Unternehmensorganen, so wie in den Fällen von Luxemburg, Österreich, Polen, der Slowakischen Republik oder Ungarn. Um den Einfluss von gesetzlicher Arbeitnehmermitbestimmung messen zu können, wird eine Dummy-Variable (*Mitbestimmung*) verwendet, die immer dann den Wert 1 annimmt, sobald in einem Land für Unternehmen in privatem Besitz irgendeine Form von gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen auf Unternehmensebene beobachtet werden kann. Die zugrunde liegenden Informationen wurden unter www.seeurope-network.org entnommen, welches ein gemeinsames Projekt des European Trade Union Institute for Research, Education and Health and Safety (ETUI-REHS) und der Hans-Böckler-Stiftung ist.

3.4.3 Kontrollvariablen

Die erste Gruppe verwendeter Kontrollvariablen bezieht sich auf die Attraktivität der einzelnen EWR-Länder für die Gründung von Unternehmen und dem Tätigen von Geschäften im Allgemeinen. Sie stammen aus den jährlichen Doing Business Reports der Weltbank, die unter www.doingbusiness.org zum Download angeboten werden.⁹ Die Weltbank ermittelt für mittlerweile 189 Volkswirtschaften den Ease of Doing Business Index (*Businessindex*)¹⁰. Er bildet die wirtschaftlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen in einem Land ab, die bei der Wahl eines Rechtsraumes für wirtschaftliche Aktivitäten eine wesentliche Rolle spielen sollten. Er setzt sich aus Bewertungen über die Faktoren Unternehmensgründung, Baugenehmigungen, Eintragung von Eigentum, Kreditverfügbarkeit, Investorenschutz, grenzübergreifender Handel, Durchsetzung von Verträgen, Abwicklung von Insolvenzen und Verfügbarkeit von Elektrizität zusammen. Da in Anbetracht der abhängigen Variable zu erwarten ist, dass die untergeordneten Größen der Kategorie „Unternehmensgründung“ wohl den stärksten Einfluss ausüben, werden diese sowohl gemeinsam in einem Index (*Startingindex*) als auch zusätzlich getrennt in die Analyse miteinbezogen. An erster Stelle steht hier die Anzahl amtlich benötigter Verfahrensschritte (*Verfahrensschritte*), die ein Gründer eines Handels- oder Industrieunternehmens in einem bestimmten Land

⁹ Diese Größen werden auch von Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) verwendet.

¹⁰ Der Ease of Doing Business Index bringt die betrachteten Volkswirtschaften in eine Rangfolge (1–189). Ein höherer Rang ist dabei mit freundlicheren regulatorischen Rahmenbedingungen für die Gründung oder Führung eines Unternehmens verbunden. Da es sich ohnehin um eine Ordinalskalierung handelt, wurden die Länder für diese Analyse in vier Kategorien eingeteilt (1: ≤ 30 ; 2: $> 30 \ \& \ \leq 60$; 3: $> 60 \ \& \ \leq 90$; 4: > 120).

zu bewältigen hat¹¹. Eine Zählung erfolgt bei jedem Kontakt des Unternehmensgründers mit einer dritten Partei, wie beispielsweise Notaren oder Anwälten. Zusätzlich wird die durchschnittlich benötigte Dauer einer Unternehmensgründung (*Zeit*) erfasst. Gemessen wird die Zeit in Kalendertagen von der Einleitung des ersten Verfahrensschrittes bis zur Aushändigung der Steuernummer oder Eintragungsurkunde. Auch die Kosten einer Unternehmensgründung (*Kosten*) sind miteinbezogen. Durch sie werden alle Aufwendungen für amtliche Gebühren und juristische Unterstützung während des Gründungsprozesses abgebildet. Die Anziehungskraft von Ländern für Unternehmensgründungen ist letztlich auch über die Mindestkapitalanforderung (*Kapitalanforderung*) berücksichtigt. Die Variablen *Kosten* und *Kapitalanforderung* sind jeweils in Prozent des Pro-Kopf-Einkommens des jeweiligen Landes angegeben.

Die Rechtsform SE bietet ihren Nutzern im Vergleich mit allen nationalen Rechtsformen die Möglichkeit, den Firmensitz relativ unkompliziert und unbürokratisch innerhalb des EWR zu verlagern. Als Konsequenz der nur zum Teil gemeinschaftsweit geltenden Rechtsgrundlage der SE sehen sich Unternehmen in gewissen Bereichen unterschiedlichen gesetzlichen Regelungen gegenübergesetzt, wenn sie ihren Sitz über die Grenzen von Mitgliedsstaaten hinweg verlagern. Demgemäß regelt Erwägungsgrund Nr. 20 der SE-VO, dass neben den Rechtsbereichen Wettbewerbsrecht, gewerblicher Rechtsschutz und Konkursrecht auch das Steuerrecht der jeweiligen Mitgliedsstaaten durch die SE-VO nicht abgelöst wird und auf SEs anzuwenden ist. Konsequenterweise sollten Unternehmen mit der Rechtsform SE einen Anreiz haben, sich in Ländern zu registrieren, die vorteilhaftere steuerliche Rahmenbedingungen bieten als andere. Dieser Tatsache wird Rechnung getragen, indem als weitere Kontrollvariable die Körperschaftssteuer (*Steuer*) in das Modell aufgenommen wird. Die Steuersätze werden so genutzt, wie sie die Europäische Kommission (Taxation and Customs Union) auf www.ec.europa.eu veröffentlicht.

Zur Berücksichtigung von Anpassungseffekten an EU-Standards wird auch die Dauer der Mitgliedschaft (*EU-Mitgliedschaft*) der untersuchten Länder entweder zur EU oder zum European Free Trade Agreement (EFTA) in die Schätzungen miteinbezogen. Es wird angenommen, dass die Behörden älterer Mitglieder besser in der Lage sind, mit EU-Vorgaben umzugehen, und ihre Strukturen an jene angepasst sind. Geringere bürokratische Hürden sollten für eine höhere Anzahl von SE-Gründungen sprechen. Die

¹¹ Hierzu werden auch alle Aktivitäten für amtliche Bekanntmachungen und für das Erlangen von benötigten Lizenzen und Genehmigungen gezählt.

Mitgliedsdauer wurde ebenfalls über die Internetseiten der Europäischen Kommission unter www.europa.eu erhoben. Die Größe eines Landes wird über das Bruttoinlandsprodukt (*BIP*) und über die Anzahl der Erwerbstätigen (*Erwerbstätige*) kontrolliert. Die Angaben zu beiden Variablen stammen aus den Datenbanken von Eurostat (www.epp.eurostat.ec.europa.eu). Die letzte Kontrollvariable bezieht sich auf den Ursprung des Rechtssystems eines Landes. La Porta et al. (1998) stellen fest, dass die Interessen von Unternehmenseigentümern in Rechtssystemen, die auf dem Common Law basieren, am stärksten geschützt sind. Demzufolge könnte die SE mit ihrer sehr flexiblen und liberalen Gesetzgebung in den dazugehörigen Ländern als vergleichsweise weniger gewinnbringend wahrgenommen werden. Vor diesem Hintergrund nimmt die Variable *Gesetzesursprung* für alle Beobachtungen des Vereinigten Königreichs oder Irlands den Wert 1 und in allen anderen Fällen den Wert 0 an.

Da mit der SE für viele Länder des EWR nicht nur die Verhandlungen zur Arbeitnehmermitbestimmung neu sind, sondern auch die Wahl des Leitungssystems, enthält das verwendete Modell eine weitere institutionelle Größe. Sie soll dafür Rechnung tragen, ob auf nationaler Ebene für Kapitalgesellschaften ein Leitungssystem mit getrennter Geschäftsführung (Vorstand) und Kontrolle (Aufsichtsrat) verpflichtend vorgeschrieben ist. Die Möglichkeit, einerseits mit der Gründung einer SE von einem dualistischen zu einem monistischen System überzugehen oder andererseits im Zuge eines Rechtsformwechsels die Anzahl der Mitglieder im eigenen Kontrollorgan reduzieren zu können, kann für Unternehmen in mehrerer Hinsicht einen Anreiz darstellen, zur Rechtsform SE überzugehen. Das monistische System scheint vor allem für viele inhabergeführten Familienunternehmen und Unternehmensneugründungen attraktiv. In erster Linie verursacht es durch den Wegfall eines Organs geringere direkte Kosten, und zusätzlich kann ein dominanter Gesellschafter der Inhaberfamilie als CEO des Verwaltungsrats die Oberleitungs-, Überwachungs- und Geschäftsführungsfunktion auf sich vereinigen und diese Machtposition im Sinne der Familie nutzen (Seibt und Saame 2005). Der Vorzug von kleineren Kontrollgremien aufgrund einer besseren Kommunikation, Koordination und Wahrnehmung der eigentlichen Kontrollfunktion wurde in der Vergangenheit bereits mehrfach diskutiert (Yermack 1996; Eisenberg, Sundgren und Wells 1998). Dementsprechend wird mit einer weiteren Dummyvariable (*Dual*) kontrolliert, ob in Ländern mit gesetzlich vorgeschriebener zweistufiger Boardstruktur die Rechtsform SE besonders attraktiv erscheint. In zwölf der 30 beobachteten Länder steht Unternehmen nur die monistische Variante zur Verfügung,

neun Mitgliedsstaaten gewähren eine Wahlfreiheit, und ebenfalls neun Länder schreiben eine dualistische Unternehmensführungsstruktur vor. Die Daten stammen aus einem Bericht der Europäischen Kommission¹².

3.4.4 Methodik und deskriptive Statistiken

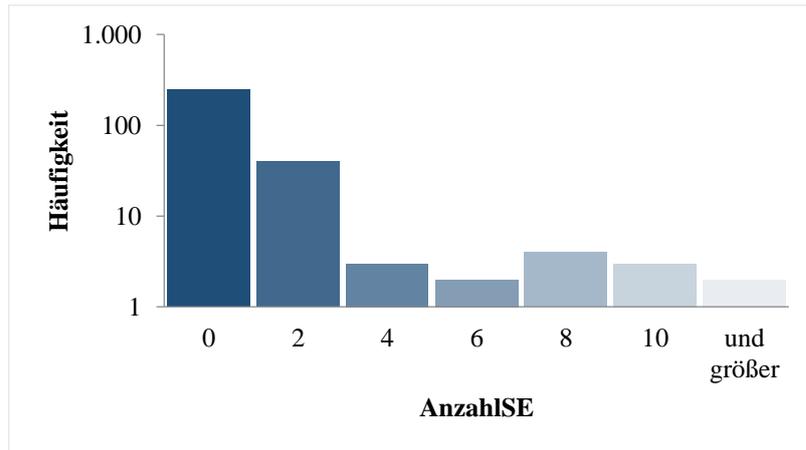
Die abhängige Variable *AnzahlSE* weist die typischen Merkmale von Zähldaten auf. Sie erfasst die Anzahl der gegründeten SEs in einem Land für ein bestimmtes Jahr, sodass ihr Wertebereich auf nicht negative ganzzahlige Werte begrenzt ist ($AnzahlSE \in \mathbb{N}_0 = \{0, 1, 2, \dots\}$). Zudem folgt sie einer sehr stark rechtsschiefen Verteilung, und die Masse der Beobachtungen konzentriert sich auf den Wert 0 (vgl. Abbildung 5). Prinzipiell besteht die Möglichkeit, Daten dieser Art durch ein klassisches lineares Regressionsmodell zu approximieren. Mit dem Einsatz dieser Methode wird allerdings gleichzeitig die Annahme getroffen, dass die Fehlerterme der verwendeten Schätzgleichung normalverteilt sind. Wäre die Anzahl an SE-Gründungen nicht diskreter Natur, sondern kontinuierlicher, könnte die Schiefe der Verteilung mittels einer Transformation korrigiert werden, sodass die Annahme nicht verletzt und mit annäherungsweise normalverteilten Fehlertermen gerechnet wird. Für eine diskrete Variable, die wie im vorliegenden Fall auf nicht negative Werte beschränkt ist, existiert eine solche Korrekturmethode hingegen nicht. So kann es zu zwei unterschiedlichen Arten von Problemen kommen, wenn zur Auswertung dennoch ein einfaches lineares Regressionsmodell verwendet werden würde: 1) Das Modell liefert geschätzte Werte mit negativem Vorzeichen, was aufgrund der Datenbeschaffenheit theoretisch aber nicht möglich ist. 2) Das exzessive Auftreten von Beobachtungen mit dem Wert null verhindert eine Transformation der Verteilung von einer schiefen in eine normale. Dies muss nicht zwangsläufig heißen, dass die erhaltenen Schätzer inkonsistent, ineffizient und verzerrt sind. Die Verwendung eines Modells, das speziell für die Charakteristik von Zähldaten entworfen wurde, generiert jedoch die zuverlässigeren Ergebnisse (Long 1997, S. 217–238).

Cameron und Trivedi (2013, S. 21–24) empfehlen als Ausgangspunkt für die Analyse von Zähldaten die Berechnung eines Poisson-Regressions-Modells (PRM), welches auf der Poissonverteilung basiert. In der Poissonverteilung wird die Wahrscheinlichkeit einer Zählung durch den Parameter μ bestimmt. Ein großer Unterschied zur Normalverteilung ist, dass dieser Parameter μ gleichzeitig die Varianz

¹² Employee Representatives in an Enlarged Europe, Vol. 2 der Europäischen Kommission

und den Erwartungswert bestimmt, die sich also entsprechen müssen ($E[\text{AnzahlSE}] = \mu = \text{Var}[\text{AnzahlSE}]$). Zusätzlich erlaubt das PRM aber, dass für jede Beobachtungseinheit ein anderer Wert von μ realisiert wird (μ_i). Somit mündet dies in der Annahme von Gleichheit des konditionalen Erwartungswertes und der konditionalen Varianz ($E[\text{AnzahlSE}_i|x_i] = \exp(x_i\beta) = \mu_i = \text{Var}[\text{AnzahlSE}_i|x_i]$). Diese Eigenschaften der Poissonverteilung und schließlich auch des PRM bezeichnet man als die Annahme von Equidispersion.

Abbildung 5: Häufigkeitsverteilung SE-Gründungen



Quelle: Eigene Darstellung; Datengrundlage ECDB

In vielen Datengrundlagen ist die Gleichheit von (bedingter) Varianz und (bedingtem) Erwartungswert von Variablen, die einem Zählprozess unterliegen, nicht gegeben. Das heißt, viele Zählprozesse folgen keiner Poissonverteilung. Die (bedingte) Varianz ist in vielen Fällen größer als der (bedingte) Erwartungswert, sodass die Annahme der Poissonverteilung verletzt wird und sogenannte Overdispersion vorliegt. In dieser Situation würde ein PRM die Verteilung der geschätzten Zählungen nicht korrekt darstellen. Vergleichbar mit den Problemen von linearen Modellen bei Heteroskedastizität sind die ausgewiesenen Standardfehler nach unten verzerrt bzw. werden zu klein angegeben. Somit fallen die dazugehörigen z-Werte unangemessen groß aus, was hinsichtlich der Signifikanz von Regressionskoeffizienten zu Fehlinterpretationen führen kann. Letztlich sind die Resultate eines PRM bei Overdispersion nicht grundsätzlich inkonsistent, aber mit Sicherheit ineffizient (Long und Freese 2006, S. 372–381).

Wie aus der Übersicht zu den deskriptiven Statistiken (Tabelle 3) entnommen werden kann, übersteigt die Varianz (1,68) der abhängigen Variable (*AnzahlSE*) im vorliegenden Fall bei Weitem ihren Erwartungswert (0,50). Dieser erste Eindruck von Overdispersion in den Daten wird bei einem Vergleich der geschätzten

Wahrscheinlichkeiten für die Zählung einer SE mittels eines PRM mit den tatsächlich beobachteten Werten gestützt. Die größten Abweichungen für eine Zählung lassen sich dabei im Intervall [1,3] beobachten. So wird durch das PRM vor allem die Zählung einer 0 unter- und die Zählung einer 1 oder 2 überschätzt. Um den statistischen Defiziten des PRM durch seine verhältnismäßig starken Annahmen entgegenzutreten, wird stattdessen auf ein Negativ-Binomial-Regressions-Modell (NBRM) ausgewichen. Im Vergleich zum PRM ist es deutlich flexibler, da es zur Modellierung zwischen dem Zusammenhang des bedingten Erwartungswertes und der bedingten Varianz einen zusätzlichen Parameter ε_i (Fehlerterm) beinhaltet. Dieser erlaubt der Varianz, den Erwartungswert zu übersteigen, und fängt gleichzeitig unbeobachtete Heterogenität zwischen den einzelnen Beobachtungseinheiten auf. Der bedingte Erwartungswert μ_i aus dem PRM ändert sich im NBRM dadurch in eine Zufallsvariable $\tilde{\mu}_i = \exp(x_i\beta + \varepsilon_i)$. Es wird also nicht mehr wie im PRM gefordert, dass allen Ländern mit derselben Ausprägung für x_i auch derselbe Wert für μ zugrunde liegt. Unterschiedliche Werte in $\tilde{\mu}_i$ sind im NBRM vielmehr auf zwei verschiedene Ursachen zurückzuführen. Einerseits kann unbeobachtete Heterogenität, die sich in ε_i ausdrückt, für Variation in $\tilde{\mu}_i$ sorgen, und andererseits kann diese auch durch unterschiedliche Ausprägungen zwischen den Beobachtungseinheiten entstehen (Winkelmann 2008, S. 20–26).

Tabelle 3: Zusammenfassende Statistiken zu SE-Gründungen im EWR

	Beob.	Mittel	Standard- abweichung	Min.	Max.
AnzahlSE	300	0,50	1,68	0	13
Erwerbstätige	294	7,42	9,76	0,03	40,49
Steuer	288	23,72	7,46	10	38,36
EU-Mitgliedschaft	300	24,72	20,82	0	62
Businessindex	300	2,22	1,22	1	4
Startingindex	300	2,69	1,29	1	4
Verfahrensschritte	274	6,46	2,72	2	15
Zeit	274	20,66	17,56	4	114
Kosten	274	6,90	7,01	0	40,40
Kapitalanforderung	274	31,13	36,63	0	247,40
Mitbestimmung	300	0,50			
Dual	300	0,33			
Gesetzesursprung	300	0,10			

Die deskriptiven Statistiken in Tabelle 3 zeigen, dass pro Land und Jahr durchschnittlich 0,5 SEs gegründet werden. Die Variable zur gesetzlichen Mitbestimmung nimmt in genau 50 % der Länder-Jahre den Wert 1 an. Zudem liegen bis auf wenige Ausnahmen für die

einzelnen Beobachtungseinheiten (Länder) die Ausprägungen aller verwendeten Größen über den Zeitraum von zehn Jahren (2004 bis 2013) vor.

Diese Datenstruktur, mit einer Zeit- und einer Länderdimension, beinhaltet im Vergleich zu reinen Querschnitts- oder Zeitreihendaten mehr Variabilität und bietet auch die Möglichkeit, eine größere Palette von Fragen zu adressieren. Zudem lassen sich mittels Paneldaten Probleme von unbeobachteter Heterogenität sowohl in zeitlicher als auch in individueller Hinsicht teilweise korrigieren. Ein Weg, mögliche unerwünschte Auswirkungen von unbeobachteter Heterogenität zu umgehen, führt in der Praxis über die Verwendung von methodisch ausgereiften Verfahren wie Fixed-Effects-Modellen, die in der Lage sind, entweder zeit- oder individuen-spezifische Effekte zu kontrollieren. Technisch betrachtet erzeugen und verwenden sie unter anderem für jeden Zeitpunkt bzw. jedes Land eine eigene Dummy-Variable. In Modellen mit fixen Ländereffekten haben die Dummies der verschiedenen Länder zu jedem Zeitpunkt die gleiche Ausprägung und sind dadurch zeitinvariant.

Die hier unabhängigen Variablen zum gesetzlichen Ursprung, zur Arbeitnehmermitbestimmung und zu nationalen Regelungen zum Leitungssystem verändern sich über die Zeit ebenfalls nicht (siehe Tabelle 16 im Anhang). In einem Modell, welches fixe Ländereffekte kontrolliert, wären diese Größen infolgedessen mit den einzelnen Länder-Dummies perfekt multikollinear. Der länderspezifische Effekt ließe sich daher nicht von den anderen zeitkonstanten Variablen unterscheiden, sodass diese von einer Fixed-Effects-Schätzung ausgeschlossen werden. Hausman und Taylor (1981) entwickeln einen Instrument-Variablen-Schätzer, der für dieses Problem eine Lösung anbietet. Er hat die Fähigkeit, die Teilmengen von zeitkonstanten und über die Zeit variierenden Variablen getrennt voneinander zu behandeln, und kann so dennoch konsistente und effiziente Ergebnisse liefern (Hsiao 2003, S. 95–99; Wooldridge 2010, S. 325–328). In der verwendeten Statistiksoftware ist der Hausman-Taylor-IV-Schätzer leider nur für lineare Modelle verfügbar und kommt insofern auch für die Auswertung von Zähldaten nicht infrage. Bei der Einführung von Jahres-Dummies besteht das Problem der Multikollinearität hingegen nicht. Die anschließenden Regressionen basieren deshalb auf einem gepoolten Modell mit Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre. Dabei wird die zeitliche Dimension zwar beachtet, die Querschnittsdimension der Daten wird hingegen nicht berücksichtigt.

Da Beobachtungen für ein und dasselbe Land zu unterschiedlichen Zeitpunkten in das Modell einbezogen werden, kann berechtigterweise angezweifelt werden, inwieweit

die Beziehungen in der Datengrundlage bei einer Vernachlässigung der Querschnittsdimension korrekt abgebildet werden. Es ist also durchaus vorstellbar, dass gewisse Beobachtungen miteinander korrelieren. Infolgedessen wären auch deren Störterme nicht voneinander unabhängig, was zu einer Korrelation der Fehler führen würde. Hierdurch wären zwar nicht die Erwartungstreue und die Konsistenz der einzelnen Schätzungen in Gefahr, wohl aber die Verlässlichkeit der ausgegebenen Standardfehler (Baltagi 2011, S. 120–122). Um möglichen Problemen serieller Korrelation vorzubeugen, werden Standardfehler verwendet, die über die Länder geclustert sind. Sie sind heteroskedastizitätsrobust und in der Lage, mit der Korrelation innerhalb der Ländercluster umzugehen (Williams 2000; Petersen 2008).

3.4.5 Ergebnisse und Interpretation

Tabelle 4 fasst die Ergebnisse der Regressionen von SE-Gründungszahlen (*AnzahlSE*) auf die Variable zur Abbildung nationaler gesetzlicher Mitbestimmungsregelungen (*Mitbestimmung*) zusammen. Die insgesamt sieben unterschiedlichen Modellspezifikation beruhen alle auf demselben Basismodell, das als Kontrollvariablen nationale Vorschriften zum Leitungssystem (*Dual*), die Anzahl der Erwerbstätigen im Land (*Erwerbstätige*) und Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre beinhaltet (JahresDummies). Modell (1) berücksichtigt dabei zusätzlich den Ease of Doing Business Index der Weltbank (Businessindex), Modell (2) den Index zur allgemeinen Attraktivität von Unternehmensgründungen (Startingindex). In den Modellen (3)–(6) sind die einzelnen Unterkategorien des Gründungsindex jeweils getrennt bzw. in Modell (7) gemeinsam miteinbezogen

Das zentrale Ergebnis der Regressionen in Tabelle 4 ist, dass ein Zusammenhang zwischen gesetzlich vorgeschriebener Arbeitnehmermitbestimmung auf nationaler Ebene und dem Auftreten von SEs beobachtet werden kann. In allen sieben Modellvarianten ist die Dummy-Variable zur Mitbestimmung (*Mitbestimmung*) signifikant ((1)–(3): $p < 0,05$; (4)–(7): $p < 0,01$). Dies zeigt, dass die Pflicht zur unternehmerischen Mitbestimmung in einem Land die dortigen Gründungszahlen von Europäischen Aktiengesellschaften scheinbar positiv beeinflusst. Dieser Effekt ist am größten, wenn die Anzahl benötigter Verfahrensschritte, die Mindestkapitalanforderung, die benötigte Zeit und die aufgewendeten Kosten ((3)–(6)) für eine Unternehmensgründung berücksichtigt werden. Eine Erklärung für diese recht starke Schwankung, vor allem auf

Tabelle 4: Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen

AnzahlSE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Mitbestimmung	1,017** (0,433)	1,105** (0,469)	1,343** (0,538)	1,214*** (0,450)	1,261*** (0,470)	1,384*** (0,472)	1,698*** (0,558)
Dual	1,430*** (0,403)	1,118*** (0,336)	1,036*** (0,398)	1,361*** (0,414)	1,396*** (0,398)	1,729*** (0,466)	1,460*** (0,449)
Erwerbstätige	0,071*** (0,021)	0,064*** (0,021)	0,049** (0,023)	0,066*** (0,025)	0,061*** (0,022)	0,061*** (0,023)	0,038* (0,022)
Steuer	-0,046 (0,039)	-0,047 (0,043)	-0,014 (0,050)	-0,005 (0,049)	-0,000 (0,046)	-0,017 (0,046)	0,004 (0,058)
EU-Mitgliedschaft	0,008 (0,011)	0,007 (0,012)	0,003 (0,013)	-0,007 (0,016)	-0,003 (0,014)	-0,005 (0,014)	-0,007 (0,019)
Gesetzesursprung	-0,509 (0,449)	-0,522 (0,482)	-0,200 (0,492)	-0,475 (0,445)	-0,130 (0,532)	-0,784 (0,519)	-0,085 (0,739)
Businessindex	0,476* (0,269)						
Startingindex		0,462** (0,191)					
Verfahrensschritte			0,198 (0,113)*				0,327** (0,162)
Zeit				-0,006 (0,015)			-0,043 (0,030)
Kosten					0,045 (0,053)		0,024 (0,053)
Kapitalanforderung						-0,021*** (0,006)	-0,024*** (0,006)
Jahres-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Konstante	-6,259** (2,459)	-5,941*** (2,053)	-6,519*** (2,178)	-4,949** (1,989)	-5,956*** (2,145)	-4,206** (1,948)	-5,829** (2,286)
N	285	285	270	270	270	270	270

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Alle Modelle enthalten Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums und sind mit auf Länderebene geclusterten Standardfehlern geschätzt. Ausgewiesen sind die Regressionskoeffizienten der Negativ-Binomial-Regressionen. Die Standardfehler sind in Klammern angegeben. Aufgrund fehlender Werte einzelner Kontrollvariablen variiert die Anzahl der Beobachtungen über die einzelnen Modelle.

den Größeneffekt bezogen, kann unter anderem in der Anzahl der Beobachtungen gefunden werden, die in den Modellen (3)–(7) aufgrund fehlender Werte geringer ist als in den Modellen (1) und (2).

Tabelle 5 zeigt die Inzidenzraten-Verhältnisse zu den Schätzungen der Modelle (1)–(7) aus Tabelle 4. Die ausgewiesenen Werte berechnen sich, indem die jeweiligen Regressionskoeffizienten (β_k) zur Basis e potenziert werden ($\exp(\beta_k)$). Sie können als Faktorveränderung für die erwartete Zählung einer SE-Gründung verstanden werden und eignen sich, um Größeneffekte abzubilden. Genauer gesagt lässt sich so verdeutlichen, welche Änderung der abhängigen Variable *AnzahlSE* bei einer Veränderung der jeweiligen unabhängigen Variable um eine Einheit zu erwarten ist. Vorausgesetzt wird dabei jeweils, dass alle anderen Variablen eines Landes an ihren tatsächlichen Ausprägungen fixiert werden. Die Faktorveränderung für die Dummy-Variable *Mitbestimmung* reicht von der kleinsten in Höhe von 2,764 in Modell (1) bis zur größten in Höhe von 5,464 in Modell (7). Eine Interpretation entsprechend der Faktorveränderung aus Modell (1) würde bedeuten, dass das Vorhandensein gesetzlicher Mitbestimmungsregelungen in einem Land die zu erwartende Anzahl von SE-Gründungen um ungefähr den Faktor drei erhöht, wenn alle anderen Variablen konstant gehalten werden.

Nicht überraschend, aber in Bezug auf die Effektstärke in allen Regressionsvarianten sehr wohl bemerkenswert, ist die Signifikanz der Dummy-Variable, welche die gesetzlichen Vorgaben hinsichtlich des Leitungssystems (*Dual*) von nationalen Kapitalgesellschaften abbildet. Sie ist durchweg (Modelle (1)–(7)) signifikant positiv mit einer sehr geringen Fehlerwahrscheinlichkeit von jeweils unter 1 % ($p < 0.01$). Die gesetzliche Verankerung eines zweistufigen Leitungssystems mit getrennten Organen für Leitung und Kontrolle erweist sich neben der Arbeitnehmermitbestimmung somit ebenfalls als eine treibende Kraft für die Gründung von SEs. Mit Blick auf Tabelle 5 lässt sich zugleich festhalten: Die Wahrscheinlichkeit einer SE-Gründung für Länder, die für ihre Aktiengesellschaften eine duale Boardstruktur fordern, im Vergleich zu Ländern ohne diese Forderung ist ungefähr doppelt so hoch. Auch diese Aussage gilt nur unter der Voraussetzung, dass die Ausprägungen aller anderen Variablen eines Landes konstant gehalten werden. Dieser Befund gibt einen Hinweis darauf, dass die SE als Rechtsform auch durch ihre Möglichkeiten zu einer relativ flexiblen Ausgestaltung der Corporate-Governance-Struktur gewählt wird. Welcher Anreiz für die Unternehmenseigentümer dabei überwiegt, kann durch das Modell leider nicht erklärt werden. Ist es einerseits die

Aussicht, auf Unternehmensebene lediglich ein Gremium einführen zu müssen und so auf direktem Weg Kosten einsparen zu können? Oder ist es andererseits die Option, das eigene Kontrollorgan mit weniger Personen zu besetzen, als dies nationale Rechtsvorschriften fordern?

Bezüglich der Kontrollvariablen lassen sich mehrere Ergebnisse festhalten, die in dieser Form nicht zu erwarten waren. So übt die Höhe der Körperschaftssteuer in einem Land augenscheinlich keinen Einfluss auf die Anzahl der SE-Gründungen aus. Die SE wird also nicht besonders häufig in Ländern mit einer starken Steuerbelastung gewählt, um im Anschluss Gebrauch von der relativ unbürokratischen und unkomplizierten Verlagerung des Unternehmenssitzes in ein Land mit günstigerer Besteuerung zu machen. Auch die Variable zur Kontrolle des Rechtsursprungs *Gesetzesursprung* besitzt in keiner der Modellvarianten einen signifikanten Einfluss auf die Anzahl von Unternehmensgründungen. Zu erwarten war, dass die SE in Ländern angelsächsischen Rechtsursprungs im Vergleich zu anderen EWR-Staaten weniger häufig genutzt wird, da der Eigentümerschutz dort ohnehin relativ weit gefasst ist und die SE-Gesetzgebung möglicherweise nicht als Verbesserung empfunden wird. Anpassungsprozesse an EU-Richtlinien in bürokratischer Hinsicht, die versucht wurden anhand der Variable *EU-Mitgliedschaft* abzudecken, besitzen für die Wahrscheinlichkeit der Gründung einer SE laut den Regressionsergebnissen ebenfalls keine Signifikanz.

Was die Variablen zu allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und im Speziellen die Voraussetzungen für Unternehmensgründungen anbelangt, sind die Befunde sehr unterschiedlich und scheinen teilweise kontraintuitiv. Der Regressionskoeffizient zum Ease of Doing Business Index (*Businessindex*) ist in Modell (1) signifikant positiv ($p < 0,1$). Der positive Einfluss deutet darauf hin, dass die Bedingungen in Ländern, welche einen vergleichsweise hohen Rang in diesem Ranking belegen, für die Gründung einer SE besonders vorteilhaft sind. Dieser Effekt ist widersprüchlich, da mit steigendem Rang die wirtschaftliche Umgebung in einem Land als riskanter und weniger anziehend eingeschätzt wird. Derselbe Widerspruch findet sich zum Ease of Starting a Business Index in Modell (2), dessen Koeffizient ebenfalls signifikant positiv ($p \leq 0,05$) ist und so zum Ausdruck bringt, dass allgemein schlechtere Bedingungen für Unternehmensgründungen mit einer höheren Anzahl von SEs verbunden sind. Die einzige Ausnahme in dieser Kategorie hinsichtlich des erwarteten Zusammenhangs ist das Maß zur Mindestkapitalanforderung (*Kapitalanforderung*) bei einer Gesellschaftsgründung. Es wirkt sich jeweils in den Modellen (6) und (7) zu einem

Signifikanzniveau von 5 % mit zunehmender Höhe negativ auf die Gründungszahlen von SEs aus. Eine hohe Mindestkapitalanforderung senkt demzufolge die Attraktivität einer Unternehmensgründung.

Tabelle 5: Inzidenzraten-Verhältnisse zu SE-Gründungen

AnzahlSE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Mitbestimmung	2,764**	3,019**	3,832**	3,368***	3,529***	3,991***	5,464***
Dual	4,180***	3,058***	2,819***	3,902***	4,039***	5,633***	4,305***
Erwerbstätige	1,074***	1,066***	1,050**	1,068***	1,062***	1,063***	1,038*
Steuer	0,955	0,954	0,986	0,995	1,000	0,983	1,004
EU-Mitgliedschaft	1,008	1,007	1,003	0,993	0,997	0,995	0,993
Gesetzesursprung	0,601	0,593	0,819	0,622	0,878	0,457	0,919
Businessindex	1,610*						
Startingindex		1,587**					
Verfahrensschritte			1,219*				1,387**
Zeit				0,994			0,958
Kosten					1,046		1,025
Kapitalanforderung						0,980***	0,977***
N	285	285	270	270	270	270	270

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Ausgewiesen sind die Inzidenz-Raten-Verhältnisse zu den Regressionen aus Tabelle 4. Die Größen sind mit einer Faktorveränderung der erwarteten Zählung einer SE-Gründung bei Zunahme der jeweiligen unabhängigen Variable um eine Einheit gleichzusetzen. Vorausgesetzt wird jeweils, dass alle anderen Variablen konstant gehalten werden.

Im Vergleich zu den hier präsentierten Befunden weisen die Ergebnisse von Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009), die für ihre Untersuchung zum Teil dieselben Größen verwenden, in mehrerer Hinsicht Unterschiede auf. Laut ihren Schätzungen üben die Indexvariablen des Doing Business Reports und auch die Unterkategorien durchweg einen signifikanten Einfluss auf die Anzahl von SE-Gründungen aus. Außerdem sind die Regressionskoeffizienten jeweils mit dem theoretisch zu erwartenden Vorzeichen versehen. Ebenso finden Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) für ihre Hypothese bezüglich des Ausnutzens steuerlicher Vorteile durch die SE, welche anhand dieser Analyse keineswegs gestützt werden kann, Bestätigung. Die wohl nennenswerteste Abweichung bezieht sich allerdings auf den Einfluss gesetzlicher Vorgaben zur Dualität von Leitungssystemen. Laut der genannten Studie stehen diese in keinerlei Zusammenhang mit dem Auftreten Europäischer Aktiengesellschaften. Die teils doch recht große Diskrepanz in den Ergebnissen lässt sich möglicherweise auf die unterschiedlichen Stichproben zurückführen. Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) verwenden lediglich Daten bis zum Jahr 2008, haben also einen kleineren Stichprobenumfang und berücksichtigen auch keine Zeiteffekte.

Was die Aussagekraft der hier gefundenen Ergebnisse betrifft, lässt sich zweifellos die Untersuchungsebene als Kritikpunkt anführen. Ein Ländervergleich besitzt bei der Überprüfung von Kausalzusammenhängen sicherlich nicht die gleiche Qualität, wie dies eine Untersuchung auf Unternehmensebene leisten könnte. Durch eine solche würde etwa die Möglichkeit bestehen, für jedes Land eine Kontrollgruppe von Unternehmen, welche über die Voraussetzungen für eine SE-Gründung verfügen, diese aber nicht vollzogen haben, miteinzubeziehen. Mit einem solchen Design ließen sich dann auch Merkmale berücksichtigen wie beispielsweise die internationale Ausrichtung eines Unternehmens. Sie sollte bei der Wahl einer supranationalen Rechtsform keine unwesentliche Rolle spielen und war durchaus auch in den Überlegungen der SE-Gründungsväter von zentraler Bedeutung.

3.4.6 Robustheit der Ergebnisse

Die Tabellen 17–21 im Anhang enthalten die Regressionsergebnisse mehrerer Robustheitstests zur Analyse des Abschnitts 3.4.5. Sie können zeigen, dass die zentrale Aussage bezogen auf den Zusammenhang von nationalen gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen und der Anzahl von SE-Gründungen auch gegenüber alternativen Modellvarianten und Messgrößen weitestgehend bestehen bleibt. So hat die Pflicht zur unternehmerischen Mitbestimmung auch dann einen signifikant positiven Einfluss auf SE-Gründungszahlen, wenn in den Berechnungen zusätzlich alle UFO SEs berücksichtigt werden (Tabelle 17), das Bruttoinlandsprodukts (*BIP*) als alternatives Maß zur Größenkontrolle eines Landes verwendet wird (Tabelle 18), die Bruttowertschöpfung der Länder nach Sektoren berücksichtigt wird (Tabelle 20) oder der Ausreißer Deutschland ignoriert wird (Tabelle 19). Da Becker und Jannott (2014) von Startschwierigkeiten bei der SE, verursacht durch Verzögerungen bei der Verabschiedung von Einführungs- und Umsetzungsgesetzen, berichten, enthält Tabelle 21 darüber hinaus die Ergebnisse von drei Regressionsmodellen zur Untersuchung der Zeitstruktur in den Daten. Die Modelle ohne die Tschechische Republik bzw. Deutschland, die beide eine gesetzliche Mitbestimmung verankert haben und die meisten SE-Gründungen auf sich vereinen, zeigen den Effekt der Mitbestimmungspflicht hierbei nur für den Zeitraum von 2009 bis 2013. Die Gründungen in den Jahren von 2004 bis 2008 waren dagegen offenbar stärker durch die gesetzlichen Vorgaben zu einem zweistufigen Leitungssystem motiviert.

3.5 Fazit

Dieser Beitrag untersucht den Einfluss von nationalen gesetzlichen Regelungen zur unternehmerischen Arbeitnehmermitbestimmung auf die Anzahl von Gründungen Europäischer Aktiengesellschaften. Der Hintergrund für diesen erwarteten Zusammenhang findet sich in Teilen der gesetzlichen Basis, die sich auf den Gründungsprozess einer SE beziehen und in allen Mitgliedsländern des EWR gleichermaßen zur Anwendung kommen. Darin ist festgelegt, dass der Eintragung einer SE in ein Handelsregister Verhandlungen zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer über den Umfang von Mitbestimmungsrechten vorausgehen müssen. Diese müssen auch zum Abschluss gekommen sein. Im Vergleich dazu gibt knapp die Hälfte der untersuchten Länder Unternehmen mit vergleichbaren nationalen Rechtsformen feste Quoten für den Anteil der Arbeitnehmervertreter in den Gesellschaftsorganen vor. Vom ökonomisch theoretischen Standpunkt aus betrachtet, im Sinne der Realisierung einer größtmöglichen Organisationsrente, wird es als effizient angesehen, wenn nur die Eigner von Ressourcen auch über deren Verwendung entscheiden. Mit einem fixen Anteil von Mitbestimmungsrechten werden Arbeitnehmern demgegenüber Verfügungsrechte zugesprochen, die im Verhältnis zu den von ihnen selbst gehaltenen Ressourcen zu weitreichend sein können. Die Gründung einer SE und deren Bedingung, Mitbestimmungsrechte frei aushandeln zu können, sollte daher als vorteilhaft empfunden und besonders häufig umgesetzt werden. Unter Verwendung eines selbst zusammengestellten und in dieser Form einzigartigen Datensatzes kann diese Untersuchung zeigen, dass feststehende nationale Regulierungen zur Arbeitnehmermitbestimmung eine maßgebende Größe für die Gründung von SEs sind.

Die bisherigen Arbeiten der empirischen Literatur zur Untersuchung der ökonomischen Wirkung einer Mitbestimmungspflicht auf die Eigentümer von Unternehmen kommen zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. So werden Unternehmen, die gesetzlicher Arbeitnehmermitbestimmung unterliegen, auf der einen Seite geringere Eigenkapitalrenditen prognostiziert. Auf der anderen Seite aber soll die Gewährung von Mitbestimmungsrechten zu produktivitätssteigernden und dadurch zu positiven finanziellen Effekten für Unternehmenseigentümer führen. Die Ergebnisse dieser Arbeit können zwar keine Antwort auf die Frage geben, inwieweit gesetzliche Arbeitnehmermitbestimmung einzelne, für Unternehmenseigentümer relevante, monetäre Größen beeinflusst. Allerdings sind sie imstande, zum Verständnis vielleicht noch grundlegenderer Zusammenhänge beizutragen. Indem sich Eigentümer besonders

häufig in Ländern mit gesetzlicher Mitbestimmungsregulierung für die Rechtsform SE entscheiden, bringen sie zum Ausdruck, dass sie freien Verhandlungen über den Umfang von Arbeitnehmermitbestimmung gegenüber den nationalen Standards den Vorzug geben. Oder mit anderen Worten: Das staatlich geforderte Niveau an Arbeitnehmerrechten wirkt sich negativ auf die gesamtwirtschaftliche Situation von Unternehmenseigentümern aus, sodass die SE als Mittel benutzt wird, einer Mitbestimmungspflicht zu entkommen. Zu berücksichtigen bleibt dennoch, dass anhand der verwendeten Datengrundlage keine Aussage darüber gemacht werden kann, ob und in wie vielen Unternehmen es im Zuge der Verhandlungen zu einer Reduktion oder gar einer Anpassung von Mitbestimmungsrechten an unternehmensspezifische Investitionen gekommen ist.

Weniger eindeutig hingegen scheint die Bedeutung der Ergebnisse dieses Beitrags für die allgemein sehr kontroverse Debatte zwischen den Verfechtern von gesetzlicher Arbeitnehmermitbestimmung und deren Widersachern. Was den Befürwortern einer Mitbestimmungspflicht, die häufig dessen soziale Gerechtigkeit in den Fokus der Argumentation rücken, allerdings gezeigt werden kann, ist, dass sich die Rechtsform SE nicht primär dazu eignet, Mitbestimmungsrechte zu beschneiden oder diese gar völlig abzuschaffen; nicht zuletzt aufgrund der relativ großen Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerseite, die mit einer sehr komfortablen Rückfallposition nach dem Vorher-Nachher-Prinzip ausgestattet ist. Gegenteiligen Folgerungen bisheriger Untersuchungen wie von Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009), die auf der Grundlage vergleichbarer empirischer Ergebnisse beruhen, schließt sich diese Arbeit nicht an. Die Argumentation der Kontrahenten gesetzlich geregelter Arbeitnehmermitbestimmung, die meist auf deren ökonomischer Ineffizienz aufgebaut ist, lässt sich durch die hier gefundenen Ergebnisse nur zum Teil stützen. Da das SE-Gesellschaftsrecht der Arbeitgeberseite nicht die Option bietet, Mitbestimmungsrechte nach eigenem Ermessen völlig abzubauen, wäre eine Interpretation im Sinne von Jensen und Meckling (1979) sicherlich zu extrem. Nach ihnen kann die Mitbestimmung von Arbeitnehmern nur ineffizient sein, da diese auf freiwilliger Basis in der Realität äußerst selten umgesetzt wird. Der Schluss, dass allgemeingültige und einheitliche Mitbestimmungsrechte unabhängig von Unternehmenscharakteristika negative Nettoeffekte für die Eigentümer von Unternehmen haben können, lässt sich aber sehr wohl ziehen.

Was weiteren Forschungsbedarf angeht, werfen die Ergebnisse dieser quantitativen Analyse mehrere Aspekte auf, deren Untersuchung einen Beitrag zur bereits

bestehenden Literatur über Mitbestimmung bzw. Corporate Governance und über die Gründungs determinanten von SEs leisten kann. Eine anschließende qualitative Analyse sollte weitere und präzisere Aussagen bezüglich der Wirkung eines Mitbestimmungszwangs auf die Eigentümer von Unternehmen liefern können. Einerseits kann dies über eine noch detailliertere Beschreibung und Kategorisierung der Mitbestimmungsregelungen in den untersuchten Ländern erfolgen und andererseits durch die Betrachtung von Umwandlungsprozessen einzelner Unternehmen. Deutschland mit seinen mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten von 500 und 2.000 Arbeitnehmern wäre dazu denkbar gut geeignet (siehe auch Kapitel 4). Da die Nachfrage der SE anscheinend positiv durch ein verpflichtendes zweistufiges Leitungssystem beeinflusst wird, sollte ein politisches Interesse daran bestehen, mehr über zugrunde liegende Zusammenhänge zu erfahren. Ob der Wechsel zu einem einstufigen Leitungssystem oder die Möglichkeit, Kontrollorgane zu verkleinern, ebenfalls treibende Kräfte sind, bleibt zu überprüfen (siehe auch Kapitel 5).

4 Die SE als Mittel des Mitbestimmungsmanagements

4.1 Einführung

Was geschieht mit den Mitspracherechten deutscher Arbeitnehmer, wenn Unternehmen einen Rechtsformwechsel zur SE vollziehen? Mit dieser Frage befasst sich ein Artikel der Hans-Böckler-Stiftung in deren hauseigener Zeitschrift Böckler Impuls (3/2016). Er besagt, dass sich auf Grundlage bisheriger SE-Gründungen die Befürchtungen nicht bewahrheitet haben, dass sich deutsche Unternehmen mithilfe der SE generell einer Mitbestimmungspflicht entziehen. Aus Mitbestimmungssicht scheinen jedoch diejenigen SE-Gründungen problematisch zu sein, die von Unternehmen durchgeführt werden, die aufgrund der Anzahl ihrer Mitarbeiter kurz vor dem Erreichen der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern stehen. In den entsprechenden Fällen „[...] haben Arbeitnehmer bei einem weiteren Wachstum ihres Unternehmens zumeist keinen Anspruch auf Plätze im Aufsichtsrat, die ihnen bei deutschen Aktiengesellschaften oder GmbHs zustünden.“ (Hans-Böckler-Stiftung 2016a, S. 1).

Diese Problematik resultiert aus den in Kapitel 2 diskutierten rechtlichen Rahmenbedingungen zur Mitbestimmung in der SE, AG und GmbH. So steht es Unternehmen, die sich für die Rechtsform SE entscheiden, frei, mit ihren Arbeitnehmern über den Umfang an unternehmerischer Mitbestimmung zu verhandeln. Können sich die beiden Verhandlungsparteien nicht einigen, ändert sich das Verhältnis von Arbeitnehmervertretern und Anteilseignern im Kontrollorgan im Vergleich zu den an der Gründung beteiligten Gesellschaften nicht. Unabhängig davon, auf welchem Weg Mitbestimmungsrechte in der SE zustande kommen, müssen diese im weiteren Bestehen der Gesellschaft nicht mehr angepasst werden und sind demgemäß dauerhaft fixiert. Für deutsche Unternehmen eröffnet sich dadurch die Möglichkeit, den Umfang unternehmerischer Mitbestimmung unabhängig von rechtlichen Vorgaben nach eigenem Ermessen zu steuern. Insbesondere Unternehmen, die mit ihrer Größe kurz vor dem Erreichen der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte von 500 (DrittelbG) und 2.000 (1976er-Mitbestimmungsgesetz) Arbeitnehmern stehen, können durch die Gründung einer SE den Umfang aktueller Mitbestimmungsrechte einfrieren. Bei weiterem Wachstum, auch über die für AGs und GmbHs bedeutenden Mitbestimmungsgrenzen hinweg, können sie eigenständig entscheiden, ob und wie viel zusätzlichen Einfluss sie ihren Arbeitnehmern gewähren möchten.

Warum es für Unternehmen aus ökonomischer Sicht rational sein kann, sich durch einen Rechtsformwechsel zur SE allgemeingültigen gesetzlichen Vorgaben zur unternehmerischen Mitbestimmung zu entziehen, um stattdessen freie Verhandlungen über deren Umfang zu führen, verdeutlicht bereits Abschnitt 3.3. Zum einen ist die Umsetzung von gesetzlicher Mitbestimmung für Unternehmen mit sehr unterschiedlichen direkten Kosten verbunden: z.B. Freistellung von Arbeitnehmern oder die Bereitstellung von Büros. Zum anderen lassen sich indirekte Kosten einer Mitbestimmungsregulierung, die durch eine Verwässerung von Verfügungsrechten entstehen, mittels einer SE-Gründung reduzieren. Über die Verhandlungen zum Umfang von Mitbestimmungsrechten können diese an die unternehmensspezifischen Investitionen der beteiligten Verhandlungsparteien angepasst werden.

Dieses Kapitel befasst sich dagegen nicht mit der Verhandlungslösung in Bezug auf die Mitbestimmung in der SE, sondern untersucht, ob Unternehmen einen Anreiz haben, Mitbestimmungsrechte präventiv zu fixieren, um diese im Anschluss autonom managen zu können. Aufgrund dessen sind hier Argumente von Bedeutung, die aus Sicht von Unternehmenseigentümern die Vorteilhaftigkeit freiwilliger Formen der Beteiligung von Arbeitnehmern erklären. So kann eine freiwillige finanzielle Beteiligung von Arbeitnehmern dazu führen, dass sich deren Leistungsbereitschaft erhöht und der Anreiz zur gegenseitigen Kontrolle ihres Arbeitseinsatzes steigt (Blasi, Conte und Kruse 1996; Kim und Ouimet 2014). Freiwilligen Beteiligungsformen, die dazu führen, dass Arbeitnehmer aufgrund von Eigentumsrechten an Entscheidungsprozessen im Unternehmen partizipieren dürfen, werden grundsätzlich dieselben positiven Eigenschaften zugesprochen als vergleichbaren gesetzlichen Formen. Darüber hinaus kann sich durch die freiwillige Variante der Planungszeitraum von Arbeitnehmern, die gleichzeitig auch Eigentümer sind, verlängern und ein nachhaltiges Interesse am Unternehmen erzeugt werden (Aoki 1984). Arbeitnehmer-Eigentümer sollten zudem einen Anreiz haben, in Überwachungsaktivitäten des Managements zu investieren, um ihre eigenen Investitionen zu schützen (Acharya, Myers und Rajan 2011). Zusammengefasst resultieren die positiven Effekte aus einer freiwilligen Arbeitnehmerbeteiligung mittels der Übertragung von Verfügungsrechten, indem es zu einer Interessensangleichung von Arbeitnehmern und Eigentümern kommt.

Werden freiwillige Formen der Arbeitnehmerbeteiligung, wie die vorangegangenen theoretischen Überlegungen nahelegen, von Unternehmenseigentümern im Vergleich zu gesetzlichen Formen als überlegen angesehen, sollte bei

deutschen SE-Gründungen Folgendes zu beobachten sein: Unterhalb der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern wechseln vergleichsweise mehr deutsche Kapitalgesellschaften zur Rechtsform SE als kurz oberhalb dieser gesetzlichen Grenzen. Getestet wird die Hypothese anhand eines Datensatzes, der erstens alle SEs enthält, die im Zeitraum von 2004 bis 2014 in Deutschland gegründet wurden. Zweitens beinhaltet er eine Vergleichsgruppe von Unternehmen, die aufgrund ihrer Eigenschaften die Voraussetzungen für einen Rechtsformwechsel zur SE erfüllen¹³, diesen aber nicht vollzogen haben. Betrachtet man lediglich die SEs in den Daten, lassen deskriptive Analysen darauf schließen, dass die Motivation für einen Rechtsformwechsel kurz unterhalb der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte größer ist als darüber. Bivariate Chi-Quadrat-Tests, die auch die Unternehmen der Vergleichsgruppe miteinbeziehen, können diesen Zusammenhang hingegen nicht bestätigen.

Das Kapitel ist wie folgt organisiert: Der nachstehende Abschnitt gibt einen Überblick über die Literatur zu mitbestimmungsmotivierten SE-Gründungen. Zudem verdeutlicht er den Beitrag der Untersuchung. Abschnitt 4.3 setzt sich mit theoretischen Argumenten und empirischen Ergebnissen freiwilliger Formen der Arbeitnehmerbeteiligung auseinander. Abschnitt 4.4 dient der Entwicklung einer Hypothese, die im darauffolgenden Abschnitt 4.5 empirisch getestet wird. Eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und einen Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf finden sich in Abschnitt 4.6.

4.2 Literatur zu mitbestimmungsmotivierten SE-Gründungen

Mit der Einführung der SE sind freie Verhandlungen in Bezug auf die Mitbestimmungsrechte von Arbeitnehmern und die Möglichkeit, diese zu fixieren, für viele Unternehmen im EWR revolutionär. So verwundert es auch kaum, dass sich ein Großteil der rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zu den Gründungs-determinanten von SEs auf die Regelungen zur Arbeitnehmerbeteiligung konzentriert. In einem der ersten Überblicksartikel zur supranationalen Rechtsform des EWR untersucht Keller (2002) die SE aus der Perspektive industrieller Beziehungen. Zu dieser Zeit – lange bevor die erste SE in ein Handelsregister eingetragen wurde – prognostiziert er, dass freiwillige Beteiligungsvereinbarungen gemäß dem europäischen Modell in der Mehrzahl

¹³ Für eine Übersicht der Gründungsvoraussetzungen zu den einzelnen SE-Gründungsformen vgl. Abschnitt 2.3.2.

der betroffenen Unternehmen zu einem geringeren Umfang von unternehmerischer Mitbestimmung führen werden, als dies das jeweils gültige nationale Gesellschaftsrecht vorschreibt. Nachdem die Rechtsform SE ungefähr vier Jahre verfügbar war, führten Keller und Werner (2008a; 2008b) in zwei weiteren Studien eine Bewertung der ersten SE-Gründungsfälle durch. Da die allgemeine Nachfrage nach der SE in den Anfangsjahren verhalten war und für eine Analyse auch nur eine relativ kleine Stichprobe zur Verfügung stand, können Keller und Werner (2008a; 2008b) nicht eindeutig feststellen, was zentrale Triebkräfte und Anreize sind, die SE als Rechtsform zu wählen. Allerdings heben sie hervor, dass mehr als die Hälfte der untersuchten Gesellschaften in ihrem Datensatz sich über ihren Gründungsplan für ein monistisches Leitungssystem entschieden haben.

Die erste und bisher einzige quantitativ ökonometrische Untersuchung zur unternehmerischen Mitbestimmung im SE-Kontext, wie bereits in Kapitel 3 umfassend diskutiert, stammt von Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009). Indem sie einen zweistufigen empirischen Ansatz verfolgen (Telefonumfrage und OLS-Schätzungen auf Länderebene), finden sie einen positiven Einfluss von nationalen gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen in den EWR-Ländern auf die Anzahl von SE-Gründungen. Dies interpretieren Eidenmüller, Engert und Hornuf (2009) als Beleg dafür, dass Unternehmen von der Rechtsform SE hauptsächlich Gebrauch machen, um nationale Mitbestimmungsgesetze zu unterlaufen oder Mitbestimmungsrechte sogar vollständig abzuschaffen. Eine Studie von Eidenmüller und Lasák (2012), welche ebenfalls in Kapitel 3 von zentraler Bedeutung ist, untersucht die Ursache der hohen SE-Gründungszahlen in der Tschechischen Republik. Die Ergebnisse zeigen, dass der überwiegende Anteil dieser SEs Unternehmenshüllen sind, die zum Verkauf stehen. Dabei kommen Eidenmüller und Lasák (2012) zu dem Schluss, dass die Anbieter entsprechender Services deren Nachfrage überschätzen und die Tschechischen Behörden bei der Aktivierung von Vorratsgesellschaften in Bezug auf die Mitbestimmung sehr liberal sind.

Insgesamt lassen die Ergebnisse der Untersuchungen zu den Gründungs-determinanten von SEs keine einheitliche Aussage zu, welche Kräfte in dieser Hinsicht eine vorrangige Rolle spielen. Im Gegenteil dazu scheint sich die überwiegende Anzahl der Autoren, welche die SE vor dem Hintergrund von Mitbestimmungsrechten untersucht, in einem Punkt einig zu sein: Die Gründung einer SE eröffnet den Unternehmen im EWR bzw. deren Eigentümer die Möglichkeit, den jeweils aktuellen

Umfang an Mitbestimmungsrechten vorsorglich einzufrieren (Keller 2002, S. 426; Eidenmüller, Engert und Hornuf 2009, S. 6; Njoya 2011, S. 11; Stollt und Kluge 2011, S. 184; Rosenbohm 2013, S. 30). Betrachtet man die nationalen gesetzlichen Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung der EWR-Länder im Detail, wird offensichtlich, worauf diese Aussage abzielt, da einige unter ihnen den Anteil der Arbeitnehmervertreter in den Unternehmensorganen in Abhängigkeit zu einem Größenmaß der Unternehmen setzen¹⁴. Genauer gesagt greifen diese Gesetze zur Einführung oder Erweiterung von Arbeitnehmermitbestimmung in den Ländern erst, wenn Unternehmen ein gewisses Größenmaß, überwiegend auf die Anzahl ihrer Arbeitnehmer bezogen, überschreiten.

Die Anzahl empirischer Arbeiten zur Untersuchung strategischer Motive von SE-Gründungen, die darauf abzielen, Mitbestimmungsrechte zu fixieren, ist sehr begrenzt. Kirshner (2010) präsentiert hierzu Fallstudienevidenz, indem sie 75 Führungskräfte von aktiven SEs aus zwölf unterschiedlichen Ländern interviewt und Fragen zur Motivation für die Umfirmierung stellt. Einer der Gründe, die von den Befragten am häufigsten genannt wurden, ist, mit der SE zur verhältnismäßig flexibleren EU-Gesetzgebung übergehen zu können, um sich so verbindlichen Vorgaben des Gesellschaftsrechts für nationale Rechtsformen zu entziehen. Ein weiteres und durchaus präziseres Ergebnis dieser Studie: Die Mehrheit der Befragten, die angaben, dass die Wahl auf die SE gefallen sei, um sich vom Aufsichtsorgan trennen zu können, gehören Unternehmen an, die relativ klein sind und ihren Arbeitnehmern auf Unternehmensebene keine Mitbestimmungsrechte gewähren. Kirshner (2010) gibt zu bedenken, dass die meisten EWR-Mitglieder, die in ihren nationalen Gesetzen traditionell ein zweistufiges Leitungssystem für Kapitalgesellschaften verankert haben, über keine Regelungen verfügen, wie Arbeitnehmermitbestimmung in einem einstufigen Leitungssystem umgesetzt wird. Daraus folgert sie, dass auch bei den über das Leitungssystem motivierten SE-Gründungen ihrer Stichprobe das Management von Beteiligungsrechten im Vordergrund gestanden haben könnte. Die Ergebnisse von Rosenbohm (2013) deuten ebenfalls darauf hin, dass sich die Körperschaft der SE dazu eignet,

¹⁴ Um neben Deutschland zwei weitere Länder mit entsprechenden Schwellenwerten zu nennen: 1) Niederlande: „Structuur“ Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung, die über einen Betriebsrat verfügen, mehr als 100 Arbeitnehmer beschäftigen und deren Eigenkapital mehr als 16 Mio. € beträgt (dualistisch: 1/3 des Aufsichtsrats; monistisch: 1/3 der unabhängigen Direktoren); 2) Frankreich: Aktiengesellschaften mit mehr als 5.000 in Frankreich beschäftigten Arbeitnehmern oder mehr als 10.000 Arbeitnehmern weltweit (Aufsichts-/Verwaltungsrat ≤ 12 Mitglieder mindestens 1 Arbeitnehmervertreter; Aufsichts-/Verwaltungsrat > 12 Mitglieder mindestens 2 Arbeitnehmervertreter). Eine Übersicht über alle nationalen Mitbestimmungsregelungen im EWR findet sich unter www.seeurope.com.

Mitbestimmungsrechte präventiv einzufrieren, und diese Möglichkeit von Unternehmen auch in Anspruch genommen wird. Rosenbohm (2013) untersucht 87 deutsche SEs dahingehend, ob und in welchem Ausmaß sich die unternehmerische Mitbestimmung im Rahmen des Rechtsformwechsels verändert hat. Ihre zentralen Ergebnisse zeigen auf der einen Seite, dass Mitbestimmungsrechte bei einem Rechtsformwechsel unangetastet bleiben, wenn in den an der Gründung beteiligten Gesellschaften solche Rechte bereits Bestand hatten. Auf der anderen Seite kam es in keinem der beobachteten Fälle im Rahmen der SE-Gründung zu einer Ausweitung von Arbeitnehmerrechten. Außerdem geht Rosenbohm (2013, S. 31) davon aus, dass ein aktives Management von Mitbestimmungsrechten bei der Entscheidung, zur Rechtsform SE zu wechseln, von Bedeutung sein kann, da „[...] in einigen Fällen die SE-Gründung kurz vor dem Erreichen der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte erfolgt ist.“

Keller und Werner (2009) untersuchen die mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern, die für deutsche SE-Gründungen entscheidend sein können, detaillierter. Im Zuge dessen weist dieser Artikel mit der vorliegenden Untersuchung die größten Gemeinsamkeiten auf. Insgesamt identifizieren Keller und Werner (2009) 18 SEs – 13 am unteren und fünf am oberen Schwellenwert –, für welche sie unterstellen, dass ein vorsorgliches Einfrieren von unternehmerischer Mitbestimmung im Zentrum der Gründungsentscheidung gestanden hat. Da diese Schlussfolgerung auf der Beobachtung von Einzelfällen basiert, können Keller und Werner (2009) keine Aussage darüber treffen, ob es für deutsche SE-Gründungen im Allgemeinen zutrifft, dass sich diese kurz unterhalb der gesetzlichen Mitbestimmungsgrenzen konzentrieren und demzufolge mitbestimmungsmotiviert sind.

Diese Einschränkung versucht die empirische Untersuchung in Abschnitt 4.5 anhand von zwei grundlegenden Erweiterungen in der methodischen Vorgehensweise abzubauen. Erstens werden die SE-Gründungen unterhalb und oberhalb der mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte nicht isoliert voneinander betrachtet, sondern in Relation zueinander gesetzt. Zweitens werden in der Analyse mittels einer Vergleichsgruppe auch Unternehmen berücksichtigt, die das Potenzial für einen Rechtsformwechsel zur SE zwar hatten, diesen Schritt jedoch nicht gegangen sind. Durch diesen Ansatz lässt sich die interessierende Fragestellung mithilfe von bivariaten Analyseverfahren untersuchen. Dies führt zu präziseren und allgemeingültigeren Erkenntnissen über den Zusammenhang von deutschen SE-Gründungen und dem

Bestreben von Unternehmen, Mitbestimmungsrechte eigenständig ausgestalten zu können.

4.3 Instrumente und Effekte freiwilliger Partizipation

Unterschiedlichste Formen von Arbeitnehmerbeteiligung finden sich selbstverständlich nicht nur in Ländern und Corporate-Governance-Systemen mit rechtlichen Bestimmungen. In den meisten Rechtsräumen sind Unternehmen bei der Entscheidung, ob sie ihre Arbeitnehmer mit Partizipationsrechten ausstatten und erlauben, dass Arbeitnehmervertreter in ihren Kontrollorganen eine Stimme bekommen, relativ frei. Das jedoch mit Abstand am weitesten verbreitete Beteiligungsmodell auf einer freiwilligen Basis ist, Arbeitnehmer in finanzieller oder materieller Weise am Unternehmen zu beteiligen. Zur praktischen Umsetzung stehen dabei mehrere Instrumente zur Verfügung, die von direkten Kapitalbeteiligungen über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme (Employee Stock Ownership Plans – ESOPs) bis hin zu Gewinnbeteiligungen reichen (Robinson und Wilson 2006). Versuchen Unternehmen durch den Einsatz derartiger Instrumente wirtschaftliche Vorteile zu erlangen, müssen sie Kosten und Nutzen, die sich aus den jeweils sehr unterschiedlichen Charakteristika und Funktionalitäten ergeben, gegeneinander abwägen.

4.3.1 Finanzielle Arbeitnehmerbeteiligung

Unternehmensanteile im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen werden aus Gründen der Altersvorsorge oftmals von speziellen Treuhandgesellschaften gehalten (Kumbhakar und Dunbar 1993). Zusätzlich sehen Gewinnbeteiligungen an sich keine Übertragung von Kontrollrechten vor, sodass finanzielle Anreize hierbei die zentrale Rolle spielen. Eine direkte finanzielle Partizipation ist im Wesentlichen Bestandteil von Vergütungsstrategien, um Probleme asymmetrischer Information und Moral Hazard zu überwinden. Indem durch finanzielle Beteiligungen ein Teil des unternehmerischen Risikos vom Arbeitgeber auf den Arbeitnehmer übertragen bzw. das Vermögen der Arbeitnehmer an jenes der Eigentümer gekoppelt wird, lassen sich zwei grundlegende Effekte erzielen. Es erhöhen sich dadurch die Kosten der Arbeitnehmer, die aus der Zurückhaltung von Arbeitsleistung entstehen, und es steigt der Anreiz, ihre Arbeitsweise selbst zu kontrollieren. Arbeitnehmer werden eher bemüht sein, die eigene Arbeitsorganisation zu verbessern, und Kontrollaktivitäten des Managements lassen sich durch sogenanntes Peer-Monitoring ersetzen, was zu einer Senkung von Überwachungskosten führt. Da den Arbeitnehmern darüber hinaus ein gewisser Anteil an der

Organisationsrente zusteht, wird erwartet, dass diese finanzielle Beteiligung die Anstrengung des Einzelnen und dadurch die Gesamtproduktivität des Unternehmens erhöht (Blasi, Conte und Kruse 1996). Gleichwohl, wie von Oyer (2004) in einem theoretischen Ansatz gezeigt, kann die Stärke dieses Effekts mit der Größe des jeweiligen Unternehmens variieren. Dies lässt sich auf das in der Literatur im Allgemeinen unter „1/N-Problem“ bekannten Phänomen zurückführen. Es entsteht dadurch, dass jeder Arbeitnehmer die vollen Kosten einer zusätzlichen Einheit seiner eigenen Anstrengung zu tragen hat, die dadurch entstehenden Erträge jedoch mit allen anderen Arbeitnehmern teilen muss. Als unmittelbare Folge sinkt das Anstrengungsniveau und steigt der Anreiz zum Free-Riding für den einzelnen Arbeitnehmer mit der Größe des Unternehmens. Darüber hinaus lässt sich die Reaktion der Arbeitnehmer auf die Übernahme von unternehmerischem Risiko, insbesondere in Zeiten schlechter Unternehmensleistung, nur sehr unpräzise abschätzen (Hochberg und Lindsey 2010). Ein weiteres Argument, welches die Effektivität finanzieller Beteiligungsinstrumente schwächt, stammt von Jensen und Meckling (1979). Sie geben zu bedenken, dass die Aufteilung der Organisationsrente den Anreiz der Eigentümer und ihrer Vertreter zur Überwachung der Leistung ihrer Arbeitnehmer verringern könnte.

Die Ergebnisse empirischer Arbeiten, die den Einfluss von ESOPs und Gewinnbeteiligungen auf die Leistung von Unternehmen untersuchen, bestätigen zum Teil, dass verhältnismäßig kleinere Unternehmen stärker von freiwilligen Formen der Arbeitnehmerbeteiligung profitieren als große (Blasi, Conte und Kruse 1996; Kramer 2010; Kim und Ouimet 2014). Während andere durchweg positive Effekte finden (Kruse 1992; Jones und Kato 1995; Stretcher, Henry und Kavanaugh 2006; Blasi, Kruse und Weltmann 2013) – wenn teilweise auch mit einer Zeitverzögerung –, können einige empirische Studien keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen der finanziellen Beteiligung von Arbeitnehmern und den Leistungskennzahlen von Unternehmen feststellen (Guedri und Hollandts 2008; Poulain-Rehm und Lepers 2013). Überraschenderweise finden sich keine Studien, die einen signifikant negativen Einfluss von freiwilliger, strikt finanzieller Beteiligung und der Leistung von Unternehmen feststellen.

4.3.2 Übertragung von Kontrollrechten

Die finanzielle Beteiligung von Arbeitnehmern kann neben der offensichtlichen monetären Wirkungsweise weitere Dimensionen haben, die in der Literatur oftmals nicht

beachtet oder nicht differenziert voneinander betrachtet werden. Ein Teil der Artikel auf diesem Gebiet untersucht zudem explizit mögliche Effekte unterschiedlicher Arten von Mitbestimmung, die sich unter anderem daraus ergeben, dass mit dem Einsatz finanzieller Beteiligungsinstrumente gleichzeitig auch Entscheidungsrechte übertragen werden. Wenn Arbeitnehmer durch einen gewissen Anteil am Aktienkapital der Unternehmen ihrer Arbeitgeber beteiligt werden, erlangen sie häufig auch Stimmrechte und werden durch Vertreter im Aufsichtsorgan repräsentiert (McNaab und Whitfield 1998; Faleye, Mehrotra und Morck 2006). Sie haben die Möglichkeit, sich aktiv an den Entscheidungsprozessen im Unternehmen zu beteiligen, entweder direkt über die Ausübung ihrer Stimmrechte auf der Hauptversammlung oder indirekt durch ihre Vertreter in Unternehmensgremien und Institutionen. Finanzielle Beteiligung von Arbeitnehmern, die Hand in Hand mit der Übertragung von Entscheidungsrechten geht, kann so unter gewissen Bedingungen als freiwilliges Pendant zur gesetzlich geregelten Mitbestimmung auf Betriebs- und/oder Unternehmensebene verstanden werden. Folglich sind die in der Literatur diskutierten Argumente – aus Sicht der Eigentümer der Unternehmen – von gesetzlicher und freiwilliger Variante teilweise deckungsgleich.

Die Beteiligung der Arbeitnehmer über ein gewisses Maß an Kontrolle soll nämlich dazu führen, dass ihre Motivation¹⁵ gesteigert wird, Informationsasymmetrien abgebaut werden und Konflikte einfacher gelöst werden können, was insgesamt in eine Zunahme der Produktivität münden sollte (Ben-Ner und Jones 1995). Aoki (1984) spricht Arbeitnehmern, die gleichzeitig auch Eigentümer sind, darüber hinaus auch einen längerfristigen Planungshorizont und ein nachhaltigeres Interesse am Bestehen des Unternehmens zu. Für die positive Wirkung der freiwilligen Beteiligung von Arbeitnehmern an Entscheidungsprozessen in Unternehmen führen Acharya, Myers und Rajan (2011) ein weiteres Argument an. Sie betonen die Rolle von hoch qualifizierten Arbeitnehmern in Unternehmensgremien bei der Überwachung und Disziplinierung des Managements. Aufgrund unternehmensspezifischer Investitionen haben sie neben den von ihnen gehaltenen Eigentumsanteilen einen zusätzlichen Anreiz, das Management daran zu hindern, sich unrechtmäßig am Vermögen des Unternehmens zu bedienen.

¹⁵ Ginglinger, Megginson und Waxin (2011) sprechen der freiwilligen Form der unternehmerischen Mitbestimmung, also Beteiligung in den Unternehmensgremien aufgrund von Eigentum, im Vergleich zur gesetzlichen Variante einen wirkungsvolleren Motivationseffekt zu. Dies begründen sie damit, dass es am einfachsten sei, unter den Arbeitnehmern unternehmerisches Denken zu fördern, indem man sie selbst zu Unternehmern macht.

Zusätzlich zu den bekannten Kosten, die für die Eigentümer von Unternehmen aus der gesetzlichen Pflicht zur Mitbestimmung entstehen können, machen Faleye, Mehrotra und Morck (2006) auf Auswirkungen der Doppelrolle von Arbeitnehmern, die Unternehmensanteile halten, aufmerksam. Sie ergeben sich, indem diese Organisationsmitglieder durch ihr Arbeitnehmerverhältnis einen fixen Anspruch auf einen Teil der Kapitalflüsse des Unternehmens in Form eines Lohns oder Gehalts haben. In ihrer Rolle als Eigentümer besteht zusätzlich ein Residualanspruch auf die Unternehmensüberschüsse und ein Mitspracherecht bei der Unternehmensführung. Dadurch eröffnet sich die Möglichkeit, den Einfluss aufgrund von Eigentumsrechten so zu nutzen, dass die Einkünfte aus dem Gehalts- und Kapitalanspruch zusammen maximiert werden. Dies kann sich zum Nachteil von konventionellen Eigentümern auswirken, vor allem in Unternehmen, die stark in Streubesitz gehalten werden.

Die empirische Literatur kommt hinsichtlich der Wirkung finanzieller Beteiligungsinstrumente von Arbeitnehmern, die mit Entscheidungsrechten verbunden sind, zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Ginglinger, Megginson und Waxin (2011) machen sich in ihrer Untersuchung die speziellen rechtlichen Rahmenbedingungen in Bezug auf Arbeitnehmermitbestimmung in Frankreich zunutze. Diese sehen vor, dass Arbeitnehmer auf zwei unterschiedlichen Wegen Mitbestimmungsrechte auf Unternehmensebene erlangen können. Für privatisierte Unternehmen mit Sitz in Frankreich besteht die Pflicht, für ihre Arbeitnehmer einen gewissen Anteil der Sitze in ihren Unternehmensgremien zu reservieren. Zusätzlich schreibt das Gesellschaftsrecht für französische Kapitalgesellschaften vor, dass es den Arbeitnehmern zusteht, ihre Interessen auf Unternehmensebene zu vertreten, sobald sie 3 % des Aktienkapitals ihrer Unternehmen halten. Indem die von Ginglinger, Megginson und Waxin (2011) verwendete Stichprobe nur Unternehmen aus dem Société des Bourses Françaises (SBF) 120 Index beinhaltet, ist es ihnen möglich, den Einfluss von gesetzlicher Mitbestimmung und freiwilliger Beteiligung auf die Leistungskennzahlen der untersuchten Unternehmen direkt miteinander zu vergleichen. Sie können zeigen, dass eine Vertretung von Arbeitnehmerinteressen kraft Gesetzes zwar zu einer Verringerung der ausgeschütteten Dividenden führt, jedoch keinen Einfluss auf die Profitabilität oder den Unternehmenswert hat. Im Vergleich dazu fallen sowohl die Kapitalmarktbewertung und die Produktivität von Unternehmen signifikant höher aus, wenn sie nicht aufgrund gesetzlicher Vorgaben, sondern infolge von Eigentumsrechten der Arbeitnehmer mitbestimmt sind. Ebenfalls einen positiven Einfluss von derart freiwilliger Beteiligung

auf die Produktivität bzw. den Umsatz pro Arbeitnehmer finden Robinson und Wilson (2006) und Kramer (2010).

Diesen Ergebnissen, die darauf schließen lassen, dass mit Entscheidungsrechten ausgestattete Arbeitnehmer-Eigentümer sich wertsteigernd auf Unternehmen auswirken können, stehen die gefundenen Zusammenhänge der Arbeiten von Faleye, Mehrotra und Morck (2006) und Chen, Kacperczyk und Ortiz-Molina (2012) gegenüber. Erstere vergleichen mehrere finanzielle Leistungsindikatoren von Unternehmen, deren Arbeitnehmer mehr als 5 % des Aktienkapitals ihrer Arbeitgeber halten, mit Unternehmen einer Kontrollgruppe, deren Arbeitnehmer-Eigentümer über einen geringeren Unternehmensanteil verfügen. Das Ergebnis: Unternehmen, deren Arbeitnehmer Entscheidungsrechte auf Unternehmensebene haben, gehen im Vergleich mit den Beobachtungen der Kontrollgruppe verhältnismäßig weniger Risiken ein, schaffen weniger Arbeitsplätze, nehmen weniger Fremdkapital, sind insgesamt weniger produktiv und wachsen langsamer. Faleye, Mehrotra und Morck (2006) interpretieren dieses Ergebnis als Beleg dafür, dass Unternehmensstrategien, die zu einer Maximierung des Unternehmenswerts führen, ausgesprochen stark von jenen abweichen können, die den gemeinsamen Wert der Residualansprüche und der erwarteten zukünftigen Lohnzahlungen und Leistungen von Arbeitnehmer-Eigentümern maximieren. Zwei weitere negative Effekte, die sich aus der Beteiligung von Arbeitnehmern an Unternehmensentscheidungen ergeben, finden Chen, Kacperczyk und Ortiz-Molina (2012). Sie können zeigen, dass Unternehmen, die in stärker gewerkschaftlich organisierten Industrien operieren, eine geringere Kapitalmarktverzinsung erreichen, weniger in riskante R&D-Maßnahmen und mehr in Sachwerte investieren sowie weniger häufig zum Ziel von Unternehmensübernahmen werden.

4.4 Management von Beteiligungsrechten durch SE-Gründungen

Wie die Diskussion der rechtlichen Grundlagen in Abschnitt 2.2.3 bereits verdeutlicht, ist der Umfang unternehmerischer Mitbestimmung in der SE nicht an bestimmte Schwellenwerte geknüpft, wie sie z.B. der deutsche Gesetzgeber für nationale Kapitalgesellschaften vorsieht. Der Umfang von Arbeitnehmerrechten wird vielmehr bei der Unternehmensgründung zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer ausgehandelt und muss im Anschluss für den gesamten Fortbestand der Gesellschaft nicht mehr angepasst werden, sofern die Unternehmenseigentümer dies nicht wünschen. Das bedeutet, sollten Unternehmen nach einem Rechtsformwechsel einem gewissen Wachstum unterliegen, ist

der ausgehandelte Grad an Mitbestimmung eingefroren und die Arbeitnehmer haben keinen rechtlichen Anspruch auf (zusätzliche) Mitbestimmungsrechte. Sehen Unternehmen mit deutschen Rechtsformen voraus, dass sie künftig mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer mitbestimmungsrelevante Schwellenwerte überschreiten werden, können sie die Rechtsform SE annehmen. Dadurch werden Mitbestimmungsrechte präventiv auf dem Status quo eingefroren. Für Unternehmen, die bei einem Rechtsformwechsel weniger als 500 Arbeitnehmer haben, bedeutet dies im Extremfall, dass deren Arbeitnehmer niemals über Mitbestimmungsrechte auf Unternehmensebene verfügen werden. Entscheiden sich die Eigentümer deutscher Unternehmen mit einer Arbeitnehmeranzahl zwischen 500 und 2.000, die Rechtsform SE anzunehmen, sind diese in Zukunft zu keinem Zeitpunkt verpflichtet, mehr als ein Drittel der Sitze ihrer Kontrollorgane an Arbeitnehmervertreter zu vergeben. Dies verdeutlicht, dass deutsche Kapitalgesellschaften mit der Entscheidung für die SE die Gelegenheit erhalten, den Umfang von unternehmerischer Arbeitnehmermitbestimmung teilweise völlig unabhängig von Arbeitnehmerinteressen und gesetzlichen Vorgaben zu managen.

Aus ökonomischer Perspektive scheinen die Bemühungen von Unternehmenseigentümern, mittels eines Rechtsformwechsels zur SE den Umfang der Mitbestimmungsrechte ihrer Arbeitnehmer nach eigenem Ermessen festlegen zu können, durchaus plausibel. Wie in Abschnitt 3.3 ausführlich diskutiert, kann die Umsetzung von gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen für Arbeitgeber mit beachtlichen Kosten verbunden sein. Durch die Freistellung von Arbeitnehmern oder die Bereitstellung von Büros können direkte Kosten entstehen (Sadowski, Junkes und Lindenthal 2001). Weitaus größere finanzielle Nachteile für Unternehmenseigentümer sehen viele Ökonomen jedoch in den indirekten Kosten gesetzlicher Mitbestimmung. Durch heterogenere Unternehmensgremien kann es zu verlangsamten Entscheidungsprozessen kommen und aufwendiger werden, einen Konsens zu finden (Yermack 1996; Dalton, Johnson und Ellstrand 1999). Es besteht auch die Gefahr einer Verwässerung von Verfügungsrechten, sodass die Arbeitnehmer nicht die Konsequenzen ihrer Entscheidungen zu tragen haben und die Ressourcen ihrer Arbeitgeber zur Maximierung ihres eigenen Nutzens verwenden (Pejovich 1978; Furubotn 1988).

Diese Kosten gesetzlicher Mitbestimmung können zunächst erklären, weshalb es für die Eigentümer deutscher Unternehmen rational ist, den Status quo an Mitbestimmungsrechten in ihren Unternehmen über eine SE-Gründung vorsorglich einzufrieren. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es für die Leistung dieser Gesellschaften

vorteilhaft sein muss, ihren Arbeitnehmern (zusätzliche) Mitbestimmungsrechte grundlegend zu verweigern. Wie der vorhergehende Abschnitt 4.3 zeigen kann, lassen sich die Vorteile, die aus einer gesetzlichen Mitbestimmung von Arbeitnehmern resultieren können, auch über freiwillige Beteiligungsformen erzielen. Wie sich Kosten und Nutzen dieser Instrumente im Einzelfall zueinander verhalten, hängt dabei von unterschiedlichen Unternehmenscharakteristika ab. So kann es z.B. für Unternehmen in wissensintensiven Industrien mit einem großen Bedarf an unternehmensspezifischem Humankapital durchaus profitabel sein, Mitbestimmungsrechte auf freiwilliger Basis zu gewähren. Arbeitgeber haben in diesen Fällen völlig losgelöst von starren rechtlichen Vorgaben die Option, durch die Gewährung von Mitbestimmungsrechten die Investition in unternehmensspezifisches Humankapital ihrer Arbeitnehmer zu fördern bzw. abzusichern (Smith 1991; Osterloh und Frey 2006).

Insgesamt gesehen stellen sich die Eigentümer deutscher Unternehmen aus einer theoretischen Perspektive auf Mitbestimmungsrechte keinesfalls schlechter, wenn sie deren Umfang eigenständig managen können. Es besteht sogar die Möglichkeit, über freiwillige und maßgeschneiderte Mitbestimmungslösungen, im Vergleich zur gesetzlichen Variante, Vorteile zu verwirklichen. Aufgrund dessen sollte für deutsche Kapitalgesellschaften der Anreiz, die Rechtsform SE anzunehmen, nicht unabhängig davon sein, ob sie sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer kurz vor oder kurz nach dem Erreichen eines mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerts befinden. Daraus leitet sich folgende übergeordnete Nullhypothese ab, die in Abschnitt 4.5.4 empirisch getestet wird:

$H_{0(1)}$: Der Rechtsformwechsel zur SE ist unabhängig davon, ob sich Unternehmen mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unter- oder oberhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden.

Für die exakte Beantwortung der vorliegenden Fragestellung ist es jedoch nicht nur relevant, inwieweit die Entscheidung für einen Rechtsformwechsel davon abhängt, ob sich Unternehmen mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unter- oder oberhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden. Darüber hinaus besteht auch ein Interesse an der Richtung dieses Zusammenhangs. Genauer gefragt: Haben Unternehmen, die sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unterhalb von gesetzlichen Schwellenwerten befinden, eine vergleichsweise höhere Wahrscheinlichkeit, die SE als Rechtsform anzunehmen, als Unternehmen oberhalb entsprechender Grenzen? Aufgrund dessen findet sich in Abschnitt 4.5.4 zusätzlich auch ein Test für nachstehende Nullhypothese:

$H_{0(2)}$: *Der Rechtsformwechsel zur SE ist für Unternehmen, die sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unterhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden, nicht wahrscheinlicher als oberhalb.*

4.5 Empirische Analyse über den Zusammenhang von Arbeitnehmeranzahl und SE-Gründung

Ob der Rechtsformwechsel deutscher Kapitalgesellschaften zur SE davon abhängt, ob sie sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unterhalb oder oberhalb von gesetzlichen Mitbestimmungsgrenzen befinden, wird in diesem Abschnitt mittels eines bivariaten Analyseverfahrens getestet. Der erste Teil erläutert die Erhebung der verwendeten Daten. In Abschnitt 4.5.2 finden sich deskriptive Statistiken. Eine Beschreibung der Vorgehensweise und der verwendeten Methodik beinhaltet Abschnitt 4.5.3. Im letzten Teil erfolgt eine Darstellung und Interpretation der Ergebnisse.

4.5.1 Datengrundlage

Der Großteil der Informationen des zugrunde liegenden Datensatzes dieser Untersuchung ist der European Company Database (ECDB) entnommen. Allerdings ist in dieser Datenbank die Variable zur Arbeitnehmeranzahl für die Gründungsjahre deutscher SEs für mehrere Beobachtungen nicht belegt. Obendrein werden für die folgende Analyse auch Vergleichsgruppen von Unternehmen benötigt, die nicht unter der Rechtsform SE firmieren. Infolgedessen haben zusätzliche Datenquellen Berücksichtigung gefunden. Die Angaben zu den Vergleichsunternehmen stammen für die einzelnen Jahre (2004 bis 2014) aus der Datenbank Thomson Reuters Datastream. Um eine möglichst große und repräsentative Stichprobe zu erhalten, wurden dort alle Unternehmen abgerufen, die ihren Hauptsitz in Deutschland gemeldet haben und deren Aktienkapital am Börsenplatz Frankfurt gehandelt wird. Dementsprechend werden diese Gesellschaften alle unter der Rechtsform AG geführt und erfüllen damit eine der Grundvoraussetzungen der meisten SE-Gründungsformen. Für diese insgesamt 1.612 Unternehmen (2004) wäre zumindest aufgrund ihrer Rechtsform ein Wechsel zur SE prinzipiell möglich gewesen. Da sie ihn allerdings nicht vollzogen haben, eignen sie sich als Kontrollgruppe zur Untersuchung, ob das Einfrieren von Mitbestimmungsrechten eine Motivation für SE-Gründungen in Deutschland sein kann. Unter diesen 1.612 Unternehmen befinden sich 51 Gesellschaften, die über den Beobachtungszeitraum bis Ende 2014 zur Rechtsform SE

gewechselt haben, sodass für dieses Jahr insgesamt nur noch 1.561 Vergleichsunternehmen zur Verfügung stehen.

Die Anzahl der Arbeitnehmer für das Gründungsjahr der jeweiligen SE wurde in einem ersten Schritt für alle Gesellschaften mit Hauptsitz in Deutschland über die Kategorie „Employees Concerned“ der ECDB erhoben. Die dort erfassten Daten beziehen sich darauf, wie viele Arbeitnehmer durch die Gründung der einzelnen SEs betroffen waren. War die Variable „Employees Concerned“ in der ECDB jedoch nicht verfügbar, wurden die Werte für die einzelnen Beobachtungen in einem zweiten Schritt durch Daten von Thomson Reuters Datastream und eigenen Recherchen über die Umwandlungsberichte der SEs ergänzt. Der abschließende Schritt beinhaltete eine Ergänzung des Datensatzes mit den Arbeitnehmerzahlen der bereits von Keller und Werner (2009) untersuchten SEs, um dadurch besser an bestehende Kenntnisse anknüpfen und eine stärkere Vergleichbarkeit von Ergebnissen gewährleisten zu können.

4.5.2 Deskriptive Statistiken

Tabelle 6 gibt eine Übersicht über deskriptive Statistiken zur Anzahl der Arbeitnehmer (AN) der untersuchten SEs und beinhaltet gleichzeitig die absolute Anzahl deutscher SE-Gründungen (SE). Die Werte sind jeweils getrennt für die Jahre von 2005 bis 2014 und zusätzlich über den gesamten Zeitraum ausgewiesen. Der Ausgangspunkt ist das Jahr 2005, da im ersten Jahr, in dem die Rechtsform SE für deutsche Unternehmen verfügbar war (2004), keine entsprechende Gesellschaft gegründet wurde. Die Gründungszahlen der einzelnen Jahre zeigen, dass die SE als Rechtsform für deutsche Unternehmen über die Zeit mehr oder weniger kontinuierlich an Attraktivität gewonnen hat. Eine Ausnahme bildet das Jahr 2009, in welchem ein deutlicher Rückgang an Gründungen im Vergleich zum Vorjahr beobachtet werden kann. Dafür dürfte eine allgemein schlechte wirtschaftliche Lage als Folge der damaligen weltweiten Finanzkrise verantwortlich sein. Insgesamt wurden im Beobachtungszeitraum von 2004 bis 2014 durch die ECDB 293 SEs erfasst, die in ein deutsches Handelsregister eingetragen sind.

In Bezug auf die Anzahl der Arbeitnehmer der SEs zum Gründungszeitpunkt kann Tabelle 6 in mehreren Dimensionen Aufschluss geben. Sie zeigt, dass für lediglich 169 von 293 Unternehmen (ca. 60 %) Angaben zu ihren Mitarbeitern bei der Gründung gemacht werden können. Die verfügbaren Mitarbeiterzahlen offenbaren indessen für die überwiegende Anzahl der Beobachtungsjahre SE-Gründungen, die von Unternehmen mit nur einem Arbeitnehmer durchgeführt wurden. Dies ist gleichzeitig auch das absolute

Minimum an Arbeitnehmern des gesamten Beobachtungszeitraums. Das an der Anzahl der Arbeitnehmer gemessen größte Unternehmen in den Daten ist die Allianz SE mit 133.846 Arbeitnehmern. Diese insgesamt (2004–2014) sehr breite Streuung spiegelt sich auch in einer relativ hohen Standardabweichung von 14.184,90 wider. Demzufolge liefert der Mittelwert von 4.396,14 Arbeitnehmern kein besonders repräsentatives Maß für die Größe der durchschnittlichen SE.

Tabelle 6: Zusammenfassende Statistiken zu SE-Gründungen in Deutschland

Jahre		Beob.	Mittel	Standard- abweichung	Min.	Max.
2005	AN	2	201,50	280,72	3	400
	SE	4	–	–	–	–
2006	AN	9	16.127,67	44.197,86	1	133.846
	SE	12	–	–	–	–
2007	AN	19	1.592,79	2.800,23	1	11.500
	SE	24	–	–	–	–
2008	AN	24	3.940,71	13.136,77	1	65.000
	SE	34	–	–	–	–
2009	AN	17	4.558,82	11.568,29	1	49.000
	SE	24	–	–	–	–
2010	AN	28	3.798,14	9.731,65	1	47.552
	SE	35	–	–	–	–
2011	AN	18	1.159,78	1.296,97	1	3.392
	SE	34	–	–	–	–
2012	AN	25	6.327,64	16.515,46	1	80.907
	SE	40	–	–	–	–
2013	AN	18	2.321,00	2.611,12	10	11.266
	SE	42	–	–	–	–
2014	AN	9	7.540,33	9.934,71	150	30.340
	SE	44	–	–	–	–
2004–2014	AN	169	4.396,14	14.184,90	1	133.846
	SE	293	–	–	–	–

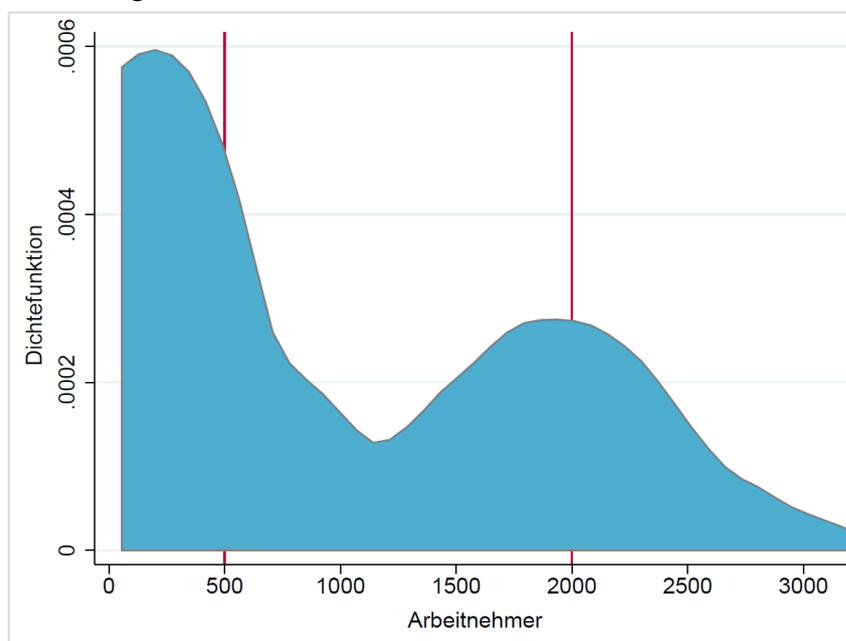
Erklärungen: AN = Anzahl Arbeitnehmer; SE = Anzahl SE-Gründungen

Quelle: Eigene Darstellung; Datengrundlage ECDB (152 Beobachtungen), Thomson Reuters Datastream (3 Beobachtungen), Umwandlungsberichte (1 Beobachtung) und Keller und Werner 2009 (13 Beobachtungen)

Die Frage nach der Verteilung der Arbeitnehmerzahlen der SEs lässt sich anhand von Abbildung 6 beantworten. Sie zeigt den Verlauf der dazugehörigen Dichtefunktion im Intervall $[0, 3.000]$, der 81,07 % aller Beobachtungen in den Daten einschließt und die für diese Untersuchung relevanten Bereiche großzügig abdeckt. Die beiden roten vertikalen Bezugslinien kennzeichnen dabei die nach deutscher Gesetzgebung mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern. Es zeigt sich, dass die Dichtefunktion zur Arbeitnehmeranzahl im abgebildeten Bereich zwei Maxima aufweist. Eines davon befindet sich bei ca. 200 Arbeitnehmern. Im Anschluss

fällt die Funktion bis zu einem lokalen Minimum von ca. 1.150 Arbeitnehmern. Der Vergleich des Arbeitnehmerintervalls unterhalb des gesetzlichen Schwellenwerts zur Drittelbeteiligung [0, 500] mit einem analogen Intervall oberhalb [501, 1.000] offenbart, dass die Wahrscheinlichkeitsmasse des ersten Bereichs diejenige des zweiten deutlich übersteigt. Dies ist ein Hinweis darauf, dass es für Unternehmen, die nach deutschem Recht auf Unternehmensebene noch keiner Mitbestimmungspflicht unterliegen, attraktiver erscheinen kann, die Rechtsform SE anzunehmen, im Vergleich zu Unternehmen, deren Aufsichtsräte bereits zu einem Drittel mit Arbeitnehmervertretern besetzt sind.

Abbildung 6: Dichtefunktion Arbeitnehmer SEs



Für den Bereich vor und nach dem Schwellenwert, bei dessen Überschreiten deutsche Kapitalgesellschaften paritätisch mitbestimmte Aufsichtsräte einrichten müssen, findet sich hingegen kein derart klares Bild. Zwar steigt der Verlauf der Dichtefunktion ab einer Anzahl von ca. 1.150 Arbeitnehmern bis zur gesetzlichen Grenze von ca. 2.000 Arbeitnehmern erneut an und fällt anschließend wieder ab. Dementsprechend scheint die Attraktivität, eine SE zu gründen, für Unternehmen, deren Aufsichtsräte ohnehin bereits zur Hälfte mit Arbeitnehmervertretern belegt sind, mit steigender Arbeitnehmerzahl abzunehmen. Jedoch lässt sich anhand von Abbildung 6 nicht feststellen, dass die Wahrscheinlichkeitsmasse eines relevanten Bereichs unterhalb des gesetzlichen Schwellenwerts von 2.000 Arbeitnehmern wesentlich größer wäre als ein vergleichbarer darüber (z.B. [1.500, 2.000] und [2.001, 2.500]). Insgesamt deutet der Verlauf der

Dichtefunktion also darauf hin, dass die Möglichkeit, Mitbestimmungsrechte perspektivisch auf dem Status quo einzufrieren, vor allem für deutsche Kapitalgesellschaften vor dem Erreichen der Drittelbeteiligung eine Motivation für einen Rechtsformwechsel zur SE ist.

4.5.3 Vorgehensweise und Methodik

Der methodische Ansatz dieser Untersuchung basiert auf einem Vergleich der Anzahl von SEs, die jeweils vor und nach den mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten von 500 und 2.000 Arbeitnehmern gegründet wurden. Die Analyse von absoluten Werten ließe sich dabei allerdings nur bedingt rechtfertigen, da die Anzahl von SE-Gründungen sehr wahrscheinlich abhängig von der Anzahl aller deutschen Kapitalgesellschaften ist. Aus diesem Grund werden die einzelnen SE-Gründungszahlen in den unterschiedlichen Intervallen jeweils mit Vergleichsgruppen von Unternehmen gewichtet, welche die grundlegenden Voraussetzungen für einen Rechtsformwechsel zwar erfüllen, diesen jedoch nicht vorgenommen haben. Die verwendeten Daten stehen in einem jährlichen Format zur Verfügung, sodass eine Untersuchung der einzelnen Beobachtungsjahre jeweils getrennt voneinander zunächst als die präziseste und konservativste Vorgehensweise erscheint.

Im Gegensatz dazu ist es weniger eindeutig, wie groß die Intervalle in Bezug auf die Arbeitnehmerzahl jeweils vor und nach den mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten gewählt werden sollten. Zum einen ist es aus theoretischer Sicht unklar, ab welcher Mitarbeiteranzahl den Unternehmen ein strategisches Verhalten bezüglich der perspektivischen Fixierung von Mitbestimmungsrechten unterstellt werden kann. Andererseits ist es denkbar, dass die Ergebnisse der Analyse sehr stark davon beeinflusst werden, ob die untersuchten Bereiche hinsichtlich der Arbeitnehmerzahl zum SE-Gründungszeitpunkt vergleichsweise groß oder klein definiert werden. Aufgrund dessen gibt Tabelle 7 eine jährliche Übersicht sowohl über die SE-Gründungszahlen als auch über die Anzahl der Unternehmen in der Vergleichsgruppe von insgesamt sechs unterschiedlichen Intervallgrößen. Die Größe der Intervalle zur Analyse des gesetzlichen Schwellenwerts der Drittelbeteiligung erstreckt sich dabei von [250, 500] & [501, 751] mit jeweils einer schrittweisen Vergrößerung von 50 Arbeitnehmern bis auf [0, 500] & [501, 1.001]. Ein Blick auf die SE-Gründungszahlen des kleinsten Intervalls ([250, 500] & [501, 751]) zur Drittelbeteiligung offenbart, dass diese über die einzelnen Jahre von null bis lediglich fünf Gründungen reichen. Diese geringe Anzahl an Beobachtungen lässt

die Untersuchung eines noch kleineren Intervalls nicht zielführend erscheinen, da viele statistische Analyseverfahren bereits hier nur noch bedingt eingesetzt werden können und unzuverlässige Ergebnisse liefern. Die Größe des Intervalls auf der gegenüberliegenden Seite ([0, 500] & [501, 1.001]) ist dagegen durch die Untergrenze mit dem Wert 0 natürlich vorgegeben. Die Intervalle, die um den gesetzlichen Schwellenwert der paritätischen Beteiligung gelegt werden, vergrößern sich ebenfalls in Schritten zu 50 Arbeitnehmern ausgehend von [1.750, 2.000] & [2.001, 2.251] auf [1.500, 2.000] & [2.001, 2.501]. Das Maximum an SE-Gründungszahlen im kleinsten Intervall ([1.750, 2.000] & [2.001, 2.251]) beträgt ebenfalls fünf, sodass auch hier aus den genannten Gründen keine weiteren Einschränkungen vorgenommen werden.

Eine Methode zur Analyse von Datenstrukturen des in Tabelle 7 enthaltenen Typs bietet der bivariate Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest. Dieses nicht-parametrische Testverfahren eignet sich zur Untersuchung von einzelnen Stichproben, die sich anhand von zwei unterschiedlichen Dimensionen kategorisieren lassen (Gravetter und Wallnau 2008, S. 483–485). Im vorliegenden Fall werden die Unternehmen des Datensatzes auf der einen Seite nach ihrer Rechtsform klassifiziert und auf der anderen Seite über die Anzahl ihrer Mitarbeiter zu bestimmten Intervallen zugeordnet. Es ergeben sich sogenannte Kontingenztafeln, hier im Format 2x2, welche die beobachteten Häufigkeiten von AGs und SEs für die einzelnen Jahre, in Intervallen jeweils vor und nach den mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten von 500 und 2.000 Arbeitnehmern, erfassen. Grundlegend untersucht der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest, ob zwei Variablen unabhängig voneinander sind bzw. nicht miteinander korrelieren. Eine Nullkorrelation in diesem Kontext bedeutet, dass es zu einer vorgegebenen Fehlerwahrscheinlichkeit nicht möglich ist, anhand der Ausprägung von Beobachtungen in einer Dimension ihre Kategorisierung in der anderen Dimension zu schätzen (Sheskin 2011, S. 494–495). Folglich deuten signifikante Ergebnisse des Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests auf die Gültigkeit der Gegenhypothese $H_{1(1)}$ hin, sodass im vorliegenden Fall eine gewisse Abhängigkeit zwischen der Größe der Unternehmen bzw. ihrer Zugehörigkeit zu Mitarbeiterintervallen und der Entscheidung für die Rechtsform SE unterstellt werden könnte.

Tabelle 7: Gründungszahlen deutscher SEs nach Arbeitnehmerintervallen und Jahren

Intervalle zum DrittelbG (500 Arbeitnehmer)										
	SE	AG								
Jahr	2005		2006		2007		2008		2009	
250–500	1	68	1	79	2	89	2	80	1	78
501–751	0	47	0	47	0	50	0	51	1	45
200–500	1	109	1	106	2	118	2	107	2	106
501–801	0	60	0	61	0	59	1	58	1	49
150–500	1	142	1	136	2	153	2	140	2	135
501–851	0	67	0	66	0	67	1	62	2	56
100–500	1	191	1	188	3	196	2	189	2	179
501–901	0	72	0	70	0	68	1	65	2	62
50–500	1	262	2	269	6	278	5	264	2	250
501–951	0	79	0	75	0	72	1	73	3	67
0–500	2	395	5	406	12	402	11	373	5	376
501–1.001	0	83	0	83	0	82	1	81	3	77
Jahr	2010		2011		2012		2013		2014	
250–500	5	78	3	83	3	64	2	56	0	38
501–751	0	42	2	46	0	47	0	37	0	16
200–500	5	101	3	105	3	91	2	75	0	44
501–801	0	50	2	50	0	53	1	46	0	24
150–500	6	144	3	140	3	111	2	88	0	48
501–851	0	55	2	55	1	60	1	52	0	27
100–500	8	178	4	175	4	154	2	121	1	58
501–901	1	58	2	60	1	66	1	53	0	30
50–500	9	237	5	233	5	203	2	158	1	74
501–951	1	66	3	67	1	73	1	66	0	31
0–500	17	360	9	352	11	298	4	232	1	94
501–1.001	1	74	3	69	1	76	1	72	0	32

Tabelle 7 (Fortsetzung)

Intervalle zum MitbestG (2.000 Arbeitnehmer)										
	SE	AG								
Jahr	2005		2006		2007		2008		2009	
1.750–2.000	0	6	1	8	3	10	4	13	1	10
2.001–2.251	0	10	0	7	0	7	0	10	1	5
1.700–2.000	0	8	1	9	3	14	6	17	1	13
2.001–2.301	0	11	0	7	0	7	0	11	1	10
1.650–2.000	0	9	1	11	3	15	7	19	1	15
2.001–2.351	0	12	1	9	0	9	0	13	1	12
1.600–2.000	0	10	1	13	3	20	7	20	1	17
2.001–2.401	0	16	1	9	0	11	0	14	1	12
1.550–2.000	0	12	1	16	3	24	7	22	1	19
2.001–2.451	0	17	1	12	0	13	0	16	1	14
1.500–2.000	0	18	1	17	3	26	7	26	1	23
2.001–2.501	0	20	1	13	0	13	0	18	1	16
Jahr	2010		2011		2012		2013		2014	
1.750–2.000	3	10	1	8	1	8	5	8	3	2
2.001–2.251	0	8	1	5	1	7	0	8	0	4
1.700–2.000	3	15	1	13	1	11	5	10	3	5
2.001–2.301	0	9	1	6	2	10	1	9	1	6
1.650–2.000	3	19	1	16	2	15	5	14	3	6
2.001–2.351	0	10	1	8	2	11	1	9	1	7
1.600–2.000	3	24	1	17	2	17	5	15	3	7
2.001–2.401	1	12	1	10	2	12	1	12	1	10
1.550–2.000	3	26	1	18	2	19	5	18	3	11
2.001–2.451	1	15	1	11	2	14	1	16	1	10
1.500–2.000	3	26	1	22	2	22	5	19	3	13
2.001–2.501	1	15	1	11	2	16	1	16	1	10

Aus technischer Sicht errechnet der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest für jede Zelle der Kontingenztabelle einen Wert, der bei Unabhängigkeit der beiden relevanten Dimensionen zu erwarten wäre. Er vergleicht diesen mit den tatsächlich beobachteten Häufigkeiten. Um die Abweichung von beobachteten und geschätzten Werten zu beurteilen, wird dabei auf die Chi-Quadrat-Statistik zurückgegriffen. Ist die errechnete Differenz hinreichend groß, wird die Nullhypothese über die Unabhängigkeit der beiden Dimensionen abgelehnt. Wie bei den meisten statistischen Verfahren liegen auch dem Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest einige Annahmen zugrunde. Erstens lässt er sich nur auf kategoriale Daten bzw. Häufigkeiten anwenden. Zweitens darf jede Beobachtung nur einmal in den Daten vorhanden sein. Dies ist gleichzeitig erfüllt, wenn die Analyse auf einer zufällig gezogenen Stichprobe von n unabhängigen Beobachtungen basiert (Albright, Winston und Zappe 2011, S. 500–501; Black 2012, S. 680–682). Drittens müssen die einzelnen geschätzten Häufigkeiten jeweils Werte von 5 oder größer annehmen. Andernfalls besteht die Gefahr, dass die Wahrscheinlichkeiten der Chi-Quadrat-Verteilung keine geeigneten Schätzungen für die tatsächliche Stichprobenverteilung liefern. Für kleine absolute Häufigkeiten werden die möglichen Werte der Chi-Quadrat-Statistik relativ diskret, sodass diese für kontinuierliche Verteilungen nicht besonders passend sind (Cochran 1952). In den Fällen, in denen die Regel von Cochran (1952) über kleine Häufigkeiten nicht eingehalten wird, ist eine der am häufigsten angewendeten Alternativen Fisher's Exact Test, der von seinem Erfinder ursprünglich für 2x2-Kontingenztabelle entwickelt wurde. Fisher's Exact Test stellt keine Anforderungen an den Stichprobenumfang und legt eine hypergeometrische Verteilung zugrunde, sodass auch bei einer geringen Anzahl an Beobachtungen zuverlässige Schätzungen erzielt werden können (Fisher 1935). Für die Interpretation der Ergebnisse in Abschnitt 4.5.4 wird immer der p-Wert des Fisher's Exact Tests herangezogen, wenn eine der geschätzten Häufigkeiten in den untersuchten Kontingenztabelle kleiner als 5 ist.

4.5.4 Ergebnisse und Interpretation

Tabelle 8 enthält die Pearson-Teststatistiken von Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests basierend auf den beobachteten Häufigkeiten für das Auftreten von SEs und AGs in sechs unterschiedlich großen Arbeitnehmerintervallen. Sie beziehen sich jeweils auf die Bereiche vor und nach den mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten von 500 und 2.000 Arbeitnehmern, die der deutsche Gesetzgeber für nationale Kapitalgesellschaften

vorgibt. Dabei wurde die Gültigkeit der Hypothese $H_{0(1)}$ getrennt für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums getestet. Eine Berechnung der erwarteten Häufigkeiten der zugrunde liegenden Kontingenztabelle zeigt, dass jede für sich mindestens eine Zelle mit einem Wert enthält, der kleiner als 5 ist. Aufgrund dessen wird zur Beurteilung der Signifikanz der Ergebnisse aus Tabelle 8 auf die p-Werte des Fisher's Exact Tests zurückgegriffen (Rose und Sullivan 1996, S. 190). Da für diesen Test keine eigene Statistik ausgewiesen werden kann, sind die resultierenden Teststatistiken von Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests nach Pearson angegeben.

Tabelle 8: Ergebnisse der Chi-Quadrat-Tests nach Beobachtungsjahren

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Intervalle zum DrittelbG (500 Arbeitnehmer)										
250–500										
501–751	0,687	0,592	1,115	1,263	0,152	2,636	0,040	2,161	1,303	–
200–500										
501–801	0,549	0,574	0,994	0,004	0,004	2,437	0,132	1,727	0,027	–
150–500										
501–851	0,471	0,484	0,872	0,010	0,802	2,266	0,333	0,175	0,018	–
100–500										
501–901	0,376	0,372	1,037	0,093	1,201	0,860	0,186	0,234	0,012	0,514
50–500										
501–951	0,301	0,557	1,547	0,130	4,370*	0,799	1,021	0,290	0,029	0,417
0–500										
501–1.001	0,415	1,020	2,436	0,729	2,304	1,650	0,624	1,046	0,037	0,340
Intervalle zum MitbestG (2.000 Arbeitnehmer)										
1.750–2.000										
2.001–2.251	–	0,830	1,901	2,762	0,215	2,154	0,096	0,008	4,039	3,600
1.700–2.000										
2.001–2.301	–	0,744	1,412	3,485	0,032	1,688	0,276	0,381	1,791	1,029
1.650–2.000										
2.001–2.351	–	0,018	1,688	4,266*	0,023	1,505	0,227	0,084	3,401*	1,022
1.600–2.000										
2.001–2.401	–	0,062	1,574	4,377*	0,057	0,114	0,133	0,107	1,587	1,485
1.550–2.000										
2.001–2.451	–	2,135	1,562	4,574**	0,044	0,214	0,115	0,083	1,928	0,698
1.500–2.000										
2.001–2.501	–	0,034	1,448	4,426**	0,063	0,214	0,233	0,092	1,781	0,482

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Erklärungen: Ausgewiesen sind die Pearson-Teststatistiken von Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests für die einzelnen Beobachtungsjahre. Die Signifikanzniveaus (*, **, ***) geben dabei die p-Werte von zweiseitigen Fisher's Exact Tests wieder.

Angesichts der Hypothese $H_{0(1)}$ zeigen die Ergebnisse zu den beiden kleinsten Arbeitnehmerintervallen ([250, 500] & [501, 751]/[1.750, 2.000] & [2.001, 2.251] und [200, 500] & [501, 801]/[1.700, 2.000] & [2.001, 2.301]) ein eindeutiges Bild. So finden sich weder für die gesetzliche Grenze zur Drittelbeteiligung noch zum Schwellenwert für verpflichtend paritätisch mitbestimmte Aufsichtsräte signifikante Werte. Die Entscheidung von Unternehmen, die Rechtsform SE anzunehmen, scheint hier also völlig unabhängig davon zu erfolgen, ob sie sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unterhalb oder oberhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden. Betrachtet man hingegen die Ergebnisse für die vier weiteren Intervalle in Tabelle 8, die sukzessive um 50 Arbeitnehmer vergrößert werden, fällt vor allem der Schwellenwert von 2.000 Arbeitnehmern im Beobachtungsjahr 2008 ins Auge. Die Hypothese $H_{0(1)}$ kann für dieses Jahr, für Unternehmen die gesetzlicher Drittelbeteiligung unterliegen und durch Wachstum mit ihren Arbeitnehmerzahlen relativ schnell die gesetzliche Grenze zur paritätischen Mitbestimmung überschreiten würden, abgelehnt werden.

Für die Arbeitnehmerintervalle von [1.600, 2.000] & [2.001, 2.401], [1.550, 2.000] & [2.001, 2.451] und [1.500, 2.000] & [2.001, 2.501] kann dies zu einem Signifikanzniveau von 5 % erfolgen, für die Intervalle von [1.650, 2.000] & [2.001, 2.351] zu einer Fehlerwahrscheinlichkeit von unter 10 %. Weitere signifikante Ergebnisse finden sich im Jahr 2009 für den Schwellenwert zur Drittelbeteiligung ([50, 500] & [501, 951]) und für das Gründungsjahr 2013 zur gesetzlichen Grenze für paritätisch mitbestimmte Aufsichtsräte ([1.650, 2.000] & [2.001, 2.351]). Insgesamt zeigt sich, dass lediglich für 5 % aller getesteten Kontingenztabelle signifikante Ergebnisse gefunden werden können. In Anbetracht dieses sehr kleinen Anteils lässt eine Untersuchung auf der Grundlage einzelner Beobachtungsjahre nur den Schluss zu, dass sich Unternehmen unabhängig davon, ob sie sich mit ihren Arbeitnehmerzahlen unter- oder oberhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden, für einen Rechtsformwechsel zur SE entscheiden. Als Folge dessen sollte die Möglichkeit, Mitbestimmungsrechte präventiv zu fixieren, für die Eigentümer deutscher Kapitalgesellschaften keine Motivation darstellen, eine SE zu gründen.

Dieser Befund ändert sich nur zum Teil, wenn die einzelnen Beobachtungsjahre nicht getrennt voneinander, sondern gemeinsam untersucht werden. Tabelle 10 zeigt die Ergebnisse der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests, die auf der Grundlage von Kontingenztabelle durchgeführt wurden, welche die Daten über den Zeitraum von 2004 bis 2014 zusammenfassen. So enthalten sie zum einen die absolute Anzahl aller

SE-Gründungen und zum anderen die durchschnittliche Anzahl aller Vergleichsunternehmen über den gesamten Beobachtungszeitraum (siehe Tabelle 9). Aus Gründen der Vergleichbarkeit sind die Größen der unterschiedlichen Intervalle zu den Arbeitnehmerzahlen dabei gleich gewählt, wie bei den Tests auf einer jährlichen Basis auch. Für das kleinste Intervall zum Schwellenwert der paritätischen Mitbestimmung ([1.750, 2.000] & [2.001, 2.251]) findet sich trotz der Gesamtbetrachtung eine erwartete Häufigkeit, die kleiner als 5 ist, sodass die Angaben zur Signifikanz dort auf dem p-Wert des Fisher's Exact Tests beruhen. Die ausgewiesenen Werte in Tabelle 10 sind die Pearson-Teststatistiken der Chi-Quadrat-Tests zu den jeweiligen Arbeitnehmerintervallen. Anhand der drei größten Arbeitnehmerintervalle ([0, 500] & [501, 1.001]/[1.500, 2.000] & [2.001, 2.501], [50, 500] & [501, 951]/[1.550, 2.000] & [2.001, 2.451] und [100, 500] & [501, 901]/[1.600, 2.000] & [2.001, 2.401]) zeigt sich, dass keine Abhängigkeit von SE-Gründungen deutscher Kapitalgesellschaften und der Anzahl ihrer Arbeitnehmer gefunden werden kann.

Tabelle 9: Erwartete und beobachtete Häufigkeiten deutscher SE-Gründungen kumuliert

		SE	AG			SE	AG			SE	AG
Intervalle zum DrittelbG (500 Arbeitnehmer)											
Beob.	250–500	20	71	200–500	21	96	150–500	22	124	Erw.	
Erw.		15	76		18	99		20	126		
Beob.	501–751	3	43	501–801	5	51	501–851	7	57	Erw.	
Erw.		8	38		8	48		9	55		
Beob.	100–500	28	163	50–500	38	223	0–500	77	329	Erw.	
Erw.		27	165		37	224		72	334		
Beob.	501–901	8	60	501–951	10	67	501–1001	10	73	Erw.	
Erw.		10	59		11	66		15	68		
Intervalle zum MitbestG (2.000 Arbeitnehmer)											
Beob.	1.750–2.000	22	8	1.700–2.000	24	12	1.650–2.000	26	14	Erw.	
Erw.		19	11		21	15		23	17		
Beob.	2.001–2.251	3	7	2.001–2.301	6	9	2.001–2.351	7	10	Erw.	
Erw.		6	4		9	6		10	7		
Beob.	1.600–2.000	26	16	1.550–2.000	26	19	1.500–2.000	26	21	Erw.	
Erw.		23	19		23	22		23	24		
Beob.	2.001–2.401	8	12	2.001–2.451	8	14	2.001–2.501	8	15	Erw.	
Erw.		11	9		11	11		11	12		

Erklärungen: Beob. = beobachtete Häufigkeit; Erw. = erwartete Häufigkeit

Für die drei kleinsten Arbeitnehmerintervalle ([150, 500] & [501, 851]/[1.650, 2.000] & [2.001, 2.651], [200, 500] & [501, 801]/[1.700, 2.000] & [2.001, 2.301] und [250, 500] & [501, 751]/[1.750, 2.000] & [2.001, 2.251]) ergeben sich hingegen mit zwei Ausnahmen über alle durchgeführten Tests signifikante Werte, die dafür sprechen, die Nullhypothese zu verwerfen. Durch die Ergebnisse zum mitbestimmungsrelevanten Schwellenwert von 2.000 Arbeitnehmern lässt sich dabei zumindest auf einem Signifikanzniveau von 5 % bestätigen, dass die Entscheidung für einen Rechtsformwechsel nicht unabhängig davon erfolgt ist, ob sie bereits paritätischer Mitbestimmung unterlagen oder nicht. Zum kleinsten Intervalle des Schwellenwerts zum DrittelbG kann für den Bereich [250, 500] & [501, 751] zu einer Fehlerwahrscheinlichkeit von unter 5 % bestätigt werden: Der Rechtsformwechsel der beobachteten Unternehmen erfolgte nicht unabhängig davon, ob sie der deutsche Gesetzgeber bereits dazu verpflichtet hatte, drittelbeteiligte Aufsichtsräte einzurichten.

Der empirische Test von Hypothese $H_{0(2)}$ soll nicht nur Aufschluss darüber geben, ob der Anreiz von AGs, die Rechtsform SE anzunehmen, davon abhängt, ob sie mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer kurz vor oder kurz nach dem Erreichen mitbestimmungsrelevanter Schwellenwerte stehen. Vielmehr soll dadurch getestet werden, ob AGs, die sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unterhalb von gesetzlichen Schwellenwerten befinden, eine vergleichsweise höhere Wahrscheinlichkeit haben, die SE als Rechtsform anzunehmen, als AGs oberhalb entsprechender Grenzen. Aufgrund dessen sind in Tabelle 10 zusätzlich zu den Signifikanzniveaus der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests auch die Fehlerwahrscheinlichkeiten von einseitigen Fisher's Exact Tests angegeben. Mithilfe dieser Tests lassen sich bestimmte Merkmale nicht nur auf (Un-)Abhängigkeit voneinander untersuchen, sondern es können auch Aussagen über die diesbezügliche Richtung getroffen werden¹⁶ (Moffatt 2016, S. 38–41).

Wie die Signifikanzniveaus zu den einseitigen Fisher's Exact Tests in Tabelle 10 zeigen können, lässt sich die Hypothese $H_{0(2)}$ für alle Arbeitnehmerintervalle zum gesetzlichen Schwellenwert der paritätischen Mitbestimmung mit einer Fehlerwahrscheinlichkeit von unter 10 % zurückweisen. Demzufolge haben Unternehmen, die sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer in Intervallen unterhalb der getesteten Schwellenwerte befinden und laut deutscher Gesetzgebung noch keine

¹⁶ In Tabelle 8 wird darauf verzichtet, zusätzlich zu den Signifikanzniveaus der p-Werte von zweiseitigen Fisher's Exact Tests auch Fehlerwahrscheinlichkeiten von einseitigen Fisher's Exact Tests anzugeben, da sich diese nicht wesentlich voneinander unterscheiden.

paritätisch mitbestimmten Aufsichtsräte eingerichtet haben müssen, eine höhere Wahrscheinlichkeit, die Rechtsform SE anzunehmen, als die Unternehmen in den Intervallen oberhalb der Grenze von 2.000 Arbeitnehmern. Die einseitigen Fisher's Exact Tests zum gesetzlichen Schwellenwert der Drittelbeteiligung liefern dagegen lediglich für die beiden kleinsten ([250, 500] & [501, 751] und [200, 500] & [501, 801]) und das größte ([0, 500] & [501, 1.001]) Arbeitnehmerintervall signifikante Werte. Dies bedeutet, dass die Nullhypothese nur in der Hälfte der untersuchten Fälle abgelehnt werden kann. Diese Ergebnisse spiegeln insgesamt auch die Abweichungen von beobachteten und geschätzten Häufigkeiten in den jeweils zugrunde liegenden Kontingenztabelle in Tabelle 9 wider.

Tabelle 10: Ergebnisse der Chi-Quadrat-Tests kumuliert

Intervalle zum DrittelbG (500 Arbeitnehmer)					
250–500	5,225**(††)	200–500	2,413(†)	150–500	0,638
501–751		501–801		501–851	
100–500	0,351	50–500	0,121	0–500	2,255(†)
501–901		501–951		501–1.001	
Intervalle zum MitbestG (2.000 Arbeitnehmer)					
1.750–2.000	6,009**(††)	1.700–2.000	3,109*(†)	1.650–2.000	2,778*(†)
2.001–2.251		2.001–2.301		2.001–2.351	
1.600–2.000	2,625(†)	1.550–2.000	2,711(†)	1.500–2.000	2,607(†)
2.001–2.401		2.001–2.451		2.001–2.501	

*(†) $p < 0,1$; **(††) $p < 0,05$; ***(†††) $p < 0,01$

Erklärungen: Ausgewiesen sind die Pearson-Teststatistiken von Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests mit den Signifikanzniveaus (*;**,***) der dazugehörigen p-Werte. Die mit (†;††;†††) gekennzeichneten Signifikanzniveaus beziehen sich auf die p-Werte von einseitigen Fisher's Exact Tests.

4.6 Fazit

Die Fragestellung dieses Kapitels leitet sich aus den Teilen des SE-Gesellschaftsrechts ab, die den Eigentümern deutscher Unternehmen die Möglichkeit eröffnen, über einen entsprechenden Rechtsformwechsel den Umfang der Mitbestimmungsrechte ihrer Arbeitnehmer auf dem Status quo einzufrieren. Genauer gesagt können sich Unternehmen, die unter nationalen Rechtsformen ab einer Größe von 500 Arbeitnehmern unter das DrittelbG fallen würden oder ab einer Arbeitnehmeranzahl von 2.000 paritätisch mitbestimmte Aufsichtsräte haben müssten, diesen Vorgaben entziehen. Sie können vor dem Erreichen von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten zur Rechtsform SE übergehen. Demzufolge kann eine SE-Gründung für die Eigentümer dieser Unternehmen zwei ökonomische Effekte mit sich bringen. Zum einen lassen sich direkte und indirekte

Kosten, die aus einer gesetzlichen Pflicht für die Bewilligung von (zusätzlichen) Mitbestimmungsrechten entstehen können, vermeiden. Zum anderen ergibt sich die Freiheit, den Umfang von unternehmerischer Mitbestimmung unabhängig von unflexiblen und allgemeingültigen gesetzlichen Vorgaben eigenständig zu steuern.

Meines Wissens untersuchen bisher nur Keller und Werner (2009) empirisch, ob für deutsche Unternehmen ein Zusammenhang zwischen dem Rechtsformwechsel zur SE und der Anzahl ihrer Arbeitnehmer bzw. dem Erreichen von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten besteht. Sie stellen für 18 SEs fest, dass sich diese zum Gründungszeitpunkt mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer in der Nähe der gesetzlichen Grenzen von 500 oder 2.000 befunden haben. Aufgrund dessen sehen Keller und Werner (2009) die Motivation für den Rechtsformwechsel der identifizierten Unternehmen im dauerhaften Einfrieren von Mitbestimmungsrechten. Anhand einer Einzelfallbetrachtung lassen sich jedoch nur sehr schwer allgemeingültige Aussagen treffen. Daher eignet sich die Vorgehensweise von Keller und Werner (2009) auch nur bedingt, um die Frage zu beantworten, ob die SE von deutschen Unternehmen gewählt wird, um eine Art präventive Mitbestimmungsflucht zu begehen. Um sich einer diesbezüglichen Antwort weiter anzunähern, geht der empirische Ansatz dieser Untersuchung zwei Schritte weiter. Erstens werden nicht nur SE-Gründungen unterhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten betrachtet, sondern auch in Relation zur Anzahl von SEs oberhalb dieser gesetzlichen Grenzen gesetzt. Zweitens werden mittels einer Vergleichsgruppe auch Unternehmen berücksichtigt, welche die formalen Anforderungen für einen Rechtsformwechsel zur SE zwar erfüllt hatten, diesen jedoch nicht vollzogen haben.

Die empirischen Ergebnisse dieses Kapitels sind keineswegs eindeutig. Anhand der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests – getrennt nach den einzelnen Beobachtungsjahren – finden sich nur für einen sehr kleinen Teil der untersuchten Arbeitnehmerintervalle signifikante Werte. Auf dieser Grundlage müsste die Schlussfolgerung gezogen werden, dass der Rechtsformwechsel unabhängig davon ist, ob sich deutsche Unternehmen mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unter- oder oberhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden. Demgemäß lässt sich nicht zeigen, dass die SE von Unternehmenseigentümern in Deutschland systematisch zur präventiven Fixierung bestehender Mitbestimmungsrechte genutzt wird. Betrachtet man hingegen lediglich die Verteilung der SE-Gründungen in den Daten anhand ihrer Dichtefunktion, ist durchaus auffällig, wie deren Anzahl über den Bereich 0 bis 500 bzw. 1.150 bis 2.000 Arbeitnehmer zunimmt und oberhalb dieser mitbestimmungsrelevanten

Schwellenwerte wieder abfällt. Diesen Zusammenhang zeigen auch die Ergebnisse einseitiger Fisher's Exact Tests auf der Grundlage kumulierter Kontingenztabellen, welche die Summe aller SEs und die durchschnittliche Anzahl von Vergleichsunternehmen über den gesamten Beobachtungszeitraum berücksichtigen. Sie lassen darauf schließen, dass der Rechtsformwechsel für Unternehmen, die sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unterhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden, wahrscheinlicher ist als oberhalb. Aufgrund dieser zweideutigen Ergebnisse lässt sich abschließend keine eindeutige Aussage darüber treffen, ob sich die Befürchtungen einer Mitbestimmungsflucht deutscher Unternehmen über den Wechsel zur Rechtsform SE bewahrheitet haben.

In Bezug auf die Qualität und die Aussagekraft der gefundenen Ergebnisse können bei der methodischen Vorgehensweise und der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen gewiss einige Kritikpunkte angeführt werden. Sie geben gleichzeitig eine Richtung für künftigen Forschungsbedarf vor. Obwohl die mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerte anhand von sechs unterschiedlich großen Arbeitnehmerintervallen untersucht werden, ist es dennoch fraglich, ob diese vor allem um die Grenze von 2.000 Arbeitnehmern noch großzügiger gewählt werden sollten. Dadurch ließen sich im Extremfall alle beobachteten SE-Gründungen in der Analyse berücksichtigen. Die Ergebnisse der empirischen Tests in Tabelle 10, die sich auf den gesamten Beobachtungszeitraum beziehen, könnten dadurch getrieben sein, dass die Summe der SE-Gründungen in Relation zur durchschnittlichen Anzahl von Vergleichsunternehmen gesetzt wird. So würden die beiden Gruppen unterschiedlich stark gewichtet werden. Ein Rechtsformwechsel zur SE kann nicht nur von AGs durchgeführt werden, sondern steht auch Unternehmen mit anderen Rechtsformen offen. Aufgrund dessen könnte die vorliegende Untersuchung an Präzision gewinnen, wenn es möglich wäre, die Vergleichsgruppe zu erweitern. Grundsätzlich ist zu beachten, dass die empirischen Ergebnisse lediglich auf der Basis von bivariaten Analyseverfahren beruhen. Deshalb bleiben neben der Anzahl der Arbeitnehmer weitere Determinanten von SE-Gründungen unberücksichtigt, sodass es nicht möglich ist, mehr als Abhängigkeiten bzw. Korrelationen zu identifizieren. Dieser Mangel könnte behoben werden, wenn sowohl für die untersuchten SEs als auch für die Unternehmen in der Vergleichsgruppe weitere Informationen zur Verfügung stünden, wie etwa finanzielle Kennzahlen oder Angaben zum Umfang internationaler Aktivitäten. Auf der Grundlage entsprechender Daten wäre es dann möglich, multivariate Regressionsverfahren anzuwenden. Anhand derer ließen

sich eindeutigere Aussagen treffen, ob der Wunsch, Mitbestimmungsrechte präventiv zu fixieren, für die Eigentümer deutscher Unternehmen tatsächlich eine Motivation ist, einen Rechtsformwechsel zur SE zu vollziehen.

5 Eigentümerstrukturen und die Größe von Kontrollgremien

5.1 Einführung

Dieses Kapitel der Arbeit untersucht den Zusammenhang von Eigentümerstrukturen und der Größe von Kontrollorganen deutscher SEs. Die dabei zugrunde liegenden Fragestellungen leiten sich aus den in Abschnitt 2.2.4 erläuterten gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Anzahl der Mitglieder und der personellen Besetzung von Kontrollgremien dieser Kapitalgesellschaften ab. Im Gegenteil zu vergleichbaren nationalen Unternehmen mit der Rechtsform AG können Unternehmen, die als SE firmieren, ihre Governance-Struktur weitaus freier ausgestalten. Dazu lässt sich auch die Größe ihrer Kontrollgremien zählen, die nicht per Gesetz an bestimmte Untergrenzen gebunden ist. Bestandteil des Gründungsplans einer SE ist sowohl die Entscheidung über die Größe als auch über die Personalien bei der Besetzung der Kontrollgremien. Dieser Plan wird von den leitenden Organen der an der Gründung beteiligten Unternehmen ausgearbeitet und muss anschließend von den jeweiligen Hauptversammlungen genehmigt werden. In Anlehnung an die Agency-Theorie (Shleifer und Vishny 1986; Huddart 1993; Admati, Pfleiderer und Zechner 1994) besteht die Annahme, dass der Anreiz zur Kontrolle durch die Eigentümer von Unternehmen grundlegend mit dem Umfang der von ihnen gehaltenen Eigentumsanteile variiert. Dies sollte auch für die Motivation gelten, ihre eigenen Interessen im SE-Gründungsprozess zu vertreten. So sollte einerseits mit steigendem Streubesitzanteil von Unternehmen, in welchem kleine Eigentümer zusammengefasst sind und für die sich aktive Kontrolle nicht auszahlt, die Entscheidung über die Größe des Kontrollorgans einer SE stärker durch das Management beeinflusst sein. Andererseits ist zu erwarten, dass die Ausgestaltung des Kontrollorgans den Präferenzen großer und kontrollierender Eigentümer folgt. Indem diese Untersuchung die Entscheidung über die Größe von Kontrollorganen in Abhängigkeit von zwei unterschiedlichen Interessensgruppen abbildet, leistet sie auch zu zwei Forschungsbereichen einen Beitrag.

Die Corporate-Governance-Literatur sieht die vorrangige Aufgabe von Kontrollgremien in der Überwachung und im Austausch der Unternehmensleitung, sollte diese die Geschäfte nicht im Sinne der Eigentümer führen (Fama 1980; Hermalin und Weisbach 1998; Lehn, Patro und Zhao 2009). Das Management, dem meist zugeschrieben wird, sich opportunistisch zu verhalten und eigene Interessen zu verfolgen,

sollte folglich eine Gremiengröße bevorzugen, die sich nachteilig auf diese Kontrollfunktion auswirkt. Größeren Gremien wird dabei häufig unterstellt, dass deren Effektivität ab einer bestimmten Mitgliederanzahl abnimmt (Lipton und Lorsch 1992; Jensen 1993; Hermalin und Weisbach 1998). Aufgrund dessen ist zu erwarten, dass stark in Streubesitz gehaltene SEs tendenziell über größere Kontrollgremien verfügen als Gesellschaften, die weniger von Managern dominiert werden. Bisherige empirische Arbeiten, die untersuchen, wie die Größe von Kontrollgremien im Zusammenhang mit der Wahrnehmung ihrer Aufgaben steht, betrachten den Einfluss der Gremiengröße bezüglich unterschiedlicher Leistungskennzahlen von Unternehmen. Die Ergebnisse dieser Arbeiten sind sehr heterogen (Yermack 1996; Eisenberg, Sundgren und Wells 1998; Cheng 2008; Coles, Daniel und Naveen 2008).

Wenn die Entscheidung über die Anzahl der Mitglieder eines SE-Kontrollorgans dagegen von großen Eigentümern mit genügend Anreiz zur Kontrolle getroffen wird, haben diese die Möglichkeit, kleinere Gremien zu forcieren, um ihren eigenen Einfluss auf das Unternehmen in Relation zu ihren Stimmrechten auszubauen (Entrenchment). Auf diesem Weg können sie sich einen größeren Handlungsspielraum verschaffen, um Unternehmensressourcen zur Befriedigung ihrer privaten Interessen und zulasten kleinerer Eigentümer zu verwenden (Expropriation). Ob große und kontrollierende Eigentümer bestrebt sind, Entrenchment-Aktivitäten zu realisieren und Unternehmen zu „plündern“, wurde empirisch bislang hauptsächlich darüber getestet, welchen Einfluss der Eigentumsanteil des bedeutendsten Aktionärs auf verschiedene Indikatoren zur Leistung von Unternehmen ausübt. Auch hierzu finden sich sehr unterschiedliche empirische Ergebnisse (Morck, Shleifer und Vishny 1988; McConnell und Servaes 1990; Hermalin und Weisbach 1991; Claessens, Djankov und Lang, Larry H.P. 2000; Thomsen, Pedersen und Kvist 2006).

Ein oft thematisiertes Problem, dem sich die genannten empirischen Studien zum Einfluss von Governance- und Eigentümerstrukturen auf die Leistung von Unternehmen gegenübergestellt sehen, ist, dass die jeweiligen Beziehungen der untersuchten Größen möglicherweise endogen sind. Aus diesem Grund sieht es eine bedeutende Anzahl von Autoren kritisch, anhand von empirischen Ergebnissen bestimmte Gremiengrößen als Verursacher für Unterschiede im Wert von Unternehmen zu interpretieren (Bhagat und Black 1999; Boone et al. 2007; Coles, Daniel und Naveen 2008; Adams, Hermalin und Weisbach 2010). Vergleichbare Kritik findet sich zur potenziellen Endogenität der Beziehung von Eigentümerstrukturen und der Leistung von Unternehmen (Himmelberg,

Hubbard und Palia 1999; Demsetz und Villalonga 2001; Palia 2001; Sánchez-Ballesta und García-Meca 2007). Diese Untersuchung verfolgt einen alternativen Ansatz, der einem möglichen Endogenitätsproblem der analysierten Beziehungen weniger stark unterliegen sollte, da die Größe von Kontrollorganen im SE-Gründungsprozess per Gesetz eine direkte Folge der Entscheidung von Management und/oder Eigentümern ist. Die Mitgliederanzahl der Kontrollgremien deutscher Kapitalgesellschaften war vor der Möglichkeit, unter der Rechtsform SE zu firmieren, an gesetzliche Untergrenzen gebunden. Logischerweise existiert aus diesem Grund bisher keine Studie, welche die Determinanten der Größe deutscher Kontrollgremien jenseits von Regulierungseinflüssen untersucht.

Aus den Regressionsergebnissen dieser Analyse, die auf einem selbst erstellten Datensatz basiert, der alle bis zum Ende des Jahres 2014 in Deutschland gegründeten und zu diesem Zeitpunkt wirtschaftlich aktiven SEs enthält, lassen sich drei wesentliche Erkenntnisse ableiten: 1) Mit steigendem Einfluss des Managements auf die Entscheidung über die Größe des Kontrollorgans einer SE sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass die Anzahl der Mitglieder unter die Mindeststandards deutscher AGs gesenkt wird. Folglich scheint das Management von Unternehmen eine Präferenz für relativ große Gremien zu haben. 2) Große/kontrollierende Eigentümer haben einen negativen Einfluss auf die Größe von Kontrollorganen, wenn sich diese darüber aktiv am Unternehmen beteiligen. Offensichtlich nutzen derartige Eigentümer den SE-Gründungsprozess, um ihre Macht im Unternehmen auszubauen (Entrenchment). 3) Die Existenz weiterer bedeutender Aktionäre – neben dem größten – beeinflusst die Größe des Kontrollorgans ebenfalls negativ. Dementsprechend könnten es die einflussreichsten Eigentümer in Unternehmen als gewinnbringend einschätzen, in Kooperation die Anzahl der Mitglieder der Kontrollorgane zu reduzieren. Auf diese Weise lässt sich der gemeinsame Einfluss auf das Unternehmen im Vergleich zu relativ kleineren Eigentümern stärken.

Der sich anschließende Abschnitt thematisiert vorab die grundlegende Agency-Problematik zur Trennung von Eigentum und Kontrolle. Daraus leitet sich die Notwendigkeit von Kontrollorganen in Unternehmen ab, deren Funktionsweise neben weiteren Governance-Mechanismen in Abschnitt 5.3 erläutert wird. Abschnitt 5.4 enthält eine Diskussion der bisherigen theoretischen und empirischen Literatur zu den Determinanten von Kontrollgremien. Abschnitt 5.5 dient zur Entwicklung von Hypothesen und ordnet den Beitrag in die Literatur ein. Die empirische Analyse zum Test

dieser Hypothesen erfolgt in Abschnitt 5.6. Eine Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse und einen Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf enthält Abschnitt 5.7.

5.2 Die Trennung von Eigentum und Kontrolle

Berle und Means (1932) konnten durch ihre wegweisende Arbeit zeigen, dass der Streubesitzanteil von Unternehmen maßgeblich den Handlungsspielraum von Managern beeinflusst und dieser missbräuchlich genutzt werden kann. Dadurch haben sie nicht nur den Analyserahmen der Agency-Theorie geformt, sondern auch den Forschungsbereich der Corporate Governance entscheidend beeinflusst. Dieser befasst sich im Kern mit der Frage, wie sich sicherstellen lässt, dass Investoren von Unternehmen eine angemessene Rendite auf ihr eingesetztes Kapital bekommen. Die bis heute bestehenden zentralen Mechanismen dieser Ansätze wurden über die Zeit hauptsächlich von Coase (1937), Jensen und Meckling (1976) und Fama und Jensen (1983b; 1983a) geprägt und weiterentwickelt.

Ein charakteristisches Merkmal der Agency-Perspektive ist, dass Organisationen im Allgemeinen und dementsprechend auch Unternehmen als ein Geflecht von Verträgen verstanden werden. Das Interesse von Jensen und Meckling (1976) gilt in diesem Zusammenhang insbesondere der Vertragsbeziehung zwischen Entrepreneur/Managern und Investoren. Im Ausgangspunkt ihrer Untersuchung betrachten sie ein Unternehmen, dessen alleiniger Anteilseigner gleichzeitig auch der alleinige Manager ist (Eigentümer-Manager). Diese Individuen, welche sich als klassische Entrepreneur charakterisieren lassen, werden Entscheidungen im Rahmen des Unternehmens an der eigenen Nutzenmaximierung ausrichten. Ausschlaggebend ist dabei, dass der Entrepreneur nicht nur vom Nutzen dieser Entscheidungen profitiert, sondern immer auch die volle Höhe der dadurch entstehenden Kosten zu tragen hat. Beschließt er folglich auf der einen Seite seinen privaten Nutzen dadurch zu erhöhen, indem er z.B. eine extravagante Büroausstattung oder eine unverhältnismäßig kostspielige Unterbringung auf Geschäftsreisen wählt, hat er auf der anderen Seite auch die vollen Kosten eines dadurch verringerten Unternehmenswerts zu tragen. Diese Situation vergleichen Jensen und Meckling (1976) anhand ihres Modells mit dem Fall, dass der Entrepreneur einen Teil seiner Eigentumsrechte an Investoren veräußert, das Unternehmen aber weiterhin in der Funktion des Managers leitet. Dadurch wird es für den Entrepreneur attraktiver, Unternehmensressourcen für Projekte aufzuwenden, aus denen er einen privaten Vorteil ziehen kann. Der Nutzen vom Konsum am Arbeitsplatz verbleibt weiterhin vollständig

bei ihm. Die Kosten seiner Handlungen werden hingegen unter den neuen Bedingungen zwischen allen Anteilseignern aufgeteilt. Der Entrepreneur hat demgemäß nicht mehr den vollen Umfang der Konsequenzen seiner Entscheidungen zu tragen.

Theoretisch wäre es vorstellbar, dass dieser Konflikt, welchen Villalonga und Amit (2006) als Agency-Problem des Typs I bezeichnen, gelöst wird, indem die Investoren einen Vertrag mit dem Entrepreneur schließen. Dieser könnte regeln, wie er mit den Ressourcen des Unternehmens zu verfahren hat und wie erwirtschaftete Überschüsse zwischen ihm und den verbleibenden Eigentümern aufgeteilt werden. Ein vollständiger Vertrag, der darüber hinaus spezifiziert, welche Entscheidungen vom Entrepreneur als Reaktion auf alle zukünftig vorstellbaren Ereignisse zu treffen sind, hätte das Potenzial, die Investoren vor dem privaten Konsum des Entrepreneurs zu schützen. Die praktische Umsetzung und Ausgestaltung vollständiger Verträge ist jedoch nicht möglich, da viele zukünftige Eventualitäten nur sehr schwer vorhergesagt und nicht niedergeschrieben werden können. Der Entrepreneur erhält als Konsequenz für die Leitung des Unternehmens Rechte, die ihn dazu ermächtigen, in Situationen, die durch einen Vertrag nicht abgedeckt sind, eigenständig Entscheidungen zu treffen (Grossman und Hart 1986; Hart und Moore 1990).

Das von Jensen und Meckling (1976) aufgezeigte Spannungsfeld zwischen Entrepreneuren und weiteren Anteilseignern verdeutlicht, dass sich die Problematik der Agency-Theorie aus einer Trennung von Eigentumsansprüchen und Kontrollrechten ergibt. Diese Konstellation findet sich auch in gegenwärtigen Kapitalgesellschaften wieder, über die Investoren ihre finanziellen Mittel in die Obhut von Managern geben und im Extremfall anschließend nichts mehr zum Unternehmen beitragen. Von den Managern erwarten sie wiederum, dass diese durch ihren unternehmerischen Geist und ihre speziellen Fähigkeiten das Unternehmen erfolgreicher führen, als sie selbst dazu in der Lage wären. Dadurch treten die Eigentümer bei der operativen Leitung des Unternehmens auch einen Großteil ihrer Entscheidungsrechte an das Management ab. Hinzu kommt, dass die Kapitalgeber aufgrund ihrer unzureichenden Fähigkeiten – das Motiv, warum sie das Unternehmen nicht selbst führen – die Handlungen der Unternehmensleitung nicht oder nur unvollständig beurteilen können. Folglich verfügen Manager über einen diskretionären Handlungsspielraum, der es ihnen erlaubt, Unternehmensressourcen zur Maximierung ihres eigenen Nutzens und zulasten der Eigentümer einzusetzen (Moral Hazard) (Fama und Jensen 1983b; Short 1994).

Wie sich zeigt, erstreckt sich das Problem des Moral Hazard in diesem Kontext nicht nur auf die offensichtlichste Möglichkeit des Managements, und zwar den Handlungsspielraum zu nutzen, indem es die eigene Leistung so gering wie möglich hält. Es tritt durch weitere Facetten in Erscheinung¹⁷, die darüber hinaus um ein Vielfaches stärker ins Gewicht fallen können. Der Gesichtspunkt der Leistungszurückhaltung äußert sich dabei nicht unbedingt über die tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden. Vielmehr ist die Aufteilung der Arbeitszeit in unterschiedliche Aufgaben von Bedeutung. So kann es von Managern als unangenehm empfunden werden, gegenüber Zulieferern oder Arbeitnehmervertretern in Preis- bzw. Lohnverhandlungen eine starke Position einzunehmen, um für das Unternehmen Kosteneinsparungen zu erreichen (Betrand und Mullainathan 1999).

Weitaus kostspieliger für Anteilseigner wird es, wenn sich der persönliche Nutzen von Managern dadurch erhöhen lässt, indem sie Unternehmensübernahmen durchführen (Empire Building und Pet Projects). Solche Unternehmensvergrößerungen sind oftmals nicht rational und bringen keine Steigerung des Unternehmenswerts mit sich (Jensen 1988; Stulz 1990; Andrade, Mitchell und Stafford 2001). Darüber hinaus finden sich Fälle, die dokumentieren, dass Manager in ihrer Rolle der Unternehmensleitung Geschäftsbeziehungen zu anderen Unternehmen pflegen, die in ihrem eigenen Besitz sind oder denen sie auf eine andere Weise nahestehen. Private Profite lassen sich dann erzielen, indem betriebliche Leistungen oder Vermögenswerte des Unternehmens, zu welchem ein Angestelltenverhältnis besteht, unter Marktpreis veräußert werden. Die gleiche Wirkung wird erreicht, wenn sich das vom Management gegründete Unternehmen auf einer vorgelagerten Wertschöpfungsstufe befindet und Vorprodukte über dem Marktpreis eingekauft werden (Tunneling) (Zingales 1994; Shleifer und Vishny 1997; Johnson et al. 2000).

Die bedeutendste Gefahr für Investoren, die aus der Trennung von Eigentum und Kontrollrechten hervorhegt, sehen Jensen und Ruback (1983) allerdings in Entrenchment-Aktivitäten des Managements. Derartige Praktiken haben zum Ziel, das eigene Bestehen im Unternehmen zu sichern oder im Fall der Entlassung finanziell vorzubeugen. Um dies zu erreichen, investieren Manager häufig Unternehmensressourcen in Vermögenswerte, die komplementär zu ihren eigenen

¹⁷ Eine übersichtliche Darstellung hierzu findet sich sowohl in Tirole (2006, S. 16), der das Fehlverhalten des Managements in vier Kategorien (unzureichende Anstrengung, extravagante Investitionen, Entrenchment-Strategien und Eigengeschäfte) einteilt, als auch bei Shleifer und Vishny (1997).

Fähigkeiten sind. Sie haben dann in der nächstbesten Verwendung, unter einem potenziellen Nachfolger, einen weitaus geringen Wert. Dadurch wird es für die Eigentümer unattraktiver, das Management abzusetzen, obwohl es nicht mehr qualifiziert ist, das Unternehmen zu leiten (Shleifer und Vishny 1989). Als weitere Variante, einer drohenden Entlassung aufgrund schlechter Leistung vorzubeugen, lässt sich häufig beobachten, dass Manager die Leistungskennzahlen ihrer Unternehmen manipulieren. Dazu zählen alle legalen und illegalen Praktiken kreativer Bilanzierungstechniken, welche mit dem Ziel angewendet werden, die tatsächliche aktuelle finanzielle Lage des Unternehmens besser darzustellen. Die Verlagerung von Aufwendungen in spätere Perioden oder deren Auslagerung in Subgesellschaften lassen sich als Beispiele anführen (Fudenberg und Tirole 1995; Yeo et al. 2002). Unter Entrenchment-Aktivitäten des Managements versteht man außerdem den vorsorglichen Verkauf (oder dessen Androhung) von Unternehmensanteilen an eine dritte Partei, um diese vor einer feindlichen Übernahme zu schützen (Poisson Pills) (Ryngaert 1988; Walsh und Seward 1990). Eine recht ähnliche Wirkung erzielt die Aushandlung von großen Abfindungssummen durch Manager, falls die eigene Position im Zuge von Rationalisierungsmaßnahmen aufgrund einer Unternehmensübernahme wegfallen sollte (Golden Parachutes) (Lambert und Larcker 1985; Bates, Becher und Lemmon 2008).

5.3 Governance-Mechanismen

Angeichts der vielfältigen Möglichkeiten von Managern, ihren Handlungsspielraum zu nutzen, scheint eine berechtigte Frage, wie das Management gehindert werden kann, sich das Kapital von Eigentümern unrechtmäßig anzueignen oder es in persönliche und unrentable Projekte zu investieren. Lösungsmöglichkeiten für das Moral-Hazard-Problem, welches in der Beziehung zwischen Eigentümern und Managern entsteht, finden sich in den Ansätzen bzw. Institutionen, die unter dem Begriff Governance-Mechanismen geführt werden. Sie sollen den Eigentümern von Kapitalgesellschaften eine gewisse Versicherung bieten, sodass das eingesetzte Management bestrebt ist, Ziele zu erreichen, die in ihrem Interesse sind. Dabei lassen sich einerseits interne und andererseits externe Mechanismen unterscheiden. Die externen Mechanismen können von den Eigentümern nur in geringem Maße bis gar nicht beeinflusst werden, da sie sich entweder als Ergebnis von Anpassungsprozessen auf Märkten ergeben oder die Folge institutioneller Regulierung sind. Im Einzelnen versteht man darunter hauptsächlich die disziplinierende Rolle des Marktes für Unternehmensübernahmen sowie Managerleistungen und

Regulierungen, wie gesetzlich verankerte Vorgaben und „freiwillige“ Verhaltenskodizes. Interne Governance-Mechanismen, die sich oftmals ebenfalls an gewissen rechtlichen Rahmenbedingungen orientieren müssen, können von den Eigentümern dagegen aktiv beeinflusst und ausgestaltet werden. Zu dieser Kategorie zählt neben der Überwachung des Managements durch Kontrollgremien und Großaktionären auch die Vergütung des Managements mit Anreizverträgen bzw. deren Beteiligung am Risiko des Unternehmens (Becht, Bolton und Röell 2003). Da alle Governance-Mechanismen auch Schwächen aufweisen und teilweise als zweischneidiges Schwert gesehen werden, wird in den beiden folgenden Abschnitten jeweils ihre theoretisch erwartete Funktionsweise vorgestellt und werden anschließend kurz empirische Ergebnisse zu den Grenzen ihrer Wirkungsfähigkeit diskutiert.

5.3.1 Externe Governance-Mechanismen

5.3.1.1 Der Markt für Unternehmensübernahmen

Gehen Manager mit Unternehmensressourcen verschwenderisch um oder investieren sie in unrentable Projekte, reagiert der Markt mit einem sinkenden Unternehmenswert. Dadurch werden Unternehmen zum Ziel von Übernahmen, in deren Folge das Management ausgetauscht wird (Manne 1965). Dem disziplinierenden Effekt des Marktes für Unternehmensübernahmen liegen laut Shleifer und Vishny (1997) zwei wesentliche Voraussetzungen zugrunde: Erstens müssen es hauptsächlich leistungsschwache Unternehmen sein, die zum Ziel von Transaktionen werden, sodass das Management einen Anreiz hat, eine möglichst hohe Kapitalmarktbewertung des eigenen Unternehmens anzustreben. Zweitens erzielt dieser Governance-Mechanismus seine abschreckende Wirkung nur dann, wenn das Management eines übernommenen Unternehmens mit einer hohen Wahrscheinlichkeit davon ausgehen muss, ausgetauscht zu werden (Martin und McConnell 1991).

Ob der Markt für Unternehmensübernahmen in der Praxis diesen Anforderungen gerecht wird, scheint anhand der empirischen Ergebnisse in Bezug auf die erste Annahme nicht eindeutig. Ältere Arbeiten wie Palepu (1986) oder Morck, Shleifer und Vishny (1989) kommen durchaus zu dem Schluss, dass bevorzugt Unternehmen mit schlechter finanzieller Performance das Ziel von Übernahmen sind. Diesen gegenüber stehen neuere Arbeiten wie von Franks und Mayer (1996) und Schwert (2000), die keinen Zusammenhang finden zwischen der Bewertung von Unternehmen am Kapitalmarkt und der Wahrscheinlichkeit, das Ziel einer Unternehmensübernahme zu werden. Hinsichtlich

der zweiten Annahme zur Funktionsfähigkeit drohender Unternehmensübernahmen als disziplinierender Mechanismus sind die empirischen Ergebnisse eindeutiger. Mikkelson und Partch (1997) vergleichen die Entlassungsaktivitäten US-amerikanischer Unternehmen zwischen einem Zeitraum mit starken Übernahmeaktivitäten (1984–1988) und einem Zeitraum mit einer geringeren Anzahl an Unternehmensübernahmen (1989–1993). Sie können zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit für die Entlassung eines CEO nach einer schlechten finanziellen Unternehmensleistung für die erstgenannte Periode deutlich höher ist. Die Ergebnisse der Untersuchung von Hadlock und Lumer (1997) sprechen ebenfalls für einen disziplinierenden Effekt, der von einem „starken“ Markt für Übernahmen auf das Management von Unternehmen ausgeht.

Ungeachtet dessen, ob die Voraussetzungen zur Funktion von Unternehmensübernahmen als Governance-Mechanismus erfüllt sind, bieten sich dem jeweiligen Management mehrere Möglichkeiten, Übernahmeangebote erfolgreich abzuwehren, um sich so einer drohenden Sanktion zu entziehen. Gompers, Ishii und Metrick (2003) untersuchen in diesem Rahmen den Zusammenhang zwischen einem eigens konstruierten Governance-Index (G-Index) und mehreren zukunftsorientierten Leistungsindikatoren von Unternehmen. Der G-Index setzt sich dabei aus 24 unterschiedlichen Maßnahmen¹⁸ zusammen, die nach ihrer Anwendung ein Unternehmen für potenzielle Käufer grundsätzlich unattraktiver erscheinen lassen. Er beinhaltet auch Methoden, mit deren Hilfe das Management ein bereits platziertes Übernahmeangebot vereiteln kann. Es zeigt sich, dass ein hoher Wert des G-Index (geringer Eigentümerschutz) einen negativen Einfluss auf die Aktienrendite und den Wert von Unternehmen ausübt. Einen sehr ähnlichen Ansatz verfolgen Bebchuk, Cohen und Ferrell (2009), die für ihre Untersuchung ebenfalls einen Index (Entrenchment-Index) heranziehen. Im Vergleich zu Gompers, Ishii und Metrick (2003) besteht ihr Instrument jedoch nur aus den sechs Maßnahmen des IRRC, welchen sie die größte Bedeutung beimessen. Aus der empirischen Analyse von Bebchuk, Cohen und Ferrell (2009) geht hervor, dass hohe Werte des Entrenchment-Index (geringer Eigentümerschutz), wie der G-Index auch, mit einem geringen Unternehmenswert und negativen abnormalen Renditen einhergeht. Für die verbleibenden 18 Maßnahmen des IRRC finden sie keinen

¹⁸ Der G-Index von Gompers, Ishii und Metrick (2003) setzt sich aus Maßnahmen zusammen, die laut dem Investor Responsibility Research Center (IRRC) für Eigentümer die größte Bedeutung haben. Er enthält unter anderem: Antigreenmail, Classified Boards, Compensation Plans, Golden Parachutes, Limitations on Director Liability, Pension Parachutes, Poisson Pills, Silver Parachutes und Supermajority Requirements.

systematischen Zusammenhang mit den verwendeten Performance-Kennzahlen. Zu widersprüchlichen Ergebnissen kommen Comment und Schwert (1995), die anhand ihrer Analyse zeigen können, dass Schutzmaßnahmen einen positiven Effekt auf die Höhe von Übernahmeangeboten haben und sich so zum Vorteil für Eigentümer auswirken.

5.3.1.2 Der Markt für Managerleistungen

Neben dem Markt für Unternehmensübernahmen wird auch dem unternehmensexternen Markt für Managerleistungen zugesprochen, dass er in der Lage sei, die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultierenden Anreizprobleme zu lösen. Fama (1980) untersucht anhand eines theoretischen Modells, unter welchen Bedingungen ein Arbeitsmarkt, auf dem sich das Alternativeinkommen eines jeden Managers auf der Grundlage der Unternehmensleistung bildet, eine disziplinierende Rolle übernehmen kann. Dazu vergleicht er in einem ersten Schritt den Anreiz zweier Managertypen, Unternehmensressourcen für private Zwecke zu verwenden. Typ eins ist der alleinige Eigentümer des Unternehmens (Eigentümer-Manager), wohingegen Typ zwei auf der Basis eines Vertrags in einem Angestelltenverhältnis zum Unternehmen steht. Fama (1980) argumentiert, dass der Eigentümer-Manager einen geringeren Anreiz hat, am Arbeitsplatz zu konsumieren, da er in seinem persönlichen Kalkül ex post alle Kosten seines Handelns zu berücksichtigen hat. Der beauftragte Manager hingegen antizipiert, dass er seinen persönlichen Nutzen maximieren kann, wenn er von seinem Vertrag abweicht. Dies gelingt ihm, indem er seine Arbeitsleistung zurückhält oder mehr Unternehmensressourcen für seinen privaten Konsum verwendet als vereinbart. In einem zweiten Schritt berücksichtigt Fama (1980) den Arbeitsmarkt für Managerleistungen und nimmt an, dass dieser das Humankapital von Managern kontinuierlich evaluiert und darüber die Höhe ihrer zukünftigen Einkommensströme festlegt. Wenn Manager nun davon ausgehen müssen, dass sich mit jeder Abweichung von ihrem Vertrag, die zu einer Veränderung des Vermögens der Unternehmenseigentümer (Unternehmenswert) führt, auch der Wert ihres Humankapitals um mindestens den gleichen Betrag verändert, unterscheidet sich das Kalkül eines angestellten Managers nicht mehr von jenem eines Eigentümer-Managers. Der Wettbewerb auf dem Markt für Managerleistungen kann dann ein geeigneter Mechanismus zur Kontrolle des Managements darstellen.

Empirische Arbeiten zur Effektivität des Arbeitsmarktes für Manager untersuchen, inwieweit der Austausch von Führungskräften infolge einer schlechten finanziellen Leistung von Unternehmen erfolgt. Dabei konzentriert sich nur ein kleiner

Teil dieser Studien auf den Zusammenhang von finanziellen Leistungskennzahlen und einem tatsächlich erzwungenen Rücktritt von CEOs. So können Denis und Denis (1995) zeigen, dass ein Ausscheiden im oberen Management bei den von ihnen untersuchten Unternehmen vermehrt nach einem Rückgang des Betriebsergebnisses auftritt. Zudem beobachten sie im Anschluss eines Führungswechsels zwar eine Abnahme der Beschäftigtenzahlen und Investitionsausgaben, jedoch auch einen Wiederanstieg des Betriebsergebnisses. Das Ergebnis der Untersuchung von Parrino (1997) deutet ebenfalls auf einen disziplinierenden Effekt des Arbeitsmarktes für Managerleistungen hin, da auch er belegen kann, dass Unternehmen den Austausch ihres Managements signifikant häufiger nach einer Periode schlechter finanzieller Leistung forcieren. Außerdem ist die Wahrscheinlichkeit für einen Führungswechsel bei den von Parrino (1997) analysierten Beobachtungen umso wahrscheinlicher, je homogener die Unternehmen in einer Industrie sind. Dadurch sieht er seine Annahme bestätigt, dass sich schlechte Managerleistungen in Industrien mit relativ ähnlichen Unternehmen einfacher identifizieren lassen.

Ferner existiert eine Vielzahl an Studien, die sich mit der generellen Fluktuation von Managern im Zusammenhang mit einer schwachen Unternehmensleistung befassen. Dabei kommt die überwiegende Anzahl dieser Untersuchungen zum Schluss, dass es in der Tendenz zu einem Austausch des Vorstandsvorsitzenden von Unternehmen kommt, wenn diese eine schlechte finanzielle Leistung erbringen (Coughlan und Schmidt 1985; Weisbach 1988; Gilson 1989; Weisbach 1995; Denis, Denis und Sarin 1997; DeFond und Park 1999; Huson, Parrino und Starks 2001; Goyal und Park 2002; Casamatta und Guembel 2010). Sie geben auch Aufschluss darüber, wie sich die Sensitivität gegenüber einem Führungswechsel aufgrund einer unterdurchschnittlichen Leistung über Governance-Charakteristika, wie z.B. die Eigentümerstruktur oder die Zusammensetzung von Kontrollgremien, unterscheiden kann. In dieser Hinsicht finden z.B. Denis, Denis und Sarin (1997) auf der einen Seite einen inversen Zusammenhang zwischen den von CEOs gehaltenen Unternehmensanteilen und der Wahrscheinlichkeit ihrer Ersetzung. Auf der anderen Seite hat das Vorhandensein von Großaktionären in der Eigentümerstruktur von Unternehmen einen positiven Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels an der Unternehmensspitze. Die empirische Analyse von Goyal und Park (2002) deutet neben weiteren darauf hin, dass es einen negativen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels hat, wenn dieser gleichzeitig auch der Vorstandsvorsitzende ist. Dieses Ergebnis bestätigt die theoretische Sichtweise,

nach welcher es umso schwieriger wird, einen CEO aufgrund schlechter Leistung zu entlassen, je abhängiger die Unternehmensgremien sind.

5.3.1.3 Governance-Kodizes

Ein weiterer Governance-Mechanismus, dem in einigen Wirtschaftsräumen mittlerweile große Bedeutung zugesprochen wird, sind Verhaltensnormen und Kodizes. Diese Regelungen lassen sich in Abhängigkeit vom Verfasser in zwei Gruppen einteilen: Zum einen sind es Unternehmen selbst, die sich und ihren Mitarbeitern auf freiwilliger Basis Verhaltensregeln auferlegen können. Zum anderen handelt es sich um verbindliche Regulierungen von institutioneller Seite. Die freiwillige Variante bezieht sich dabei auf einen sehr breiten Gültigkeitsbereich, sodass darunter auch Dienstvorschriften, ethische Grundsätze oder allgemeine Verfahrensvereinbarungen verstanden werden (Ryan 1994). Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen zur Effektivität der von Unternehmen selbst definierten Verhaltensnormen sind gemischt. So finden Peterson (2002) und Valentine und Barnett (2003) positive Effekte. McKendall, DeMarr und Jones-Rikkens (2002) und Stevens (2004) erkennen keine systematischen Zusammenhänge. Die Ergebnisse von Singh (2006) sind weder durchweg positiv noch negativ. Eine wesentliche Ursache für diese heterogenen Befunde sehen Kaptein und Schwartz (2007) darin, dass das grundlegende Verständnis des Forschungsgegenstandes über die einzelnen Studien hinweg sehr unterschiedlich ist.

Für das Anliegen dieses Abschnitts besitzen die von institutioneller Seite erlassenen Regulierungen jedoch größere Relevanz, da deren Inhalte schwerpunktmäßig auf den Schutz der Eigentümer von Unternehmen ausgerichtet sind und Maßnahmen einer „guten“ Governance fordern sollen. Der Ursprung entsprechender Regulierungsansätze findet sich in Großbritannien, da das Land nach einer Serie von Unternehmensskandalen im Jahr 1992 den Cadbury Report verabschiedet hat. Er war Vorbild und gleichzeitig Grundlage für die Ausgestaltung darauffolgender Kodizes anderer Länder, wie den im Jahr 2002 erlassenen Sarbanes-Oxley Act (SOX-Act) in den USA oder den Deutschen Corporate-Governance-Kodex (2002). Der Cadbury Report, der zwischenzeitlich mehrmals überarbeitet wurde und dessen Nachfolgeversion mittlerweile den Namen Combined Code trägt, forderte bereits im Jahr 1992 Standards, die bis heute zentraler Bestandteil von Corporate-Governance-Konzepten sind.

Dementsprechend soll z.B. der Vergütungsausschuss von Kontrollgremien nur aus unabhängigen Direktoren bestehen, der jährliche Geschäftsbericht eine detaillierte

Aufstellung zur Vergütung aller Direktoren (namentlich) enthalten oder ein Aktienbezugsrecht als Vergütungsbestandteil an die langfristige Leistung des Unternehmens gebunden sein (Tricker 2015, S. 146–151). Ein bedeutender Unterschied der Regulierungsansätze in den USA und den Ländern der Europäischen Union oder des Commonwealth besteht in ihrer Verbindlichkeit. Der SOX-Act verpflichtet das Management von Unternehmen mit Hauptsitz in den USA, dafür verantwortlich zu zeichnen, dass alle Aktivitäten im Rahmen der Unternehmensführung mit den jeweiligen gesetzlichen Vorgaben konform sind. Die Maßnahmen zur Verbesserung der Governance sind verbindliche Vorschriften, die in der Landesgesetzgebung verankert sind. Ein Missachten wird mit empfindlichen Strafen bis hin zu Freiheitsentzug geahndet. Im Vergleich dazu beruhen die jeweiligen Kodizes aller anderen OECD-Nationen auf Selbstregulierung und freiwilliger Compliance (Comply-or-Explain). Sie beinhalten umfassende Prinzipien und Ziele, die von Best-Practice-Vorschlägen zu deren Umsetzung und Erreichung begleitet werden. Unternehmen kommen diesen Vorgaben entweder durch Implementierung nach, oder sie erklären, welche alternativen Verfahren zur Erreichung der vorgegebenen Governance-Prinzipien eingesetzt wurden. Unternehmen verfehlen die Vorgaben der Kodizes, wenn sie diese weder befolgen noch eine schlüssige Erklärung liefern (Padgett 2012, S. 135–146).

Die theoretische und empirische Literatur zu den Auswirkungen des SOX ist sich keinesfalls einig, welche Effekte von ihm auf Unternehmen ausgehen, die in den USA wirtschaftlich aktiv sind. So argumentiert eine Gruppe von Autoren, dass die mit der Umsetzung der gesetzlichen Regelungen des SOX-Act verbundenen Kosten die daraus resultierenden Vorteile bei Weitem übersteigen würden. Ferner finden Studien empirische Evidenz für ihre These. Im Anschluss an Bekanntmachungen im Rahmen der SOX-Regulierung beobachten sie fallende Aktienkurse, eine geringere Anzahl an ausländischen Unternehmen, die sich an US-Börsen notieren lassen (Zweitlisting), und gestiegene Auditierungskosten (Griffin und Lont 2007; Litvak 2007; Zhang 2007). Diesen gegenüber steht eine Reihe von Arbeiten wie von Akhigbe und Martin (2006), Jain und Rezaee (2006), Depken und Ouyang (2006) und Switzer (2007), die positive Effekte ausgehend von SOX-Auflagen identifizieren. Sie zeigen, dass die Einführung von SOX-Regelungen z.B. zu einer Reduktion kreativer Bilanzierungstechniken und einem gesteigerten Unternehmenswert führt. Basu und Dimitrov (2010) begründen die heterogenen empirischen Ergebnisse zu den Effekten des SOX-Act damit, dass seine Wirkung wohl stark in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße variiert. Die

Anpassungskosten an die Compliance-Richtlinien würden für kleinere Unternehmen sehr viel stärker wiegen, sodass positive SOX-Effekte diese erst ab einer bestimmten Unternehmensgröße überkompensieren. Diese Annahme untermauern Basu und Dimitrov (2010) mit den Ergebnissen vorangegangener empirischer Untersuchungen: Chhaochharia und Grinstein (2007) kommen zu dem Schluss, dass es überwiegend kleinere Unternehmen sind, die negative abnormale Renditen als Reaktion auf SOX-Maßnahmen verzeichnen. Die Ergebnisse von Wintoki (2007) deuten darauf hin, dass eine Steigerung des Unternehmenswerts infolge von Compliance-Ankündigungen im Rahmen des SOX-Act für größere und ältere Unternehmen stärker ausfällt. Piotroski und Srinivasan (2008) können zeigen, dass sich der Rückgang von Zweitlistings in den USA im Anschluss von SOX-Bekanntmachungen vermehrt auf kleinere Unternehmen bezieht.

Da diese Ergebnisse gegen eine verbindliche One-Fits-All-Lösung des SOX-Act sprechen, tragen sie auch zur Diskussion über die Effizienz gesetzlicher Governance-Regulierung versus selbstregulierender Kodizes nach dem Comply-or-Explain-Prinzip bei. Dabei sehen einige Autoren den großen Nachteil rigider Regulierungen wie dem SOX-Act darin, dass sich der Typ und das Ausmaß des Agency-Problems über Unternehmen mit verschiedenen Eigentümer- und Kontrollstrukturen stark unterscheiden. Aufgrund dessen führe eine einheitliche Umsetzung von Governance-Richtlinien auch zu einer unterschiedlich starken Reduktion von Agency-Kosten. Selbst wenn man davon ausgehen würde, dass die Vorteile von allgemeingültigen Regelungen für alle Unternehmen in etwa gleich wären, würden sich die Kosten erheblich unterscheiden (Steen 2005; Luo und Salterio 2014). Die Gegner des Comply-or-Explain-Ansatzes sehen indes zwei grundlegende Probleme, die mit seiner Anwendung verbunden sind. Erstens seien die Erklärungen zu alternativen Governance-Methoden von Unternehmen häufig sehr kurz und nur unzureichend. Zweitens würden die Eigentümer, die dafür sorgen sollten, die Governance-Prinzipien umzusetzen, dazu verleitet, ihre Kontrollaktivitäten zu reduzieren (MacNeil und Li 2006; Keay 2014).

Die empirische Literatur zu freiwilligen Governance-Kodizes konzentriert sich zu einem großen Teil darauf, zu untersuchen, inwieweit Unternehmen diesen Empfehlungen tatsächlich nachkommen. Salterio, Conrod und Schmidt (2013) vergleichen den Anteil der Unternehmen in Kanada und Australien, die sich gegenüber den sehr ähnlichen Governance-Kodizes dieser beiden Länder konform verhalten. Im Ergebnis zeigt sich, dass kanadische Unternehmen (39 %) im Unterschied zu australischen (74 %) den

nationalen Richtlinien insgesamt zwar weniger entsprechen, dies in Kanada jedoch häufiger über Compliance statt Erklärungen erreicht wird. Cankar, Deakin und Simoneti (2010) finden für Slowenien nur eine äußerst geringe Anzahl an Unternehmen, die dem slowenischen Corporate-Governance-Kodex nachkommen, und schließen daraus, dass dessen Einführung nicht zu einer großflächigen Verbesserung der Governance geführt hat. Für Italien kommen Bianchi et al. (2011) zu einem ähnlichen Ergebnis, indem die Prinzipien des italienischen Corporate-Governance-Kodex lediglich von einem Drittel der untersuchten Unternehmen umgesetzt werden. Im Kontrast dazu fallen die meisten nationalen Studien über die anderen Ländern der Europäischen Union deutlich positiver aus (Campbell, Jerzemowska und Najman (2009) (Polen); Arcot, Bruno und Faure-Grimaud (2010) (Großbritannien); Werder, Talaulicar und Kolat (2005) (Deutschland)). Für Großbritannien finden sich zudem Performance-Studien, die untersuchen, wie sich Veränderungen in den Governance-Strukturen von Unternehmen als Folge des Cadbury Reports auf deren Leistung auswirken. In diesem Rahmen können Dahya, McConnell und Travlos (2002) zeigen, dass ein deutlich stärkerer Zusammenhang zwischen der Leistung von Unternehmen und dem Austausch ihres CEOs besteht, wenn dem Board ein dritter unabhängiger Direktor hinzugefügt wird. In einer Anschlussstudie finden Dahya und McConnell (2007) zusätzlich heraus, dass die operative Leistung eines Unternehmens absolut und im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen mit einem dritten unabhängigen Direktor steigt.

5.3.2 Interne Governance-Mechanismen

5.3.2.1 Leistungsabhängige Vergütung

Ein nicht nur theoretisch stark thematisierter, sondern auch in der Praxis häufig angewendeter interner Governance-Mechanismus ist, das Management am Risiko des Unternehmens zu beteiligen und dessen Entlohnung an das Vermögen der Eigentümer zu koppeln. Das heißt, die Vergütung von Managern enthält einen variablen Bestandteil, der dafür sorgt, sie sowohl an den Verlusten als auch den Gewinnen der Eigentümer teilhaben zu lassen. Dies kann auch so verstanden werden, dass durch eine anreizkompatible Entlohnung die Trennung von Eigentum und Kontrolle – aus welcher die grundlegende Anreizproblematik entsteht – auf eine gewisse Art rückgängig gemacht wird. Eine Variante in dieser Hinsicht ist, das Management direkt über Anteile am Unternehmen zu entlohnen, um dadurch deren Ziele mit jenen der Eigentümer anzugleichen (Jensen und Meckling 1976; McConnell und Servaes 1990). Eine weitere praktische Vorgehensweise,

dem Management Anreize zu setzen, sich im Sinne der Eigentümer zu verhalten, folgt der Idee, die Vergütung der Unternehmensleitung an finanziellen Leistungskennzahlen zu orientieren. Strebt das Management eine möglichst hohe Unternehmensbewertung an – um ein Beispiel für einen diesbezüglichen Leistungsindikator zu nennen –, maximiert es nicht nur die eigene Entlohnung, sondern trägt gleichzeitig auch zur Nutzenmaximierung der Eigentümer bei (Murphy 1985; Abowd 1990). Neben direkten Unternehmensbeteiligungen und der Ausrichtung der Vergütung an finanziellen Leistungskennzahlen können Anreizverträge auch das Anrecht auf Aktienoptionen beinhalten (Yermack 1995; Hall und Murphy 2002).

Mit der Ausgestaltung von Anreizverträgen und Entlohnungssystemen, die zur Milderung des Problems des Moral Hazards führen können, hat sich bisher ein großer Forschungsbereich beschäftigt. Aus dessen theoretischen Modellen lässt sich dennoch eine zentrale und übergreifende Aussage ableiten: Der optimale Anreizvertrag sollte alle (kostenlosen) Indikatoren berücksichtigen, die zusätzliche Informationen über das von Arbeitnehmern gewählte (nicht beobachtbare) Leistungsniveau liefern können. Dieser Grundsatz ist in der Agency-Literatur auch unter dem Begriff des Informationsprinzips bekannt. Aus ihm ergibt sich, dass die variablen Komponenten einer anreizkompatiblen Vergütung an Messgrößen geknüpft werden sollten, die mit der Qualität der Entscheidungen und Handlungen von Arbeitnehmern möglichst korrelieren (Holmström 1979; Banker und Datar 1989; Feltham und Xie 1994).

Demzufolge eignen sich im Allgemeinen sowohl subjektive als auch objektive Kriterien zur Leistungsbeurteilung (Prendergast 1999). Milgrom und Roberts (1992, S. 221–226) widmen sich neben dem Informationsprinzip auch dem Anreiz-Intensitäts-Prinzip. Es hat das Ziel, nicht nur Aussagen darüber zu treffen, an welchen Leistungsindikatoren variable Vergütungsbestandteile festgemacht werden sollen. Es stellt auch die Frage, wovon es abhängt, ob es überhaupt und wenn dann mit welcher Intensität es sinnvoll ist, Arbeitnehmer am Risiko des Unternehmens zu beteiligen. Aus dem formalen Modell von Milgrom und Roberts (1992) lassen sich vier maßgebliche Determinanten ableiten, die darüber entscheiden, welches Gewicht variable Vergütungsbestandteile an der Gesamtentlohnung erhalten sollten: 1) Die Risikoeinstellung des Arbeitnehmers entscheidet darüber, wie teuer es für den Arbeitgeber ist, Risiko zu übertragen, sodass die Anreizintensität mit steigender Risikoaversion des Arbeitnehmers abnehmend ist. 2) Die variablen Vergütungsbestandteile eines Arbeitnehmers sollten umso ausgeprägter sein, je höher der Grenzgewinn seines

Arbeitseinsatzes ist. 3) Mit zunehmender Genauigkeit des Messinstruments, das zur Beurteilung der Leistung von Arbeitnehmern verwendet wird, ist es vorteilhaft, den Umfang von Anreizen in der Entlohnung zu verstärken. 4) Je sensitiver Arbeitnehmer auf Anreize reagieren, was in diesem Fall über die Steigung der Grenzkosten bestimmt wird, desto größer kann der Anteil variabler Vergütungskomponenten an der Gesamtentlohnung sein.

Gemäß der Argumentation von Berle und Means (1932) setzt die Entlohnung des Managements über Eigentumsanteile in großen Unternehmen allerdings nicht genügend Anreize, damit das Management das Ziel der Gewinnmaximierung verfolgt. Auf der Grundlage dieser These ist eine beachtliche Anzahl empirischer Untersuchungen entstanden, die Devers et al. (2007) in zwei große Teilbereiche untergliedern. Der erste Literaturstrang konzentriert sich auf den Zusammenhang von Entlohnungsformen und der Leistung von Unternehmen, wohingegen sich die zweite Kategorie von Arbeiten mit der Beziehung von Vergütungsformen und dem Verhalten von Managern¹⁹ befasst. Die Letztere wird im weiteren Verlauf dieses Abschnitts nicht weiter diskutiert.

5.3.2.1.1 Die Sensitivität der Managerentlohnung

Zum Einfluss der Unternehmensleistung auf die Vergütung analysieren Jensen und Murphy (1990) die Sensitivität von Managern gegenüber Anreizverträgen. Ihre Datengrundlage umfasst dabei den Zeitraum von 1974 bis 1986. Als Sensitivitätsmaß ziehen sie die Abweichung des Einkommens von CEOs heran, die sich aus der Veränderung des Einkommens der Eigentümer um einen Dollar ergibt. Die Vergütung der von ihnen untersuchten CEOs variiert durchschnittlich nur um 3,25 \$, wenn das Vermögen ihrer Arbeitgeber um 1.000 \$ steigt bzw. fällt. Durch dieses Ergebnis sehen Jensen und Murphy (1990) die These von Berle und Means (1932) bestätigt, wonach die Vergütung durch Eigentumsanteile kein geeigneter Mechanismus ist, die Interessen von Managern und Eigentümern aneinander anzugleichen. Hall und Liebman (1998) knüpfen

¹⁹ Diese Literatur befasst sich mit den Anreizen, die von unterschiedlichen leistungsabhängigen Entlohnungsformen ausgehen und zu einem Fehlverhalten von Managern führen. Sind CEO-Entlohnungskontrakte sehr stark sensitiv gegenüber den Leistungskennzahlen von Unternehmen, entsteht ein Anreiz, diese auch durch unlautere und illegale Methoden zu steigern. Dazu zählt z.B. Insiderhandel, der Einsatz kreativer Techniken der Rechnungslegung oder die Manipulation von Bilanzkennzahlen. Eine der ersten Studien zu unrechtmäßigen Einkommenssteigerungen durch Manager stammt von Healy (1985), der den Zusammenhang von Bonuszahlungen und Strategien zur Rechnungslegung untersucht (siehe auch Lambert und Larcker (1987)). Aktuellere Artikel wie z.B. von Harris und Bromiley (2007) testen, wie sich Anreizverträge auf die Wahrscheinlichkeit fehlerhafter Geschäftsberichte auswirken (siehe auch Burns und Kedia (2006) und Ndofor, Wesley und Priem (2015)).

an die Studie von Jensen und Murphy (1990) an, indem sie die Sensitivität der Entlohnung durch Aktienoptionen und Eigentumsanteile untersuchen. Allerdings verwenden sie für ihre empirische Analyse einen Datensatz, der sich auf den Zeitraum von 1980 bis 1994 bezieht. Als Bezugspunkt für die Interpretation ihrer Ergebnisse verwenden Hall und Liebman (1998) die durch Jensen und Murphy (1990) errechnete Sensitivitätsrate von 0,325 %. Im Vergleich dazu ist das Einkommen der CEOs bei Hall und Liebman (1998) um etwa das Vierfache sensitiver. Da sie den Einfluss der Unternehmensleistung auf die Vergütung zudem mit aktuelleren Daten und auf der Grundlage von umfassenderen Informationen zu den einzelnen Vergütungsbestandteilen untersuchen, merken Hall und Liebman (1998) an, dass ihre Ergebnisse präziser und qualitativ hochwertiger seien. Murphy (1999, S. 2532), der Unternehmen aus dem S&P 500 Index von 1992 bis 1996 analysiert, findet für deren CEOs dagegen eine ca. doppelt so hohe Sensitivitätsrate (0,6 %) als Jensen und Murphy (1990). Trotz dieser Steigerung geht er nicht davon aus, die Lücke zwischen den Interessen der Manager und Eigentümer durch die Entlohnung mit Unternehmensanteilen oder Aktienoptionen schließen zu können. Zusammenfassend scheinen die Ergebnisse der Studien zur Sensitivität variabler Managerentlohnung sehr stark vom Beobachtungszeitraum, der Auswahl an Unternehmen und der Berücksichtigung weiterer Einflussfaktoren abzuhängen.

Weiterführend untersuchen einige Autoren nicht nur den Anteil variabler Vergütungskomponenten an der Gesamtentlohnung von CEOs bzw. deren Sensitivität, sondern betrachten auch moderierende Effekte anderer Governance-Mechanismen. So ist z.B. das Kontrollgremium von Unternehmen ein elementarer interner Governance-Mechanismus, der für die Überwachung und die Ausgestaltung der Lohnkontrakte des Managements verantwortlich ist (Baysinger und Hoskisson 1990; Jensen 1993; Tosi, Katz und Gomez-Mejia 1997). Typischerweise bestehen solche Gremien in einstufigen Leitungssystemen aus abhängigen und unabhängigen Direktoren. Dabei existieren einige Argumente, die dafür sprechen, dass die Interessen der Eigentümer stärker durch unabhängige Gremienmitglieder vertreten werden. So haben diese erstens einen Anreiz, ihre Kontrollfähigkeiten auch gegenüber anderen potenziellen Arbeitgebern zu signalisieren. Zweitens verfügen sie über spezielle Fähigkeiten und Expertenwissen, was ihnen bei der Überwachung des Managements einen Vorteil verschafft (Fama und Jensen 1983b; Weisbach 1988). Sollten anreizkompatible Vergütungskomponenten das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle mildern, müsste deren Gewicht in Vergütungsverträgen umso größer sein, je unabhängiger die Kontrollgremien sind.

Diese Hypothese testen Conyon und Peck (1998) anhand einer Stichprobe öffentlich gehandelter Unternehmen aus dem Vereinigten Königreich über den Zeitraum von 1991 bis 1994. Indem sie einen signifikant positiven Einfluss vom Anteil unabhängiger Gremienmitglieder auf die Sensitivität der CEO-Entlohnung gegenüber marktbasierter Leistungskennzahlen finden, bestätigen Conyon und Peck (1998) ihre Hypothese. Zu einem diesbezüglich sehr gegenläufigen Befund kommen Capezio, Shields und O'Donnell (2011), welche australische Unternehmen aus dem S&P/ASX 500 Index untersuchen. Nach den Ergebnissen ihrer Analyse unterscheidet sich der Anteil leistungsabhängiger Vergütungsbestandteile von CEOs nicht systematisch darin, ob Kontrollgremien durch abhängige oder unabhängige Direktoren dominiert werden. Des Weiteren existieren einige Studien, die anstelle des moderierenden Effekts von Gremiencharakteristika auch den Einfluss der Eigentümerstruktur²⁰ auf die Leistungssensitivität von CEO-Entlohnungskontrakten untersuchen. In dieser Hinsicht zeigen z.B. Hartzell und Starks (2003) für den Unternehmensanteil von institutionellen Eigentümern und Michiels et al. (2013) für den von Familien, dass die jeweiligen Interessensgruppen den variablen Anteil der Vergütung von CEOs positiv beeinflussen. Im Allgemeinen hängen auch die Ergebnisse der Studien zu den moderierenden Effekten von anderen Governance-Mechanismen bei der CEO-Vergütung sehr stark vom Kontext ab. Entscheidend ist vor allem, welche Formen der variablen Vergütung dabei untersucht werden.

5.3.2.1.2 Managerentlohnung und Unternehmensleistung

Nur wenig überraschend interessieren sich Wissenschaftler neben dem Einfluss der Unternehmensleistung auf die Entlohnung von CEOs auch für den entgegengesetzten Zusammenhang. Sie stellen sich die Frage, ob es die Leistung von Unternehmen positiv beeinflusst, wenn die Entlohnung von CEOs an das Vermögen der Eigentümer geknüpft ist. Frühe Arbeiten zum Einfluss von Anreizverträgen auf die Leistung von Unternehmen, wie von Coughlan und Schmidt (1985) oder Murphy (1985), dokumentieren in der Tat einen positiven Zusammenhang von anreizkompatibler CEO-Vergütung und finanziellen Leistungskennzahlen. Dieser anfängliche Optimismus legte sich nach weiteren empirischen Untersuchungen. Die Sichtweise auf die Agency-Theorie, zumindest auf die Annahme, mittels finanzieller Anreize die Interessen von Managern und Eigentümern

²⁰ Den moderierenden Effekt von Großaktionären bzw. der Konzentration von Eigentumsrechten auf die Sensitivität der CEO-Entlohnung gegenüber der Leistung von Unternehmen untersuchen Ke, Petroni und Safieddine (1999), Kraft und Niederprüm (1999), Cordeiro und Veliyath (2003) und Kim (2010).

aneinander angleichen zu können, wurde zunehmend skeptischer. Zwei Metaanalysen zur CEO-Vergütung aus den Jahren 2000 (Tosi et al. 2000) und 2003 (Dalton et al. 2003) beurteilen bis zum jeweiligen Zeitpunkt die empirischen Ergebnisse zum Einfluss von CEO-Anreizverträgen auf finanzielle Leistungsindikatoren von Unternehmen. Insgesamt finden sowohl die von Tosi et al. (2000) als auch die von Dalton et al. (2003) analysierten Studien keinen durchgängigen – und wenn überhaupt nur sehr schwachen – Zusammenhang von leistungsabhängiger CEO-Entlohnung und der Unternehmensleistung. Abschließend halten es die Autoren der beiden Metaanalysen für äußerst fragwürdig, durch die gängigen Designs von CEO-Entlohnungskontrakten Anreizprobleme lösen zu können. Auch einige Jahre später merken Dalton et al. (2007) an, dass es immer noch an Evidenz fehle, um in der Entlohnung des Managements einen geeigneten Überwachungsmechanismus zu sehen. Diese Aussage bleibt auch in Anbetracht der Ergebnisse weiterer Studien bestehen. Zum einen identifizieren Sanders und Hambrick (2007) eine stärkere Varianz der Renditen von Investitionsprojekten, wenn CEOs durch Aktienoptionen entlohnt werden. Zum anderen erhöhen entsprechende Vergütungsbestandteile bei den Unternehmen aus ihrer Stichprobe die Wahrscheinlichkeit dafür, abnormale Verluste bei Investitionsprojekten zu erleiden. Ebenso finden Guler und Duygu (2012) einen negativen Zusammenhang zwischen der Entlohnung von CEOs durch Aktienoptionen und einer Vielzahl finanzieller Leistungskennzahlen.

5.3.2.2 Kontrollgremien

Kontrollorgane haben eine zentrale Aufgabe bei der Governance von Unternehmen, insbesondere wenn deren Eigentumsanteile breit gestreut sind. Zumindest theoretisch zählen Kontrollgremien zu den bedeutendsten Governance-Mechanismen, die sicherstellen sollen, dass Manager die Interessen der Eigentümer vertreten. Das Kontrollorgan ist rechtlich legitimiert und die oberste Instanz bei Entscheidungsprozessen auf Unternehmensebene (Adams und Ferreira 2007). Es lassen sich zwei wesentliche Funktionen identifizieren. In der beratenden Rolle des Kontrollorgans unterstützt es das Management aktiv bei strategischen Entscheidungen. Aufgrund des Expertenwissens seiner Mitglieder kann es in Zusammenarbeit mit dem Management dazu beitragen, Entscheidungsprozesse effizienter und qualitativ hochwertiger zu gestalten (Williamson 1975; Song und Thakor 2006). Die zweite Kernaufgabe des Kontrollorgans, die oftmals als die bedeutendere angesehen wird, ist die

Überwachung des Managements. In dieser Funktion hat es fundamentale finanzielle und operative Entscheidungen der Unternehmensleitung zu prüfen und zu genehmigen. Darüber hinaus beinhaltet der Überwachungsaspekt der Gremienarbeit auch die Evaluation der Leistung und des Verhaltens der Manager. Stehen diese nicht mit den Interessen der Eigentümer im Einklang, hat das Kontrollgremium darüber zu entscheiden, ob das amtierende Management ausgetauscht wird (Hermalin und Weisbach 1998; Shivdasani und Yermack 1999).

In vielen europäischen Ländern haben öffentlich gehandelte Kapitalgesellschaften per Gesetz ein zweistufiges Leitungssystem. Der Vorstand übernimmt die operative Leitung des Unternehmens. Der Aufsichtsrat ist das Kontrollorgan entsprechender Gesellschaften. Seine Mitglieder setzen sich überwiegend aus den Eigentümern der Unternehmen selbst oder deren offiziellen Vertretern zusammen. Sie nehmen die oben genannten Überwachungs- und Beratungsfunktionen wahr. In den meisten Ländern angelsächsischen Ursprungs entfallen Leitung und Kontrolle von Unternehmen im Gegensatz dazu nur auf ein einziges Organ (Corporate Board). Die Mitglieder dieser Gremien werden häufig in abhängige und unabhängige Direktoren eingeteilt. Typischerweise stehen abhängige Mitglieder in einem Beschäftigungsverhältnis zum Unternehmen und übernehmen vergleichbar mit Vorständen deren Leitung. Dagegen besteht zwischen unabhängigen Direktoren und dem Unternehmen kein Abhängigkeitsverhältnis. Sie üben ihre Haupttätigkeit bei einem anderen Arbeitgeber aus und nehmen wie Aufsichtsräte in dualen Systemen eine beratende und überwachende Funktion ein.

Die Governance-Literatur zu Kontrollgremien widmet sich der übergeordneten Frage, ob diesem Mechanismus bei der Unternehmensführung tatsächlich eine substantielle Bedeutung zukommt. Genauer gesagt ist es von Interesse, wie bestimmte Charakteristika von Kontrollorganen die Qualität ihrer Beratungs- und Überwachungsleistung beeinflussen. Daher konzentrieren sich die empirischen Arbeiten zu dieser Fragestellung auf Unterschiede zwischen Gremienstrukturen, von welchen angenommen wird, das Verhalten der Organmitglieder zu beeinflussen. So lässt sich die Handlungsweise von Kontrollgremien beobachten und untersuchen, inwiefern diese mit der Ausprägung gewisser Eigenschaften systematisch variiert. Ist das Verhalten nicht direkt beobachtbar, greifen viele Autoren stellvertretend auf finanzielle Leistungskennzahlen von Unternehmen zurück, um den Einfluss von Gremienstrukturen zu ermitteln. Die empirische Literatur lässt sich über die strukturellen Unterschiede der

untersuchten Organe in drei wesentliche Gruppen unterteilen: Erstens wird erwartet, dass die Zusammensetzung von Gremien (Identität der Mitglieder) eine zentrale Rolle spielt. Insofern spricht man z.B. Großaktionären oder institutionellen Anlegern als Organmitglieder eine starke Motivation bzw. Expertise bei der Kontrolle des Managements zu. Zweitens wird in der Unabhängigkeit von Kontrollorganen ein wesentlicher Indikator dafür gesehen, wie objektiv die Leistung des Managements beurteilt wird und wie stark es gewillt ist, einen Führungswechsel durchzusetzen. Drittens besteht die Annahme, dass mit der Größe der Kontrollorgane die Motivations- und Koordinationskosten der Mitglieder und damit auch die Effektivität ihrer Beratungs- und Überwachungsarbeit variieren.

5.3.2.2.1 Die Zusammensetzung von Kontrollgremien

Zur Zusammensetzung von Gremien untersucht eine Reihe empirischer Artikel, wie sich die Repräsentanz von Banken und anderen finanziellen Institutionen auf die Entscheidungen von Kontrollorganen auswirkt. Huang et al. (2014) betrachten diesen Zusammenhang, indem sie sich die Frage stellen, ob Gremienmitglieder mit Erfahrung im Investmentbanking die Übernahmeaktivitäten von Unternehmen beeinflussen. Direktoren mit entsprechendem Hintergrund verfügen über spezifisches Wissen, das für Übernahmetransaktionen relevant ist. Demzufolge können sie für Unternehmen bei Verhandlungen und auch bei der administrativen Abwicklung von Übernahmen eine bedeutende Ressource sein. Die von Huang et al. (2014) analysierten Unternehmen scheinen in der Tat „bessere“ Unternehmensübernahmen durchzuführen, wenn in ihren Kontrollorganen Mitglieder mit Erfahrung im Investmentbanking sitzen. Diese Unternehmen benötigen verhältnismäßig weniger externe Beratungsleistung, bezahlen eine geringere Übernahmeprämie und erzielen höhere Renditen durch die Bekanntgabe der Übernahme.

Weitere Arbeiten befassen sich mit dem Einfluss von Bankenvertretern – deren Arbeitgeber auch Gläubiger des Unternehmens sind – auf das Verhalten des Kontrollorgans. Gremienmitglieder dieser Art nehmen gewissermaßen eine Doppelrolle wahr. Einerseits verfügen sie über finanzielle Expertise, um das Unternehmen bei diesbezüglichen Entscheidungen unterstützen zu können. Andererseits haben sie durch ihre Stellung die Möglichkeit, das Unternehmen im Auftrag ihres eigentlichen Arbeitgebers zu überwachen und Entscheidungen zu dessen Gunsten zu beeinflussen. Sowohl die Unternehmen aus der von Booth und Deli (1999) analysierten Stichprobe als

auch jene von Byrd und Mizruchi (2005) weisen einen geringeren Verschuldungsgrad auf, wenn in ihren Kontrollorganen Banken vertreten sind, die gleichzeitig auch als Kreditgeber in Erscheinung treten. In ihren Ergebnissen sehen die Autoren einen Beleg dafür, dass Bankenvertreter in Kontrollgremien versuchen, ihre Arbeitgeber zu schützen, indem sie das Unternehmen daran hindern, weitere – möglicherweise hoch riskante – Darlehen bei anderen Gläubigern aufzunehmen. Dies muss nicht notwendigerweise zum Vorteil der Unternehmenseigentümer sein. Güner, Malmendier und Tate (2008) berücksichtigen die Doppelrolle von Bankenvertretern expliziter. Gemäß ihren Ergebnissen hat es einen positiven Einfluss auf den Kreditrahmen von Unternehmen, wenn in ihren Kontrollgremien Banken vertreten sind. Allerdings sind davon hauptsächlich Unternehmen betroffen, die ohnehin keinen oder nur geringen finanziellen Restriktionen unterliegen und nur über geringe Investitionsmöglichkeiten verfügen. Mit anderen Worten: Die Vertreter von Banken vergeben im Auftrag ihres Arbeitgebers vorzugsweise Kredite an Unternehmen mit einem geringen Ausfallrisiko, sogar dann, wenn die finanziellen Zuflüsse nicht in wertschöpfende Projekte investiert werden. Dadurch entstehen Kosten für die Eigentümer der Unternehmen, sodass Güner, Malmendier und Tate (2008) die Rolle von Bankenvertretern in Kontrollgremien kritisch sehen und Unternehmen raten, die Vor- und Nachteile solcher Gremienmitglieder sorgfältig gegeneinander abzuwägen. Zu einer vergleichbaren Einschätzung kommen auch Dittmann, Maug und Schneider (2010), welche die Rolle von Bankenvertretern in Aufsichtsräten auf der Grundlage einer Stichprobe deutscher Unternehmen untersuchen.

5.3.2.2 Die Unabhängigkeit von Kontrollgremien

Wie bereits genannt, finden sich Argumente, nach welchen sich das Verhalten von abhängigen und unabhängigen Gremienmitgliedern unterscheidet. So wird den Letzteren z.B. zugesprochen, effektiver in der Überwachung von CEOs zu sein. Sie haben einen stärkeren Anreiz, sich einen Ruf als qualifizierte Kontrolleure aufzubauen, um dadurch ein Signal an den für sie relevanten Arbeitsmarkt zu senden (Fama 1980). Demgegenüber verfügen unabhängige Direktoren jedoch über weniger unternehmensspezifisches Wissen und müssen höhere Kosten aufwenden, um die Verlässlichkeit von Informationen zu prüfen. Dies wirkt sich negativ auf ihre Anreize und die Effektivität ihrer Überwachungsaktivitäten aus (Jensen 1993; Adams und Ferreira 2007; Masulis und Mobbs 2011). Aus einer theoretischen Perspektive ist es folglich keinesfalls eindeutig, ob eine Erhöhung des Anteils unabhängiger Organmitglieder, wie von institutionellen

Anlegern oder auch Governance-Kodizes häufig gefordert, zu einer stärkeren Überwachung des Managements führt.

Weisbach (1988), Hermalin und Weisbach (1998) und Laux (2008) widmen sich dieser Fragestellung mittels empirischer Analysen. Sie untersuchen den Zusammenhang von Gremienstrukturen und der Entlassungswahrscheinlichkeit von CEOs bei schlechter Unternehmensleistung. Alle drei Studien zeigen, wenn Kontrollgremien von unabhängigen Mitgliedern dominiert werden, reagieren sie deutlich sensitiver gegenüber einer schlechten Unternehmensleistung, indem ein Führungswechsel forciert wird. Diese Ergebnisse decken sich mit jenem von Guo und Masulis (2015). Sie fokussieren sich auf Unternehmen, die hinsichtlich der Struktur ihrer Kontrollorgane die Governance-Leitlinien der NYSE (New York Stock Exchange) nicht erfüllen konnten. Wurden diese Unternehmen im Anschluss dazu veranlasst, den Anteil ihrer unabhängigen Gremienmitglieder zu erhöhen, ging dies mit einer signifikant höheren Entlassungswahrscheinlichkeit von CEOs bei einer schlechten Unternehmensleistung einher. Knyazeva, Knyazeva und Masulis (2013) wählen einen anderen Ansatz, um den Zusammenhang von Gremienstrukturen und deren Verhalten zu untersuchen. Sie versuchen, das Endogenitätsproblem zu bewältigen, dem derartige Studien meist unterliegen. Als Instrument für die Unabhängigkeit von Kontrollgremien verwenden Knyazeva, Knyazeva und Masulis (2013) das Angebot auf lokalen Arbeitsmärkten potenzieller Gremienmitglieder. Sie finden einen positiven Einfluss von der Größe der Bewerberpools dieser Märkte auf den Unternehmenswert, verschiedene operative Leistungskennzahlen und die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels.

Diesen Studien, die dafür sprechen, dass unabhängigere Gremien die Interessen der Eigentümer stärker vertreten, stehen die Ergebnisse von Bhagat und Black (1999) und (2001) gegenüber. Beide Arbeiten können keine Evidenz für einen positiven Einfluss vom Anteil unabhängiger Gremienmitglieder auf die Profitabilität von Unternehmen identifizieren. Im Gegenteil, die von Bhagat und Black (1999) untersuchten Unternehmen weisen eine vergleichsweise geringere Profitabilität auf, wenn ihr Kontrollgremium von unabhängigen Mitgliedern dominiert wird. Ihr Ergebnis interpretieren Bhagat und Black (1999) mit Bezug auf den Artikel von Gilson und Kraakman (1991). Ihrer Argumentation nach reicht es nicht aus, wenn Gremienmitglieder lediglich unabhängig vom Management sind, damit Überwachungsaufgaben im Sinne der Unternehmenseigentümer durchgeführt werden. Solange sich die Mitglieder von Kontrollorganen für ihr Verhalten nicht stärker rechtfertigen bzw. direkt haften müssen, sehen Gilson und Kraakman (1991) in deren

Unabhängigkeit keinen Mechanismus, der es vermag, das Anreizproblem des Managements zu lösen.

5.3.2.2.3 Die Größe von Kontrollgremien

Die Größe von Kontrollgremien ist ein weiteres stark thematisiertes Merkmal, das sich auf das Überwachungsverhalten ihrer Mitglieder auswirkt. Diese Eigenschaft besitzt für die vorliegende Untersuchung die größte Relevanz, da sich ein Teil der empirischen Analyse in Abschnitt 5.6 damit befasst, wie sich der Einfluss des Managements bei der Ausgestaltung von Kontrollgremien auf deren Größe auswirkt. Genauer gesagt wird getestet, ob mit zunehmender Entscheidungsmacht von Managern bei der Gründung deutscher SEs, die Wahrscheinlichkeit steigt, dass Unternehmen die Anzahl ihrer Gremienmitglieder unter die gesetzlichen Mindeststandards deutscher AGs verkleinern. Gemäß der Annahme eines eigennutzmaximierenden Managements sollte es eine Gremiengröße präferieren, die sich nachteilig auf dessen Überwachungsaufgaben auswirkt.

Die theoretischen Argumente zur Größe von Gremien lassen keinen eindeutigen Rückschluss von der Anzahl an Gremienmitglieder auf die Qualität ihrer Überwachungsleistung zu. In der Literatur finden sich zwei wesentliche Ursachen, die für einen Rückgang der Effektivität von Überwachungsleistungen mit zunehmender Gremiengröße sprechen. So haben verhältnismäßig größere Gruppen höhere Koordinations- und Kommunikationskosten zu tragen. Diese äußern sich z.B. im Ausmaß des Free-Rider-Problems, von dem angenommen wird, in verhältnismäßig größeren Gremien stärker ausgeprägt zu sein (Lipton und Lorsch 1992; Jensen 1993; Yermack 1996; Adams, Hermalin und Weisbach 2010). Dem entgegengesetzt können größere Gremien auf die Expertise einer höheren Anzahl von Personen zurückgreifen. Dies führt dazu, dass diese möglicherweise besser in der Lage sind, die Leistung des Managements in einem breiteren Spektrum von Aufgaben zu beurteilen (Hambrick und D'Aveni 1992; Haleblan und Finkelstein 1993; Lehn, Patro und Zhao 2009). Eine detaillierte Diskussion der Argumente für und wider großer Kontrollgremien folgt in Abschnitt 5.5 mit der Entwicklung einer diesbezüglichen Hypothese.

Wie sich die Größe von Kontrollgremien auf die Wahrnehmung ihrer Überwachungsfunktion auswirkt, wurde in der Vergangenheit empirisch überwiegend unter Zuhilfenahme von Leistungskennzahlen getestet. Die wegweisende und wohl am häufigsten zitierte Studie zu diesem Zusammenhang wurde von Yermack (1996)

durchgeführt. Er untersucht eine Stichprobe von großen und öffentlich gehandelten Unternehmen über den Zeitraum von 1984 bis 1991. Dabei setzt er die Anzahl der Mitglieder der Kontrollorgane dieser Unternehmen in Relation zu deren Tobins Q²¹. Seine empirische Analyse zeigt eine negative Wechselbeziehung dieser beiden Größen. Dadurch sieht er die Annahmen von Lipton und Lorsch (1992) und Jensen (1993) bestätigt, die von einer abnehmenden Überwachungsleistung mit zunehmender Gremiengröße ausgehen. Dieses Ergebnis wurde durch weitere Arbeiten bekräftigt. So stellen Eisenberg, Sundgren und Wells (1998) einen negativen Zusammenhang von der Größe der Kontrollorgane kleiner und mittelgroßer Unternehmen und deren Profitabilität fest. Conyon und Peck (1998) dokumentieren einen Rückgang der Eigenkapitalrendite und des Tobins Q von Unternehmen, wenn die Anzahl der Mitglieder ihrer Kontrollgremien steigt²².

Die Allgemeingültigkeit dieser Befunde wird jedoch durch die Erkenntnisse neuerer empirischer Studien infrage gestellt, da z.B. Coles, Daniel und Naveen (2008) für stark diversifizierte und fremdkapitalfinanzierte Unternehmen sogar eine positive Verbindung von Gremiengröße und deren Tobins Q identifizieren. Für deutsche Kapitalgesellschaften können Bermig und Frick (2010) keinen konsistenten Zusammenhang von der Aufsichtsratsgröße und dem Wert dieser Unternehmen finden. Demzufolge kann die bestehende empirische Evidenz keineswegs eindeutig beantworten, ob größere oder kleinere Gremien die wachsameren Kontrolleure des Managements sind. Überdies kritisieren neben Adams, Hermalin und Weisbach (2010) einige weitere Autoren (Demsetz und Lehn 1985; Bhagat und Black 1999; Himmelberg, Hubbard und Palia 1999; Becht, Bolton und Röell 2003) die Vorgehensweise der genannten Studien. Sie sehen keinen Grund dafür, warum die Struktur von Gremien eine exogene Größe sein sollte. Vielmehr seien Gremienstrukturen die bestmögliche Antwort von Unternehmen auf ihre ganz spezifischen Governance-Probleme und somit endogen. Infolgedessen ist es nicht nur in theoretischer, sondern auch in ökonometrischer Hinsicht fragwürdig, Unterschiede in finanziellen Leistungskennzahlen auf die Größe von Kontrollgremien und dadurch auf die Qualität ihrer Überwachungsleistung zurückzuführen.

Um dieses Endogenitätsproblem zu umgehen oder zumindest abzumildern, wählt diese Untersuchung einen alternativen Ansatz, indem die Größe der Kontrollorgane

²¹ Tobins Q ist eine häufig verwendete finanzielle Kennzahl, um die Leistung von Managern zu beurteilen. Sie drückt das Verhältnis von Marktwert zu Buchwert eines Unternehmens aus. Dem Management wird eine umso bessere Leistung attestiert, je weiter der Marktwert den Buchwert übersteigt (Tobins Q > 1).

²² Siehe auch Loderer und Peyer (2002) und Cheng (2008).

deutscher SEs analysiert wird. Wie bereits genannt, kann das Management diese in Abhängigkeit von seiner Entscheidungsmacht bei der Gründung einer SE direkt festlegen. Das heißt, die Anzahl der Mitglieder der SE-Kontrollgremien spiegelt unter Berücksichtigung des Managementeinflusses unmittelbar dessen diesbezügliche Präferenzen wider. Ist die Unternehmensleitung z.B. der Auffassung, von größeren Gremien stärker kontrolliert werden zu wollen, wäre zu erwarten, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Verkleinerung von Kontrollorganen im Zuge einer SE-Gründung mit steigendem Managementeinfluss abnimmt. Mittels dieses Ansatzes wird die Größe der untersuchten Kontrollorgane folglich nicht als exogen angenommen, sondern durch die Präferenz des Managements und weiterer Unternehmenscharakteristika erklärt.

5.3.2.3 Großaktionäre

Neben den Instrumenten leistungsabhängiger Vergütung und der Überwachung durch Kontrollorgane setzt sich die Governance-Literatur zu internen Governance-Mechanismen zusätzlich mit einem bestimmten Aktionärstyp auseinander. So haben die Eigentümer der Unternehmen selbst die Möglichkeit, die Leistung des Managements zu überwachen und durch Androhung von Sanktionen einen disziplinierenden Effekt zu erreichen. Da derartige Überwachungs- und Sanktionierungsaktivitäten nicht kostenlos erfolgen können, sondern mit Aufwand verbunden sind, lohnt es sich nicht für alle Eigentümertypen gleichermaßen, entsprechende Investitionen zu tätigen. Die Kosten jeder zusätzlichen „Einheit“ Überwachung trägt ein einzelner Aktionär jeweils selbst. Diese entstehen z.B., wenn er seinen Informationsstand über strategische Alternativen des Unternehmens verbessert oder seine Stimmrechte auf der Hauptversammlung ausübt. Von einer daraus resultierenden besseren Leistung des Managements und womöglich auch des Unternehmens profitieren dagegen alle Eigentümer im Verhältnis zu ihren Eigentumsanteilen. Je weiter das Aktienkapital an einem Unternehmen folglich gestreut ist, desto stärker weichen Kosten und Nutzen der Überwachung für einen Eigentümer voneinander ab. Es ergibt sich ein Trittbrettfahrerproblem. Relativ kleine Aktionäre haben nur einen geringen oder überhaupt keinen Anreiz, sich mit den Unternehmen, in welche sie investiert haben, zu befassen bzw. in deren Leitung einzugreifen. Bei rationalem Verhalten werden sie ihre eigenen Überwachungskosten so gering wie möglich halten und versuchen, von den Externalitäten der Überwachungsaktivitäten anderer (größerer) Eigentümer zu profitieren (Shirking). Daraus leitet sich ab, dass in

Unternehmen, die stark im Streubesitz gehalten werden, der Handlungsspielraum des Managements vergleichsweise groß ist und die Nutzenmaximierung der Eigentümer eher eine zweitrangige Rolle einnimmt (Demsetz und Lehn 1985; Shleifer und Vishny 1997; Lehmann, Warning und Weigand 2004).

Infolgedessen kommt den Anteilseignern mit einem verhältnismäßig großen Unternehmensanteil bei der Lösung des Agency-Problems vom Typ I eine besondere Rolle zu. Aufgrund ihrer starken finanziellen Bindung an das Unternehmen überwiegt der Nutzen von Kontrollaktivitäten deren Kosten, sodass für sie ein Anreiz besteht, sich mit dem Unternehmen auseinanderzusetzen und das Management zu überwachen. Darüber hinaus haben Großaktionäre meist eine starke Motivation, den Profit des Unternehmens zu steigern, da sie zu diesem in einer außerordentlichen wirtschaftlichen Abhängigkeit stehen. Entsprechende Eigentübertypen sind jedoch nicht nur ausreichend motiviert, das Management zu kontrollieren, sondern verfügen gleichzeitig über genügend Macht, um die eigenen Interessen durchzusetzen. Unter Einsatz ihrer Stimmrechte haben sie die Möglichkeit, das Management unter Druck zu setzen und im Extremfall z.B. durch eine Unternehmensübernahme einen Führungswechsel zu forcieren. Dadurch mag der Eindruck entstehen, der Besitz an Unternehmen sollte so wenig wie möglich gestreut sein oder die Aktionärsstruktur zumindest einen großen Eigentümer enthalten. Auf diese Weise würde das Management nämlich daran gehindert werden, in persönliche Projekte zu investieren, und dazu gezwungen sein, erwirtschaftete Gewinne an die Eigentümer auszuschütten (Shleifer und Vishny 1986; Admati, Pfleiderer und Zechner 1994; Claessens et al. 2002).

Demsetz (1983) steht diesen Überlegungen skeptisch gegenüber und sieht in der alleinigen Konzentration von Eigentumsrechten keinen hinlänglichen Mechanismus, der Unternehmen vor opportunistischem Verhalten und der Fehlallokation von Ressourcen schützen kann. Seinen Einwand begründet Demsetz (1983), indem er großen Eigentümern, die einen Anreiz haben, in die Governance von Unternehmen einzugreifen, unterstellt, weitere Kontrollkosten zu erzeugen. Große, kontrollierende Eigentümer könnten ihren Einfluss zwar dazu nutzen, das Management zu disziplinieren, allerdings hätten sie auch genügend Macht zur Umsetzung von Verschanzungsstrategien (Entrenchment). Dadurch verschaffen sie sich im Verhältnis zu ihren Eigentumsanteilen eine überproportional weit reichende Kontrolle über die Ressourcen des Unternehmens, die es ihnen ermöglicht, ihre ganz spezifischen Interessen durchzusetzen. Die Umsetzung diesbezüglicher Strategien muss nicht notwendigerweise im Einklang mit der

Nutzenmaximierung kleinerer Eigentümer stehen und kann sich zu deren Nachteil auswirken (Expropriation) (Shleifer und Vishny 1997; Johnson et al. 2000; Huyghebaert und Wang 2012).

In der Governance-Literatur finden sich mehrere Argumente, wie sich die Interessen von Eigentümern über die Größe ihrer Anteile hinweg unterscheiden können. Burkart, Gromb und Panunzi (1997) unterstellen großen Eigentümern nicht nur, an der Kontrolle des Managements interessiert zu sein, sondern diese sogar in ineffizient hohem Maße durchzuführen. Dies kann zu einer Verringerung der Eigeninitiative des Managements führen, wodurch das Unternehmen gewinnbringende Investitionsmöglichkeiten verliert. Jensen (1986) sieht in der Existenz von Großaktionären eine Ursache für Überinvestitionen von Unternehmen. Sie würden dazu neigen, mit ihrem großen Einfluss erwirtschaftete Überschüsse vehement im Unternehmen zu halten, um diese nicht an andere (kleinere) Eigentümer ausschütten zu müssen. Ein weiteres Argument, weshalb sich die Interessen von Eigentümern über die Größe ihrer Anteile hinweg grundsätzlich unterscheiden können, bezieht sich auf die Diversifikation ihrer Investitionsportfolios. Wenn der Eigentumsanteil eines großen Aktionärs gleichzeitig auch den Großteil dessen gesamten Vermögens repräsentiert, ist seine finanzielle Zukunft sehr stark von nur einem Unternehmen abhängig. Aufgrund dessen präferiert er möglicherweise Investitionsprojekte mit geringen Risiken und oftmals geringeren Renditen. Dies kann zulasten kleinerer und besser diversifizierter Eigentümer gehen, die eventuell bereit sind, stärkere Risiken einzugehen, wenn eine Aussicht auf hohe Gewinne besteht (Faccio, Marchica und Mura 2011).

Villalonga und Amit (2006) fassen die negativen Effekte großer Eigentümer unter dem Begriff Agency-Problem des Typs II zusammen und spezifizieren dieses in Abhängigkeit von der Identität von Aktionären genauer. So sehen sie die Motivation von institutionellen Großaktionären, wie z.B. Banken, zur Verwendung von Unternehmensressourcen auf Kosten kleinerer Eigentümer als gering an. Da hinter diesen Institutionen eine große Anzahl unabhängiger Eigentümer steht, wäre der private Nutzen solcher Handlungen für den Einzelnen sehr gering. Aus diesem Grund hätten institutionelle Anleger jedoch nur wenig Anreiz, das Management zu überwachen, und würden kaum zur Lösung des Agency-Problems vom Typ I beitragen. Stünden hinter großen Eigentumsanteilen hingegen Familien oder einzelne Individuen, schätzen Villalonga und Amit (2006) deren Anreiz, in Überwachungsaktivitäten zu investieren und Unternehmensressourcen zur Befriedigung privater Interessen zu verwenden, als eher

hoch ein. Diese theoretischen Annahmen werfen die Frage auf, wie große und kontrollierende Eigentümer in der Praxis versuchen, über Entrenchment-Aktivitäten ihre Macht in Unternehmen nachhaltig zu stärken, und ob sich dies zum Nachteil kleinerer Aktionäre auswirkt (Expropriation).

Die empirischen Arbeiten zu dieser Thematik widmen sich überwiegend dem zweiten Teil dieser Fragestellung. Sie untersuchen, wie sich der Einfluss von Großaktionären, der weitestgehend über Variationen des Eigentumsanteils des größten Aktionärs gemessen wird, auf unterschiedliche Leistungskennzahlen von Unternehmen auswirkt. Einige dieser Studien finden einen invers u-förmigen Zusammenhang zwischen ihrer zentral interessierenden unabhängigen und ihrer abhängigen Variable (Morck, Shleifer und Vishny 1988; McConnell und Servaes 1990; Hermalin und Weisbach 1991; Claessens et al. 2002). Dies wiederum spricht für eine Bestätigung der Phänomene Entrenchment und Expropriation. So führen zunehmend konzentrierte Eigentumsrechte anfangs zu einer gesteigerten Unternehmensleistung, was aus einer stärkeren Überwachung des Managements folgen kann. Ab einem bestimmten Konzentrationsgrad von Eigentumsanteilen fällt die Unternehmensleistung wieder ab. Die Ursache hierfür mögen große und kontrollierende Eigentümer sein, die ihren starken Einfluss nutzen, um Ressourcen aus dem Unternehmen abzuziehen.

Weitere Studien wie von Agrawal und Knoeber (1996), die 800 der größten US-Unternehmen untersuchen, sind nicht in der Lage, konsistente Entrenchment- und Expropriationseffekte festzustellen. In Übereinstimmung mit diesem Ergebnis können Thomsen, Pedersen und Kvist (2006) für Kapitalgesellschaften aus den USA und des Vereinigten Königreichs ebenfalls keinen Einfluss von der Existenz großer Eigentümer auf den Unternehmenswert finden. Ihre Stichprobe enthält jedoch auch kontinentaleuropäische Unternehmen, deren Unternehmenswert durch Großaktionäre offensichtlich negativ beeinflusst wird. Lehmann und Weigand (2000) konzentrieren sich ebenfalls auf den kontinentaleuropäischen Raum. Sie untersuchen den Einfluss der Eigentümerkonzentration auf die Gesamtkapitalrendite deutscher Unternehmen. Insgesamt gesehen stellen auch sie fest, dass sich große Eigentümer negativ auf die Profitabilität von Unternehmen auswirken. Bei einer differenzierten Betrachtung ihrer Ergebnisse sprechen sie Banken und Familien als Großaktionäre zu, langfristig gesehen einen positiven Effekt auf die Profitabilität von Unternehmen zu haben. Für weitere Länder dokumentieren z.B. Fauzi und Locke (2012) für den Unternehmenswert neuseeländischer Kapitalgesellschaften und das Auftreten von großen Eigentümern einen

negativen Zusammenhang. Perrini, Rossi und Rovetta (2008) finden für Italien einen positiven Einfluss des Eigentumsanteils der fünf größten Aktionäre auf den Unternehmenswert. Wie ersichtlich wird, sind die empirischen Ergebnisse hinsichtlich der Wirkung von großen und kontrollierenden Eigentümern sehr heterogen. Sánchez-Ballesta und García-Meca (2007) führen eine umfangreiche Metaanalyse auf der Grundlage von Artikeln mit entsprechendem Fokus durch. Gemäß ihren Schlussfolgerungen hängen die Stärke und die Richtung des Zusammenhangs von Großaktionären und der Unternehmensleistung stark vom untersuchten Governance-System und vom Typ verwendeter Leistungskennzahlen ab.

Im Vergleich zur diskutierten Literatur befasst sich die vorliegende Untersuchung nicht mit den monetären Auswirkungen von Großaktionären bzw. stellt nicht die Frage, ob deren Existenz mit einem negativen Nettoeffekt für kleinere Eigentümer verbunden ist. Sie leistet ihren Beitrag, indem sie sich zu einem gewissen Teil auf die vorgelagerte Ebene von Expropriationsaktivitäten fokussiert und die Ursache dieses Problems analysiert. Das bedeutet, es wird die Frage gestellt, auf welche Art und Weise große und kontrollierende Eigentümer versuchen, ihre Macht in Unternehmen zu sichern und auszubauen, um Unternehmensressourcen noch stärker kontrollieren zu können (Entrenchment-Aktivitäten). Zu diesem Zweck eignet es sich, die Größe der Kontrollorgane deutscher Kapitalgesellschaften mit der Rechtsform SE zu betrachten. Wie vorab erläutert, sind die Eigentümer dieser Unternehmen neben dem Management die zweite Interessensgruppe, welche im SE-Gründungsprozess die Anzahl der Mitglieder des Kontrollgremiums beeinflussen kann. Große Aktionäre, die ausreichend motiviert sind, um aktiv zu kontrollieren, haben die Möglichkeit, auf der Hauptversammlung, in welcher die Gründungspläne einer SE verabschiedet werden, aktiv in die Ausgestaltung der Governance der neuen Gesellschaft einzugreifen. Ist ihr Stimmrechtsanteil groß genug, können sie sich über den Vorschlag des Managements bezüglich der Größe und der personellen Besetzung des Kontrollgremiums – gegebenenfalls auch gegen die Präferenzen kleinerer Eigentümer – hinwegsetzen. Ließe sich demzufolge beobachten, dass mit steigendem Einfluss großer Eigentümer auf den SE-Gründungsprozess auch die Wahrscheinlichkeit für eine Verkleinerung von Kontrollgremien steigt, wäre dies ein Hinweis auf Entrenchment-Bestrebungen. So könnten Großaktionäre, die selbst oder durch Repräsentanten in den Kontrollgremien vertreten sind, ihren eigenen Einfluss auf das Unternehmen stärken. Durch eine verringerte Anzahl an Gremienmitgliedern bekommt ihre eigene Stimme in Relation mehr Gewicht. Auf diese Weise sollte es ihnen

wesentlich einfacher fallen, ihre eigenen Interessen hinsichtlich Unternehmensstrategien durchzusetzen oder Ressourcen für den privaten Konsum aus dem Unternehmen abzuziehen. Die Gründung einer SE könnte folglich zulasten kleinerer Eigentümer gehen, da diese an Einfluss auf das Unternehmen verlieren und das Agency-Problem des Typs II an Gewicht gewinnt.

5.4 Determinanten der Größe von Kontrollgremien

Die entscheidenden Determinanten der Größe von Kontrollorganen lassen sich anhand der bestehenden Governance-Literatur unmittelbar aus den beiden zentralen Aufgaben dieser Gremien – Überwachung und Beratung des Managements – ableiten. Wie in Abschnitt 5.3.2.2 beschrieben, soll das Kontrollgremium aufgrund der speziellen Fähigkeiten seiner Mitglieder in der beratenden Funktion mit dem Management zusammenarbeiten, bei strategischen Entscheidungen unterstützen und Empfehlungen aussprechen. In seiner überwachenden Funktion hat es die Aufgabe, die Leistung des Managements zu bewerten und dieses zu ersetzen, falls es nicht im Sinne der Eigentümer handelt oder sich außerhalb des rechtlichen Rahmens bewegt (Williamson 1975; Fama 1980; Hermalin und Weisbach 1998). Die Wahl der Größe des Kontrollgremiums von Unternehmen bestimmt sich theoretisch in Abhängigkeit von der Kosten-Nutzen-Relation dieser Beratungs- und Kontrollaufgaben. Genauer gesagt ist die Wahl der Größe eine Folge von Abwägungen aus dem Nutzen zusätzlich verfügbarer Informationen und den Kosten einer erschwerten Entscheidungsfindung größerer Gremien. Kosten und Nutzen variieren dabei mit den Charakteristika des jeweiligen Unternehmens und der Umwelt, in die es eingebettet ist (Boone et al. 2007; Lehn, Patro und Zhao 2009).

Ein zentrales Merkmal von Unternehmen, das die Kosten-Nutzen-Relation der Aufgaben und dadurch auch die Größe ihrer Kontrollgremien beeinflusst, ist die Größe der Unternehmen selbst. Fama und Jensen (1983b) nehmen an, dass die Organisationsstruktur eines Unternehmens eng mit dem Ausmaß und der Komplexität seiner Produktionsprozesse verbunden ist. Dementsprechend sollten sehr umfangreiche und komplexe Produktionsprozesse zu großen und stark hierarchisch organisierten Unternehmen führen, zu deren Kontrolle und Beratung auch eine größere Menge an Informationen verarbeitet werden muss. Um einer damit einhergehenden gesteigerten Informationsanforderung gerecht zu werden, sollte diese auf zusätzliche Personen verteilt und konsequenterweise durch größere Gremien aufgefangen werden. Dieses Argument

über den Einfluss der Komplexität interner Prozesse bzw. der Größe von Unternehmen auf die Mitgliederanzahl von Kontrollgremien wurde von unterschiedlichen Autoren aufgegriffen, weiterentwickelt und präzisiert.

So generieren Unternehmen, die im Rahmen von Internationalisierungsstrategien in bisher unbekannte Regionen expandieren oder Diversifikationsstrategien umsetzen, indem sie ihr Produkt- und/oder Dienstleistungsportfolio verbreiten, zum einen umfangreicheren Beratungsbedarf, der durch weitere Mitglieder des Kontrollgremiums gedeckt werden muss. Zum anderen steigt dadurch auch die Nachfrage nach ganz bestimmten – durch die bisherigen Gremienmitglieder nicht abgedeckten – Fähigkeiten, um die Leistung des Managements auch in den neuen Sparten zu beurteilen und überwachen zu können (Agrawal und Knoeber 2001; Coles, Daniel und Naveen 2008). Darüber hinaus werden in großen Unternehmen üblicherweise nicht mehr alle Aufgaben durch das gesamte Kontrollgremium wahrgenommen und stattdessen auf mehrere Ausschüsse mit bestimmten Schwerpunkten aufgeteilt. Dies sollte ebenfalls einen positiven Einfluss auf die Nachfrage nach Beratungs- und Kontrollleistungen im Allgemeinen haben bzw. den Bedarf an spezifischem Wissen erhöhen und auf diese Weise zu größeren Gremien führen (Bhagat und Black 1999). Lehn, Patro und Zhao (2009) erwarten ebenfalls einen direkten Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Größe von Kontrollorganen. Dabei argumentieren sie geradlinig und intuitiv. Die Geschäftstätigkeit von großen Unternehmen sei per Definition umfangreicher und sehr wahrscheinlich auch vielschichtiger als von kleineren Unternehmen. Große Unternehmen würden dazu tendieren, z.B. anspruchsvollere Finanzierungs- und Marketinginstrumente anzuwenden, oder dazu neigen, in eine größere Anzahl von Unternehmenszusammenschlüssen und -übernahmen involviert zu sein. Dadurch hätten sie einen größeren Informationsbedarf und notwendigerweise größere Kontrollgremien.

Weitere Unternehmenscharakteristika, welche über den Nutzen von Kontrollaktivitäten entscheiden und dadurch als Determinanten der Größe von Kontrollorganen verstanden werden können, decken sich zum Teil mit jenen, die auch darüber entscheiden, wie ausgeprägt die Agency-Problematik in Unternehmen ist. Besser gesagt sollte der Nutzen von zusätzlicher Kontrolle umso höher sein, je eher das Management in der Lage ist, seinen Handlungsspielraum zum eigenen Vorteil und zulasten der Eigentümer zu nutzen. Jensen (1986) argumentiert, dass es Manager in Unternehmen mit großen Liquiditätsüberschüssen leichter haben, eigene Ziele zu

verfolgen und ihren privaten Nutzen zu maximieren, als es ihnen dies in weniger liquiden Unternehmen möglich ist. In diesen Fällen ist die Kontrolle durch interne Systeme von besonderer Bedeutung, sodass das Management motiviert wird, Überschüsse in Form von Dividenden an die Eigentümer auszuzahlen und nicht in Projekte mit privatem Nutzen zu investieren. Ebenso wie die Liquidität kann auch das Ausmaß der Marktmacht von Unternehmen für den Handlungsspielraum des Managements eine relevante Größe darstellen. Dies erklären Gillan, Hartzell und Starks (2003) damit, dass Fehlentscheidungen des Managements in einer Situation unter geringem Wettbewerbsdruck weniger stark ins Gewicht fallen und einfacher zu bagatellisieren sind, sodass Kontrolle an Bedeutung gewinnen kann. Es verdeutlicht, wie mit zunehmender Chance des Managements, private Ziele zu verwirklichen, auch der Nutzen zusätzlicher Überwachungsaktivitäten und folglich größerer Kontrollorgane steigt.

Neben unternehmensinternen Größen beeinflussen auch Kräfte, die aus der Unternehmensumwelt wirken, die Kosten-Nutzen-Relation der Aufgaben von Kontrollgremien. Zusammenfassend bestimmt sich die Intensität dieser Kräfte anhand des Umfangs asymmetrisch verteilter Information zwischen Unternehmen und ihrer Umwelt und der Dynamik, die in dieser herrscht. Für Unternehmen, die in einer Umwelt agieren, die starke Wachstumsmöglichkeiten bietet, sind die Kosten der Kontrolle hoch, da es dadurch schwierig ist, die Entscheidungen des Managements zu beobachten und zu bewerten. Dafür verantwortlich ist, dass den Eigentümern internes Wissen und spezifische Fähigkeiten fehlen, um attraktive Projekte aus der vielfältigen Auswahl an Investitionsmöglichkeiten zu selektieren (Smith und Watts 1992; Gaver und Gaver 1993). Daraus leiten Lehn, Patro und Zhao (2009) ab, dass die Chance zum Wachstum das in großen Gremien ohnehin sehr ausgeprägte Free-Rider-Problem zusätzlich intensiviert. Damit Gremienmitglieder dennoch genügend Anreiz haben, ihrer Aufgabe nachzukommen, und bereit sind, hohe Kontrollkosten zu tragen, sollten Wachstumsunternehmen tendenziell kleinere Kontrollorgane aufweisen. Darüber hinaus führen Lehn, Patro und Zhao (2009) ein weiteres Argument für diesen Rückschluss an. Schnell wachsende Unternehmen operieren häufig in einem sehr volatilen Geschäftsumfeld und haben Herausforderungen zu bewältigen, die ein kontinuierlicher technologischer Wandel oder unstabile Marktanteile nach sich ziehen. Um diese Aufgaben zu meistern, müssen nicht zuletzt die Governance-Mechanismen von Unternehmen auf ein dynamisches Umfeld angepasst sein. Das bedeutet, es werden Strukturen benötigt, die es ermöglichen, schnell auf Veränderungen zu reagieren, wie

etwa die Unternehmensstrategie an neue Gegebenheiten anzupassen. Großen Gremien werden oftmals schwere, langsame und dadurch kostenintensive Entscheidungsprozesse unterstellt (Kogan und Wallach 1966; Lipton und Lorsch 1992; Jensen 1993). Infolgedessen sollte mit zunehmender Volatilität des Wettbewerbsumfeldes von Unternehmen die Anzahl der Mitglieder ihrer Kontrollgremien abnehmen.

Die theoretischen Argumente zu den Determinanten der Größe von Kontrollorganen wurden in einigen empirischen Studien getestet. Dabei finden alle Untersuchungen zur Anzahl der Mitglieder von Kontrollgremien monistischer Leitungsstrukturen des angelsächsischen Raums Bestätigung für ihre zentralen Hypothesen. Lehn, Patro und Zhao (2009) stützen ihre Analyse auf einen Datensatz mit 82 US-Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe, die sich über den gesamten Zeitraum der Jahre von 1935 bis 2000 am Markt behaupten konnten. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Größe der Unternehmen und der Grad ihrer geografischen Diversifikation positiv auf die Größe ihrer Kontrollgremien auswirken (siehe auch Boone et al. (2007)). Die Wachstumschancen von Unternehmen haben dagegen einen negativen Einfluss auf die Anzahl ihrer Gremienmitglieder. Zu dieser Schlussfolgerung kommen auch Mak und Roush (2000), Coles, Daniel und Naveen (2008) sowie Linck, Netter und Yang (2008).

Im Gegensatz dazu finden zwei Arbeiten mit dem Fokus auf deutsche Aufsichtsräte nur für einen Teil ihrer Annahmen in Bezug auf die Gremiengröße empirische Evidenz. Darüber hinaus sind deren Ergebnisse mitunter kontrovers. Da die Aufsichtsratsgröße deutscher Kapitalgesellschaften mit nationaler Rechtsform, wie in Abschnitt 2.2.2 erläutert, an gesetzliche Untergrenzen gebunden ist, untersuchen Gerum und Debus (2006) sowie Bermig und Frick (2011a) die Determinanten der Übergröße deutscher Aufsichtsräte. Die Größe der von Gerum und Debus (2006) untersuchten Unternehmen hat dabei einen positiven Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer freiwilligen Vergrößerung des Aufsichtsrats in Relation zu den gesetzlichen Mindestvorgaben. Dies deckt sich mit der Annahme eines höheren Bedarfs an Beratungs- und Überwachungsleistungen von größeren Unternehmen. Im Unterschied dazu ist der Einfluss der geografischen Diversifikation auf die Anzahl zusätzlicher Gremienmitglieder bei Gerum und Debus (2006) signifikant negativ. Die Produktdiversifikation der Unternehmen scheint außerdem keinen systematischen Einfluss auf die Übergröße von Aufsichtsräten zu haben. Zu dieser Einflussvariable erhalten Bermig und Frick (2011a), die Unternehmen aus dem DAX, MDAX und SDAX

untersuchen, sehr ähnliche Ergebnisse. Auch gemäß ihrer Analyse nimmt die Wahrscheinlichkeit des Überschreitens der Mindestanzahl von Aufsichtsratsmitgliedern ab, wenn das Produktportfolio eines Unternehmens größer wird oder die Diversifikation über Absatzmärkte zunimmt. Aufgrund dessen gehen Bermig und Frick (2011a) davon aus, dass der zusätzliche Beratungsbedarf mit steigender Diversifikation von Unternehmen in der Praxis scheinbar auf einem anderen Weg als einer freiwilligen Erweiterung des Kontrollgremiums gedeckt wird. Die Größe (Beschäftigtenanzahl und Jahresumsatz) der Kapitalgesellschaften aus der Stichprobe von Bermig und Frick (2011a) hat ebenfalls einen negativen Einfluss auf die Übergröße der Aufsichtsräte, was sich mit den gängigen theoretischen Argumenten nicht erklären lässt. Eine weitere bemerkenswerte Erkenntnis aus der empirischen Analyse von Bermig und Frick (2011a) bezieht sich auf die Eigentümerstruktur der untersuchten Kapitalgesellschaften. So haben Unternehmen, deren größter Eigentümer zwischen 25 % und 50 % der Anteile hält, eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit für einen um freiwillige Mitglieder erweiterten Aufsichtsrat. Diese Spannweite der Eigentümerkonzentration ist für die Verhältnisse deutscher Unternehmen jedoch relativ gering. Daher werten die Autoren ihr Ergebnis als Indiz für eine zusätzliche Nachfrage nach Kontrollleistungen von Aktionären, die an einer personellen Verstärkung des Aufsichtsrats interessiert sind.

Wie die Arbeiten von Gerum und Debus (2006) sowie Bermig und Frick (2011a) veranschaulichen, wurden bisher nur die Einflussfaktoren der Übergröße von Kontrollgremien deutscher Kapitalgesellschaften untersucht. Indem der nationale Gesetzgeber für Unternehmen mit der Rechtsform AG Untergrenzen bezüglich der Anzahl ihrer Aufsichtsräte vorgibt, gab es per se lange keine Möglichkeit, die Determinanten dieser Governance-Dimension für deutsche Unternehmen, losgelöst von starken Regulierungseinflüssen, zu analysieren. Die vorliegende Untersuchung befasst sich mit der Größe der Kontrollgremien deutscher SEs, welche die Anzahl der Mitglieder ihres Kontrollorgans bei der Gründung nahezu frei festlegen können. Dementsprechend untersucht diese Studie als erste, welche Kräfte in einem deregulierten Umfeld auf die Größe der Kontrollorgane deutscher Kapitalgesellschaften wirken. Das heißt, sie kann im Vergleich zur bisherigen Literatur dazu beitragen, auch Unternehmenscharakteristika und/oder Interessensgruppen zu identifizieren, die zu einer Verkleinerung von Kontrollgremien unter die deutschen Mindeststandards für AGs führen.

5.5 Hypothesenentwicklung zur Größe von SE-Kontrollgremien

Wie bereits verdeutlicht, sieht das Gesellschaftsrecht für SEs mit Hauptsitz in Deutschland keine Untergrenzen für die Größe ihrer Kontrollorgane vor. Unternehmen mit der Rechtsform SE können die absolute Anzahl der Mitglieder ihrer Kontrollorgane infolgedessen nahezu frei wählen. Wie ebenfalls aus Kapitel 2 hervorgeht, sind die Größe und auch die personelle Besetzung der Gremien fester Bestandteil des SE-Gründungsplans, der wiederum in die Satzung der Unternehmen eingeht. In einem ersten Schritt wird dieser Plan von den leitenden Organen der an der Gründung beteiligten Gesellschaften ausgearbeitet und in einem zweiten Schritt den Hauptversammlungen aller involvierten Unternehmen zur Abstimmung vorgelegt. Demnach sind es zwei Stakeholder-Gruppen, die maßgeblichen Einfluss auf die Größe der Kontrollgremien ausüben können. Einerseits das Management – welches zudem auch die Möglichkeit hat, den Rechtsformwechsel zur SE anzustoßen – und andererseits Eigentümer, die von ihren Stimmrechten Gebrauch machen und sich so aktiv an der Kontrolle des Unternehmens beteiligen.

Ob Eigentümer genügend Anreize haben, im Gründungsprozess einer SE einzugreifen, und versuchen, ihre eigenen Interessen durchzusetzen, das heißt auch an der Hauptversammlung in Erscheinung zu treten, hängt maßgeblich von der Höhe ihrer Eigentumsanteile ab. Das Argument hierfür wurde in der Literatur (siehe auch Abschnitt 5.3.2.3) hinlänglich diskutiert. Für Eigentümer, die nur einen geringfügigen Anteil am Unternehmen besitzen, überwiegen die Kosten von Kontrollaktivitäten den daraus entstehenden Nutzen, sodass Investitionen für sie nicht rentabel sind. Darüber hinaus profitieren alle Eigentümer im Verhältnis ihrer Unternehmensanteile von der aktiven Kontrolle eines Einzelnen, ohne sich an den dafür entstehenden Kosten beteiligen zu müssen. Das daraus resultierende klassische Free-Rider-Problem kann dagegen durch Eigentümer mit einem gewichtigen Anteil am Unternehmen überwunden werden. Sie haben aufgrund ihres finanziellen Zugeständnisses genügend Anreiz, Informationen zu sammeln und sich aktiv an der Kontrolle des Managements zu beteiligen (Demsetz und Lehn 1985; Shleifer und Vishny 1986; Pound 1995; Lehmann und Weigand 2000). Je weiter die Eigentumsanteile an einem Unternehmen daher gestreut sind, desto stärker fallen die Kosten und Vorteile der Überwachung für den Einzelnen auseinander. Als Konsequenz bedeutet dies für den Gründungsprozess einer SE, dass je mehr ein Unternehmen im Streubesitz gehalten wird, desto stärker wird die Entscheidung über die Größe des Kontrollorgans und dessen personeller Besetzung durch das Management

beeinflusst. Dagegen ist davon auszugehen, dass die Anzahl der Mitglieder des Kontrollorgans in Unternehmen mit großen, kontrollierenden Eigentümern auch maßgeblich durch diese festgelegt wird.

Die beiden folgenden Abschnitte dienen der Entwicklung von Hypothesen über den Zusammenhang von Eigentümerstrukturen und der Größe von Kontrollorganen. Von zentralem Interesse ist dabei die Fragestellung, was aus theoretischer Sicht bezüglich der Größe der Organe jeweils zu erwarten wäre, wenn entweder das Management oder kontrollierende Eigentümer diese unabhängig von anderen Interessensgruppen festlegen könnten.

5.5.1 Präferenz des Managements

Gewiss ist es nicht unumstritten, welche konkrete Funktion Kontrollorgane innerhalb von Unternehmen wahrnehmen. Manche sehen sie lediglich als eine aus rechtlichen Gründen unabdingbare Institution, denen in der Praxis keine bedeutende Aufgabe zukommt (Adams, Hermalin und Weisbach 2010). Die Literatur zur Funktionsweise und Effizienz entsprechender Gremien konzentriert sich stark auf die Rolle des Kontrolleurs, dessen Aufgabe darin besteht, das Agency-Problem des Typs I²³ zu mildern. Durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle in Kapitalgesellschaften entsteht für das Management ein diskretionärer Handlungsspielraum. Dieser soll durch den Einsatz von Kontrollgremien eingeschränkt werden, indem diese die Leitung des Unternehmens überwachen und darüber hinaus sanktionieren bzw. austauschen, falls sie nicht im Sinne der Eigentümer handelt (Fama 1980; Hermalin und Weisbach 1998; Coles, Daniel und Naveen 2008). Da dem Management typischerweise unterstellt wird, eigene Ziele zu verfolgen, die nicht unbedingt im Einklang mit denen der Eigentümer stehen, sollte es daran interessiert sein, die Größe des Kontrollorgans im Zuge einer SE-Gründung so zu wählen, dass es in seiner Funktion als Kontrolleur so weit wie möglich eingeschränkt ist.

Vom theoretischen Standpunkt betrachtet ist die Richtung des Zusammenhangs von der Größe der Gremien und deren Leistungsfähigkeit in Bezug auf ihre Kontrollfunktion nicht eindeutig. Der bedeutendste Vorteil größerer Gremien wird darin gesehen, dass durch eine größere Anzahl beteiligter Personen auch ein breiteres Spektrum an Kompetenzen und Sachverstand vertreten ist. Es kann bei der Entscheidung über strategische Alternativen auf eine größere Wissensbasis zurückgegriffen werden, sodass diese von einer höheren Qualität geprägt sein sollten (Pearce und Zahra 1992). Darüber

²³ Für eine ausführliche Erklärung dieses Begriffs siehe Abschnitt 5.2.

hinaus steigt mit zunehmender Teamgröße der generelle Umfang an Ressourcen, der zur Lösung eines Problems zur Verfügung steht (Hambrick und D'Aveni 1992; Halebian und Finkelstein 1993). Diese Eigenschaften sind sowohl für die beratende als auch die kontrollierende Funktion von Kontrollgremien vorteilhaft (Lehn, Patro und Zhao 2009).

Demgegenüber gewinnen zwei grundlegend negative Eigenschaften von Gruppen mit zunehmender Personenanzahl an Gewicht, die deren Handlungsfähigkeit einschränken können. Zum einen erhöhen sich mit steigender Gruppengröße sowohl die Koordinations- als auch die Kommunikationskosten zwischen den Mitgliedern. Die größere Vielfalt an unterschiedlichen Meinungen – die einerseits zu qualitativ hochwertigeren Beschlüssen führen kann – macht die Entscheidungsfindung jedoch grundsätzlich auch langwieriger und kostenintensiver (Yermack 1996; Cheng 2008). Zusätzlich können kleinere Gruppen vorteilhaft sein, wenn die zu lösenden Probleme relativ trivial sind (Hare 1952). Zum anderen spricht für eine effektivere Kontrolle durch kleinere Gruppen, dass diese weniger stark dem Free-Rider-Problem unterliegen, das sich mit jedem zusätzlichen Gruppenmitglied verschärft. In dieser Hinsicht unterliegen Kontrollorgane prinzipiell denselben Mechanismen wie die Eigentümer von Unternehmen selbst. Je größer die Gruppe, desto geringer ist der durchschnittliche Einfluss des einzelnen Gremienmitglieds auf die Entscheidungen des Kollektivs. Folglich steigt auch die Differenz zwischen Kosten und Nutzen von Investitionen in aktive Kontrolle für das einzelne Mitglied mit zunehmender Gruppengröße, sodass der Anreiz zur Überwachung des Managements geringer wird (Lipton und Lorsch 1992; Jensen 1993).

Diese Betrachtungsweise greifen Raheja (2005) sowie Harris und Raviv (2008) auf und formalisieren sie mittels modelltheoretischer Ansätze. Die Ergebnisse beider Arbeiten deuten darauf hin, dass die Effektivität der Kontrolle aufgrund von Free-Riding eine abnehmende Funktion der Größe von Organen ist. Sowohl Lipton und Lorsch (1992) als auch Jensen (1993) unterstreichen diesen Zusammenhang, indem sie die soziale Interaktion innerhalb von Gremien näher betrachten. Lipton und Lorsch (1992) bemängeln die generellen Verhaltensnormen in den Kontrollorganen und unterstellen deren Mitgliedern, die Leistung des Managements ohnehin viel zu selten infrage zu stellen und zu kritisieren. Sie gehen davon aus, dass dieses Verhalten in größeren Boards ausgeprägter ist, und sprechen daher die Empfehlung aus, die Anzahl der Organmitglieder auf acht oder neun Personen zu beschränken. Ferner äußern Lipton und Lorsch (1992) die Vermutung, dass der primäre Nutzen großer Gremien – Umfang der zur Verfügung

stehenden Wissensbasis – durch deren Kosten – verlangsamte Entscheidungsfindung und abnehmende Kritikfreudigkeit – überkompensiert wird. Jensen (1993) folgt dieser Argumentation weitestgehend. Er hält es für relativ wahrscheinlich, dass die Effektivität von Kontrollorganen ab einer Anzahl von acht Personen zurückgeht. Dafür verantwortlich macht er Höflichkeit und Harmoniebedürftigkeit, zu deren Gunsten ab einer bestimmten Gruppengröße die offene Kritik an der Leistung des Managements weicht. Aus diesem Grund seien größere Gruppen auch leichter durch das Management, insbesondere den Vorstandsvorsitzenden, zu kontrollieren, was wiederum zu einer gewissen Zementierung solcher Strukturen führe.

Diese hypothesierte Korrelation über die Stärke des Einflusses von Vorstandsvorsitzenden auf die Struktur von Kontrollgremien untersuchen Hermalin und Weisbach (1998) in einem theoretischen Beitrag. In ihrem Modell betrachten sie einen Vorstandsvorsitzenden, der am Ende jeder Periode anhand des Unternehmenserfolgs beurteilt wird. Auf dieser Grundlage bilden die Mitglieder des Kontrollorgans Erwartungen über die Kompetenz des Vorstandsvorsitzenden und müssen sich anschließend jeweils zwischen zwei Alternativen entscheiden. Entweder sie wählen einen neuen Vorsitzenden aus dem Bewerberpool geeigneter Kandidaten, oder sie müssen sich mit dem amtierenden Vorstandsvorsitzenden auf Verhandlungen hinsichtlich dessen Vergütung und der Struktur seines Gremiums einlassen. Als Resultat halten Hermalin und Weisbach (1998) fest, dass mit steigender Verhandlungsmacht des Vorstandsvorsitzenden die Unabhängigkeit des Kontrollorgans abnimmt. Diese Abhängigkeit ist umso größer, je länger er im Unternehmen überlebt bzw. je stärker seine Kompetenz als kritische Ressource des Unternehmens betrachtet wird. Erfolgreiche CEOs haben also eine Präferenz für abhängige Direktoren, die in der Regel als weniger objektive Kontrolleure gesehen werden. Dadurch reduziert sich auch gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit einer künftigen Entlassung des Vorstandsvorsitzenden durch das Kontrollorgan²⁴.

Adams, Hermalin und Weisbach (2010) knüpfen an dieses Ergebnis an und interpretieren es nicht nur im Hinblick auf die Zusammensetzung von Gremien, sondern auch bezüglich der Größe: „If larger boards are less vigilant – effectively less independent

²⁴ Eine weitaus extremere Sichtweise auf die Beherrschung von Kontrollorganen durch CEOs vertreten Bebchuk und Fried (2005). Sie sprechen den Gremien jegliche Kontroll- und Beratungsfunktion ab und gehen davon aus, dass deren Mitglieder vollständig durch den CEO beeinflusst sind und immer zu dessen Gunsten entscheiden. Daneben finden Bebchuk und Cohen (2005) in einer empirischen Untersuchung, dass Unternehmen mit einem Management, das gut vor einem Austausch geschützt ist, eine vergleichsweise geringere Leistung aufweisen.

– then the logic of the Hermalin and Weisbach model suggests a successful CEO will bargain to increase the size of the board. [...] Larger boards will be less responsive to a signal of poor performance than smaller boards.“ (Adams, Hermalin und Weisbach 2010, S. 73). Faleye (2003) testet diesen Zusammenhang in einem empirischen Artikel. Er untersucht, ob es eine systematische Verbindung zwischen der Anzahl von Mitgliedern des Kontrollorgans und unterschiedlichen Aspekten im Austauschverfahren von Vorstandsvorsitzenden gibt. Seine Ergebnisse zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit des Austausches eines Vorstandsvorsitzenden durch das Kontrollorgan mit steigender Gremiengröße abnimmt. Ebenso scheinen größere Organe eher dazu zu neigen, einen abhängigen Direktor aus den eigenen Reihen als Nachfolger für einen abgesetzten Vorstandsvorsitzenden zu berufen.

Vor diesem überwiegend theoretischen Hintergrund lassen sich über den Einfluss und die Präferenz des Managements bei der Festlegung der Größe des Kontrollorgans im SE-Gründungsprozess zwei wesentliche Merkmale identifizieren: 1) Je weniger die Eigentümer der Unternehmen einen Anreiz haben, sich aktiv an der Kontrolle zu beteiligen, das heißt, je höher der Anteil des Streubesitzes an der Eigentumsstruktur des jeweiligen Unternehmens ist, desto stärker kann das Management die Größe und die personelle Besetzung der Organe beeinflussen. 2) Angenommen mit der Größe von Gremien steigt das Ausmaß an Free-Riding und/oder nimmt die Kritikfreudigkeit an der Leistung des Managements ab. Dann sollte mit steigendem Einfluss des Managements auf den Gründungsplan einer SE zu beobachten sein, dass die Wahrscheinlichkeit einer systematischen Verkleinerung von Kontrollgremien unter die gesetzlichen Mindeststandards deutscher AGs abnimmt. In Kombination führen 1) und 2) zu folgender Hypothese, die in Kapitel 5.6 empirisch getestet wird:

***Hypothese 1:** Je höher der gestreute Eigentumsanteil von Unternehmen, desto geringer die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des Kontrollorgans unter das gesetzliche Mindestmaß deutscher AGs.*

5.5.2 Präferenz großer und kontrollierender Eigentümer

Die zweite Interessensgruppe, die neben dem Management maßgeblichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Governance im SE-Gründungsprozess nehmen kann, sind die Eigentümer der ursprünglichen Kapitalgesellschaften. Wie bereits diskutiert, haben große Aktionäre aufgrund ihres finanziellen Engagements eine ausreichend starke Motivation, ihre Investitionen zu schützen bzw. Gebrauch von ihren Stimmrechten zu machen. Sie

verfügen zudem über genügend Macht, um ihre eigenen Interessen auch vertreten zu können. Großen, kontrollierenden Eigentümer wird folglich zugesprochen, das Agency-Problem des Typs I zu mildern, da Eigentum und Kontrolle für ihre Unternehmensanteile nicht auseinanderfallen. Der Handlungsspielraum des Managements ist daher begrenzt, sodass es stärker daran gehindert wird, erwirtschaftete Überschüsse in private Projekte zu investieren (Berle und Means 1932; Shleifer und Vishny 1986; Huddart 1993; Lehmann und Weigand 2000).

Allerdings wird Eigentümern, die sich aktiv an der Kontrolle von Unternehmen beteiligen, gleichzeitig aber auch angelastet, weitere Kontrollkosten zu erzeugen (Agency-Problem, Typ II). Aufgrund der Konzentration von Eigentumsanteilen in den Händen eines oder einiger weniger dominierender Eigentümer haben diese die Möglichkeit, die Ausrichtung des Unternehmens nach ihren eigenen Vorstellungen zu beeinflussen (Entrenchment). Diese muss nicht zwangsläufig mit den Vorstellungen kleinerer Eigentümer übereinstimmen, wodurch ein Interessenskonflikt entstehen kann. Oder weitaus grundlegender: Großaktionäre verfügen über genügend Einfluss, um sich selbst im Vergleich zu Eigentümern, die nur einen geringen Anteil am Unternehmen halten, in vielerlei Hinsicht besserzustellen (Holderness und Sheehan 1988; Faccio und Lang, Larry H. P. 2002; Morck, Wolfenzon und Yeung 2005).

Anhand dieser Überlegungen lassen sich Erwartungen über den Einfluss großer und kontrollierender Eigentümer auf die Größe des Kontrollorgans von SEs ableiten. Sollten Großaktionäre ein generelles Interesse haben, Unternehmensressourcen für private Zwecke zu verwenden (Expropriation), und somit auch daran interessiert sein, ihren Einfluss im Unternehmen in Relation zu ihren Eigentumsanteilen zu stärken (Entrenchment), bietet der SE-Gründungsprozess eine Möglichkeit, diesen Bedürfnissen nachzukommen. Je höher der Stimmrechtsanteil eines Aktionärs, desto stärker kann er auf der Hauptversammlung, in welcher über die Pläne zur Gründung einer SE abgestimmt wird, auf diese einwirken. Damit geht einher, dass mit zunehmendem Eigentumsanteil auch der Einfluss auf die Größe und die personelle Besetzung des Kontrollorgans der neuen Gesellschaft steigt. In diesem Gremium sind Aktionäre mit einem bedeutenden Eigentumsanteil typischerweise ohnehin persönlich oder durch einen Repräsentanten vertreten. Wird über den Gründungsplan eine Verkleinerung des Kontrollorgans durchgesetzt, lassen sich auf diese Weise Entrenchment-Bestrebungen verwirklichen, da die Stimme des Einzelnen innerhalb des Gremiums an Gewicht gewinnt. Gelingt es großen Anteilseignern, auch auf die personelle Besetzung Einfluss zu nehmen, indem sie

amtierende Gremienmitglieder durch ihre Interessenvertreter ersetzen, können diese Aktionäre ihre Macht weiter ausbauen. Zusammengefasst haben kontrollierende Eigentümer die Chance, aus einer SE-Gründung gestärkt hervorzugehen. Wird eine Reduktion der Mitglieder des Kontrollgremiums erreicht, begünstigt dies die Umsetzung von Expropriationsaktivitäten. Ob große Eigentümer diese Gelegenheit systematisch nutzen, lässt sich mittels Hypothese 2a testen.

Hypothese 2a: *Je höher der Eigentumsanteil des größten Eigentümers, desto höher die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des Kontrollorgans unter das gesetzliche Mindestmaß deutscher AGs.*

Neben Lehmann und Weigand (2000) geben weitere Autoren (Short 1994; Pedersen und Thomsen 1997) zu bedenken, dass die Größe von Eigentümern allein nicht zwangsläufig darüber bestimmt, ob ein Interesse daran besteht, aktiv am Unternehmen zu partizipieren. Viel entscheidender als die Konzentration von Eigentumsrechten an einem Unternehmen kann in dieser Hinsicht die Frage sein, von wem Anteile am Unternehmen gehalten werden. Cubbin und Leech (1983) klassifizieren Eigentümer dabei in Insider und Outsider und unterstellen den Ersteren, zu denen typischerweise Familien, verbundene Unternehmen und Banken gezählt werden, eine stärkere Motivation und Qualifikation zur aktiven Kontrolle als institutionellen Investoren wie beispielsweise Pensionsfonds (Outsider). Eine analoge Auffassung vertreten Thomsen und Pedersen (2000). Sie gehen davon aus, dass sich Eigentümer in folgenden Dimensionen unterscheiden: Höhe des Vermögens; Kapitalkosten; Kompetenzen; Präferenzen, Unternehmenseigentum für die Befriedigung privater Interessen zu verwenden. Diese Heterogenität der Eigenschaften von Eigentümern führe auch dazu, dass sich die Art und Weise der Ausübung von Eigentumsrechten unterscheidet. Daran anschließend betrachten Pedersen und Thomsen (2003) die Konzentration von Eigentumsrechten und die Persönlichkeit von Eigentümern als zwei getrennte, jedoch voneinander abhängige Dimensionen der Eigentümerstruktur. Genauer noch, über die Persönlichkeit der Eigentümer ließen sich ihre Präferenzen und Ziele abbilden. Die Konzentration von Eigentumsrechten drücke dagegen aus, wie viel Macht und Anreiz Aktionäre haben, diese Ziele zu verwirklichen.

Inwieweit sich Eigentümer den SE-Gründungsprozess zunutze machen, um ihren eigenen Einfluss im Unternehmen nachhaltig zu stärken, sollte sich daher nicht nur anhand des kumulierten Anteils ihrer Eigentumsrechte entscheiden. Dieser ist für die untersuchte Fragestellung zwar relevant, da er abbildet, ob Eigentümer theoretisch über

genügend Macht verfügen, aktiv in das Verfahren der Unternehmensgründung einzugreifen. Wenn daneben allerdings auch die Eigentümerpersönlichkeit Einfluss auf die generelle Motivation nimmt, sich an der Unternehmensüberwachung zu beteiligen – was in dieser Untersuchung als Grundvoraussetzung für Entrenchment und Expropriation gesehen wird –, sollte zudem eine Größe berücksichtigt werden, die es vermag, Kontrolle spezifischer abzubilden. Eine Möglichkeit, wie Eigentumsrechte aktiv ausgeübt werden können, ist über die operative Beteiligung am Kontrollgremium von Unternehmen. Wenn Eigentümer dort vertreten sind, können sie über eine Veränderung der Mitgliederanzahl ihre Macht im Unternehmen direkt beeinflussen. Sollten unter den Eigentümern folglich Entrenchment- und Expropriationsbestrebungen bestehen, ist zu erwarten, dass die Wahrscheinlichkeit einer Reduktion der Mitglieder des Kontrollorgans durch eine SE-Gründung steigt, wenn Eigentumsanteile von Mitgliedern dieses Gremiums gehalten werden. Dieser Zusammenhang wird anhand von Hypothese 2b getestet.

Hypothese 2b: *Je höher der Eigentumsanteil von Mitgliedern des Kontrollorgans, desto höher die Wahrscheinlichkeit seiner Verkleinerung unter das gesetzliche Mindestmaß deutscher AGs.*

Eine zunehmende Anzahl an Arbeiten, welche die Relevanz von Eigentümerstrukturen für das Auftreten von Entrenchment und Expropriation untersucht, kritisiert, dass sich vorangegangene Studien zu diesem Zweck lediglich auf den Einfluss des größten Eigentümers konzentrieren. Dadurch werden weitere Aktionäre mit ebenfalls einem bedeutenden Anteil am Unternehmen implizit als eine homogene Gruppe betrachtet, die weder einen Anreiz hat noch über genügend Macht verfügt, sich aktiv an der Kontrolle des Unternehmens zu beteiligen (Maury und Pajuste 2005; Laeven und Levine 2008). Die Existenz zusätzlicher bedeutender Eigentümer am Unternehmen, neben jenem mit dem größten Eigentumsanteil, kann jedoch einen disziplinierenden Effekt haben, sodass dieser an Entrenchment und Expropriation gehindert wird. Einerseits ist denkbar, dass sich kleinere Eigentümer in einer Koalition zusammenschließen und dadurch einen gewichtigen Eigentumsanteil erreichen, der sie für stärkere Kontrollaktivitäten legitimiert. Andererseits kann eine zusätzliche Kontrolle des größten Eigentümers als Ergebnis eines internen Kontrollwettbewerbs zwischen kleineren Aktionären resultieren (Bennedson und Wolfenzon 2000; Attig, Guedhami und Mishra 2008). Dem entgegengesetzt argumentieren einige Autoren, dass die Interessen des größten Aktionärs

und die weiterer Eigentümer mit einem wesentlichen Anteil nicht zwangsläufig auseinanderfallen müssen. So kann es für diese Gruppe lohnend erscheinen, zu kooperieren, um im Kollektiv ihre privaten Interessen mit Unternehmensressourcen zulasten sehr kleiner Aktionäre zu befriedigen (Winton 1993; Zwiebel 1995; Kahn und Winton 1998).

Die Ergebnisse neuerer empirischer Arbeiten (Attig, Guedhami und Mishra 2008; Laeven und Levine 2008; Attig et al. 2013) sprechen dafür, dass die Existenz mehrerer einflussreicher Aktionäre zu einer verbesserten internen Kontrolle und dadurch zu einer Reduktion des Agency-Problems vom Typ II führt. Vor diesem Hintergrund lassen sich auch für den Zusammenhang von Eigentumsstrukturen und der Größe von Kontrollgremien von SEs Erwartungen ableiten. Die Entscheidung über die Größe des Kontrollorgans liegt umso weniger beim größten Aktionär, und dessen Entrenchment- und Expropriationsanstrengungen werden umso besser abgewehrt, je mehr Anteile von weiteren kontrollierenden Eigentümern gehalten werden. Es müsste also zu beobachten sein, dass der größte Eigentümer seinen Einfluss durch eine Verkleinerung des Kontrollgremiums weniger stärken kann, wenn neben ihm weitere Eigentümer mit einem bedeutenden Anteil am Unternehmen präsent sind. Diese erwartete Beziehung spiegelt Hypothese 2c wider.

***Hypothese 2c:** Je mehr Eigentumsanteile, neben dem dominierenden Aktionär, von weiteren entscheidenden Anteilseignern gehalten werden, desto geringer die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des Kontrollorgans unter das gesetzliche Mindestmaß deutscher AGs.*

5.6 Empirische Analyse zum Einfluss von Eigentümerstrukturen auf die Größe von SE-Kontrollgremien

Der folgende Abschnitt beinhaltet eine empirische Analyse zum Test der in Abschnitt 5.5 hergeleiteten Hypothesen über den Zusammenhang von Eigentümerstrukturen und der Größe der Kontrollgremien von SEs. Die Basis hierfür bildet ein selbst erhobener Querschnittsdatensatz auf Unternehmensebene, der auf der Grundlage verschiedener Quellen zusammengestellt wurde. Die einzelnen Unterabschnitte befassen sich nacheinander mit der Datengrundlage (Abschnitt 5.6.1), den verwendeten Variablen und deskriptiven Statistiken (Abschnitt 5.6.2), der methodischen Vorgehensweise (Abschnitt 5.6.3) sowie der Präsentation und Interpretation von Regressionsergebnissen (Abschnitt 5.6.4).

5.6.1 Datengrundlage

Der Ausgangspunkt für den verwendeten Datensatz war die European Company Database (ECDB) des European Trade Union Institutes (ETUI)²⁵. Ausgewählt wurden alle SEs, die zum Ende des Jahres 2014 (12/2014) in einem deutschen Handelsregister eingetragen waren und ihren Hauptsitz in Deutschland hatten. Zu diesen 293 Unternehmen wurden jeweils Informationen zum Gründungsjahr und zum Leitungssystem (monistisch/dualistisch) über die ECDB erhoben. Alle weiteren Variablen zur Governance, Eigentümerstruktur, Branche, Internationalität, Beschäftigtenanzahl und zu den finanziellen Größen der Unternehmen wurden mittels Abfragen in der Unternehmensdatenbank Bisnode²⁶, ebenfalls zum Stand 12/2014, erfasst. Die Anzahl der Mitglieder des Kontrollorgans, die als Basis zur Berechnung der abhängigen Variable der Untersuchung dient, war in Bisnode für 92 der 293 deutschen SEs hinterlegt. Fehlende Angaben zur Eigentümerstruktur, welche die Berechnungsgrundlage der zentralen unabhängigen Variablen ist, sind die Ursache dafür, dass sich die Anzahl der Beobachtungen teils weiter reduziert und einige Regressionsergebnisse in Abschnitt 5.6.4 auf 82 Unternehmen beruhen.

Der verwendete Datensatz dieses Kapitels unterscheidet sich von jenen vorhergehender Studien, welche die Determinanten der Größe von Kontrollorganen untersuchen, dahin gehend, dass er lediglich Informationen zu Unternehmen mit der Rechtsform SE enthält. Dies hat sowohl Vor- als auch Nachteile. Zu den Vorteilen lässt sich die Heterogenität der beobachteten Unternehmen – vor allem in Bezug auf ihre Größe – zählen. Es werden also nicht nur, wie in den meisten anderen Studien mit diesbezüglichem Fokus, große, etablierte und börsennotierte Unternehmen berücksichtigt. Der ausschlaggebende Vorteil, sich auf SEs zu konzentrieren, lässt sich allerdings darin sehen, dass diese Unternehmen bis zum Zeitpunkt ihres Rechtsformwechsels teilweise staatlicher Regulierung bezüglich ihrer Governance-Struktur unterlagen. Die Rechtsform SE erlaubt hingegen eine flexible Anpassung der Governance in mehreren Dimensionen, wozu auch die Festlegung der Größe von Kontrollgremien zählt. Wenn Governance-Strukturen wie häufig

²⁵ Die Angaben zum Gründungsdatum und Leitungssystem der SEs sind frei verfügbar unter www.ecdb.worker-participation.eu. Für eine ausführliche Beschreibung der European Company Database (ECDB) und des European Trade Union Institutes (ETUI) siehe Abschnitt 3.4.

²⁶ Nach eigenen Angaben verfügt Bisnode über umfassende Daten zu mehr als 5,1 Millionen deutschen, 97 Millionen europäischen und 235 Millionen Unternehmen weltweit (www.bisnode.de). Bisnode entstand im Jahr 2013 aus einem Zusammenschluss, an dem unter anderem das Unternehmen Hoppenstedt Firmeninformationen beteiligt war.

angenommen die bestmögliche Antwort von Unternehmen auf ihre ganz spezifischen Governance-Probleme sind (Hermalin und Weisbach 2003; Adams, Hermalin und Weisbach 2010), kann der Rechtsformwechsel zur SE über die damit einhergehende Flexibilität zu einer signifikanten Änderung von Governance-Strukturen führen. Dadurch eignet sich die Auswahl der Unternehmen besonders, um zu verstehen, von welchen Faktoren mögliche Anpassungsprozesse, auch hinsichtlich der Größe von Kontrollgremien, beeinflusst werden.

Demgegenüber weist die Datenbasis aber auch zwei Schwächen auf, die sich auf die Aussagekraft empirischer Ergebnisse auswirken können. Der erste Nachteil lässt sich darin sehen, dass keine Informationen über die Größe der Kontrollgremien vor bzw. während des Gründungsprozesses der SE zur Verfügung stehen. Folglich ist es nicht möglich, absolute Veränderungen und insbesondere eine Vergrößerung der Kontrollgremien im Zuge des SE-Gründungsprozesses zu beobachten. Da die Untersuchung jedoch auf eine Verkleinerung von Gremien fokussiert ist und, wie der folgende Abschnitt zeigt, die Konstruktion der anhängigen Variable für einen vergleichsweise konservativen Test des untersuchten Zusammenhangs sorgt, sollten interessierende Effekte überdies eher unter- als überschätzt werden. Die zweite Schwäche der verwendeten Stichprobe bezieht sich auf die Anzahl der Mitglieder von Kontrollorganen und die Eigentümerstrukturen der Unternehmen. Beide Größen könnten sich über den Zeitraum von der SE-Gründung bis zum Jahresende 2014, der sich im Maximum über sieben Jahre erstreckt (siehe Tabelle 12), verändert haben. Im Fall von starken Abweichungen wäre die Beziehung zwischen der Größe von Kontrollgremien und der Beschaffenheit von Eigentumsanteilen nur ungenau abgebildet. Da Art. 46 Abs. 1 SE-VO die Bestellung von Organmitgliedern der SE auf bis zu sechs Jahre erlaubt, seit dem Rechtsformwechsel für das durchschnittliche Unternehmen in den Daten jedoch nur 3,12 Jahre vergangen sind, sollte auch dieses Defizit die Aussagekraft von Ergebnissen nicht schwerwiegend beeinflussen.

5.6.2 Variablen und deskriptive Statistiken

Tabelle 11 gibt einen Überblick über alle Variablen, die in den folgenden Modellschätzungen verwendet werden. Die erste Kategorie – Kontrollgremium – beinhaltet dabei alle Größen, die Auskunft über die Anzahl der Aufsichts-/Verwaltungsratsmitglieder der untersuchten SEs geben. Unter Eigentü-

Tabelle 11: Übersicht Variablen zur Größe von SE-Kontrollgremien

Variable	Beschreibung	Quelle
Kontrollgremium		
AR/VR<AG	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Kontrollorgan (Aufsichts- oder Verwaltungsrat) weniger Mitglieder aufweist als nach § 95 AktG	Bisnode [†]
Aufsichtsrat	Anzahl der Mitglieder des Aufsichtsrats	Bisnode
Verwaltungsrat	Anzahl der Mitglieder des Verwaltungsrats	Bisnode
Eigentümerstruktur		
Streubesitz	Kumulierter Anteil (%) von Stimmrechten, die von Stimmberechtigten mit weniger als 3 % gehalten werden	Bisnode
Gestreut	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Eigentumsstruktur Streubesitzanteile enthält	Bisnode [†]
Streubesitz25	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Eigentumsstruktur einen Streubesitzanteil > 0 % und ≤ 25 % aufweist	Bisnode [†]
Streubesitz2550	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Eigentumsstruktur einen Streubesitzanteil > 25 % und ≤ 50 % aufweist	Bisnode [†]
Streubesitz50	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Eigentumsstruktur einen Streubesitzanteil > 50 % aufweist	Bisnode [†]
Größter	Prozentualer Anteil des größten Eigentümers	Bisnode
Eigentumsanteil25	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn der größte Eigentümer mehr als 25 % der Eigentumsanteile hält	Bisnode [†]
Eigentumsanteil50	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn der größte Eigentümer mehr als 50 % der Eigentumsanteile hält	Bisnode [†]
Eigentumsanteil75	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn der größte Eigentümer mehr als 75 % der Eigentumsanteile hält	Bisnode [†]
AnteileAR/VR	Kumulierter Eigentumsanteil (%), der von Aufsichts- oder Verwaltungsratsmitgliedern gehalten wird	Bisnode
Eigentumsanteil2345	Kumulierter Eigentumsanteil (%), der zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten Eigentümer	Bisnode [†]
Kontrollvariablen		
Mitarbeiter	Anzahl der Beschäftigten in Tsd.	Bisnode
International	Anzahl Unternehmensbeteiligungen weltweit (ohne Deutschland)	Bisnode
EWR	Anzahl Unternehmensbeteiligungen im EWR (ohne Deutschland)	Bisnode
Leitungssystem	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn einstufiges Leitungssystem implementiert wurde	ECDB
Kapital	Grundkapital in Mio. €	Bisnode
AlterSE	Anzahl der Jahre seit Rechtsformwechsel zu SE (hdt.)	ECDB [†]
AlterUN	Anzahl der Jahre seit Unternehmensgründung (hdt.)	Bisnode [†]
Diversifikation	Anzahl der Branchen mit Geschäftstätigkeit	Bisnode [†]
Produktion	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn Aktivität in den SIC-Kategorien 01-09 / 10-14 / 15-17 / 20-39	Bisnode [†]
Handel	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn Aktivität in den SIC-Kategorien 50-51 / 52-59	Bisnode [†]
Dienstleistungen	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn Aktivität in den SIC-Kategorien 40-49 / 50-60 / 70-98	Bisnode [†]
Mitbestimmung	Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn unter AG DrittelbG oder MitbestG greifen würde	Bisnode [†]

[†] eigene Berechnung

merstruktur, der zweiten Kategorie, finden sich einerseits Variablen zum Streubesitz der Unternehmen und andererseits zu den Eigentumsanteilen, die von den größten Eigentümern bzw. von Aufsichts-/Verwaltungsratsmitgliedern gehalten werden. Kategorie drei umfasst eine Darstellung der Kontrollvariablen. Die zumeist selbsterklärenden Variablennamen sind dabei um eine detailliertere Beschreibung und eine Quellenangabe ergänzt.

5.6.2.1 Abhängige Variable

Der Einfluss von Eigentümerstrukturen auf die Größe von Kontrollgremien wird anhand der abhängigen Dummy-Variable *AR/VR<AG* getestet. Wie bereits erwähnt, ist die absolute Mitgliederanzahl der untersuchten Aufsichts-/Verwaltungsräte zum Zeitpunkt der SE-Gründung durch die verwendeten Daten nicht abgedeckt. Aufgrund dessen beruht die Variable *AR/VR<AG* auf einem Vergleich der Mitarbeiterzahlen der SEs mit den gesetzlichen Vorgaben des deutschen AktG/MitbestG zur Mindestgröße von Kontrollgremien in deutschen Kapitalgesellschaften. Dabei ist entscheidend, wie groß der Aufsichtsrat-/Verwaltungsrat des jeweiligen Unternehmens mindestens sein müsste, wenn es unter der Rechtsform einer deutschen AG firmieren würde. Die Variable nimmt also immer den Wert 1 an, wenn 1) SEs grundsätzlich ein Kontrollorgan mit weniger als drei Mitgliedern implementiert haben (§ 95 AktG); 2) SEs mit mehr als 10.000 Arbeitnehmern über Aufsichts-/Verwaltungsräte mit weniger als zwölf Mitgliedern verfügen (§ 7 Abs. 1 Nr. 1 MitbestG); 3) SEs mit einem Mitarbeiterstamm größer 20.000 Arbeitnehmern die Mindestanforderung nach § 7 Abs. 1 Nr. 2 MitbestG von 20 Gremiumsmitgliedern unterschreiten.

5.6.2.2 Theoretisch fundierte unabhängige Variablen

Der Einfluss des Managements auf die Größe von Kontrollgremien im SE-Gründungsprozess wird anhand von mehreren Variablen getestet, die sich aus Variationen der in Streubesitz gehaltenen Unternehmensanteile ergeben. Die Variable *Streubesitz* misst dabei den absoluten prozentualen Streubesitzanteil von Unternehmen. Die Unternehmensdatenbank Bisnode folgt bei der Klassifikation von Streubesitzanteilen § 21 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). Darin ist geregelt, dass alle Stimmberechtigten, die durch Veräußerung, den Erwerb oder auf eine andere Weise 3 Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten der BRD erreichen, überschreiten oder unterschreiten, verpflichtet sind, dies sowohl dem Emittenten als auch der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mitzuteilen. *Streubesitz* setzt sich folglich aus

allen Eigentumsanteilen zusammen, die von Stimmberechtigten mit einem Anteil von unter 3 Prozent gehalten werden.

Dies bildet die Grundlage für die Dummy-Variablen *Gestreut*, *Streubesitz25*, *Streubesitz2550* und *Streubesitz50*. *Gestreut* nimmt immer den Wert 1 an, wenn sich in der Eigentumsstruktur von Unternehmen Streubesitzanteile finden. Sie lässt sich dazu verwenden, um die Kontrollorgangrößen von Unternehmen, die durch das Management beeinflusst sein können, mit jenen zu vergleichen, bei deren Ausgestaltung das Management theoretisch keinen Handlungsspielraum hatte. Wie in Abschnitt 2.2.4 anhand der relevanten gesetzlichen Grundlagen gezeigt, wird die Größe und Ausgestaltung der Kontrollorgane von SEs über einen Vorschlag zur Satzungsänderung bzw. eine neue Satzung festgelegt, der unter anderem vom Management der originären Gesellschaft(en) ausgearbeitet wird. Die Chance für das Management, diesen Vorschlag an seinen eigenen Interessen auszurichten und vor der Hauptversammlung behaupten zu können, sollte sich maßgeblich darüber bestimmen, wie viel Verfügungsgewalt auf aktive Eigentümer entfällt. Demnach orientieren sich die Variablen *Streubesitz25* (= 1, wenn *Streubesitz* > 0 und < 25 %), *Streubesitz2550* (= 1, wenn *Streubesitz* > 25 und < 50 %) und *Streubesitz50* (= 1 wenn *Streubesitz* > 50%) an den dafür relevanten gesetzlichen Schwellenwerten²⁷. Der Handlungsspielraum des Managements, gemessen über Streubesitzanteile, sollte am höchsten sein, wenn es keinen Eigentümer geben kann, der aufgrund seiner kumulierten Eigentumsanteile eine Sperrminorität hat. In diesem Bereich (Streubesitzanteil > 75 %) befinden sich jedoch nur vier Unternehmen, sodass die Aussagekraft einer diesbezüglichen Dummy-Variable nur sehr gering wäre. Allerdings haben drei von diesen vier Unternehmen im Zuge der SE-Gründung ihr Kontrollorgan nicht verkleinert.

Der Einfluss der Eigentümer auf die Größenentscheidung des Kontrollorgans im SE-Gründungsprozess wird mithilfe von Variablen modelliert, die sich auf die Anteile der größten Aktionäre beziehen. Möglicherweise mag an dieser Stelle die Frage aufkommen, warum die Untersuchung dieses Zusammenhangs nicht gleichzeitig über die

²⁷ § 179 AktG zufolge kann ein Kapitalgeber mit mehr als 25 % der Eigentums-/Stimmrechtsanteile an einem Unternehmen alle Beschlüsse, die eine ¾-Mehrheit des Grundkapitals in der Hauptversammlung benötigen und zu einer Satzungsänderung führen, blockieren (Sperrminorität). Mit einem Eigentumsanteil von über 50 % besitzt ein einzelner Aktionär die absolute Mehrheit (Majorität) an einem Unternehmen. Ab einem Anteil von 75 %, die ein Kapitalgeber auf sich vereint, spricht man von einer völligen Beherrschung. Der Eigentümer hat dann die Macht, seine eigenen Interessen in der Hauptversammlung über eine Satzungsänderung durchzusetzen und alle Mandate des Aufsichtsrates wahrzunehmen.

Variablen zum Streubesitz abgedeckt ist, da alle Anteile, die sich nicht in Streubesitz befinden, per Definition durch theoretisch aktive Eigentümer gehalten werden sollten. Einerseits ist der Einfluss des Managements jedoch nur aus Mangel an Alternativen über die Variablen zum Streubesitz abgebildet. Andererseits ist für den Test der Hypothesen 2a–c nicht nur die Summe der Anteile von aktiven Eigentümern, sondern auch deren Verteilung und Persönlichkeit relevant. Folglich sind die Variablen *Größter*, *Eigentumsanteil25*, *Eigentumsanteil50*, *Eigentumsanteil75*, *AnteileAR/VR* und *Eigentumsanteile2345* die besseren Instrumente. *Größter* bildet dabei den prozentualen Eigentumsanteil des größten Aktionärs ab. Die Binärvariablen *Eigentumsanteil25* (= 1, wenn *Größter* > 25 %), *Eigentumsanteil50* (= 1, wenn *Größter* > 50 %) und *Eigentumsanteil75* (= 1, wenn *Größter* > 75 %) orientieren sich aus den oben genannten Gründen an gesetzlichen Schwellenwerten zur Entscheidungskompetenz von Eigentümern. *Eigentumsanteile2345* erfasst den kumulierten prozentualen Eigentumsanteil des zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten. Dadurch wird auch die Bedeutung weiterer aktiver Eigentümer – neben der des größten – für das Auftreten von Entrenchment und Expropriation berücksichtigt, wie es Attig, Guedhami und Mishra (2008) vorschlagen. Über die Variable *AnteileAR/VR*, die den kumulierten prozentualen Eigentumsanteil von Aufsichts-/Verwaltungsratsmitgliedern auffängt, wird die operative Kontrolle von Eigentümern über das Kontrollorgan abgebildet.

5.6.2.3 Kontrollvariablen

Die Verwendung der Kontrollvariablen *Mitarbeiter* (Anzahl der Arbeitnehmer), *Kapital* (Grundkapital), *Umsatz* (Umsatz) und *AlterUN* (Jahre seit Unternehmensgründung) entspricht dem Ansatz von Boone et al. (2007) und Linck, Netter und Yang (2008). Auf diese Weise wird kontrolliert, dass auf der einen Seite ältere und auf der anderen Seite größere Unternehmen einen vergleichsweise umfangreicheren Bedarf an Kontroll- und Beratungsleistungen aufweisen und demzufolge über größere Kontrollorgane verfügen sollten. Da Lehn, Patro und Zhao (2009) aus analogen Gründen von einem Zusammenhang der Diversifikation von Unternehmen und der Größe ihrer Kontrollgremien ausgehen, beinhalten die Modellschätzungen in 5.6.4 außerdem die Variablen *International* (Anzahl internationaler Unternehmensbeteiligungen), *EWR* (Anzahl der Unternehmensbeteiligungen im EWR) und *Diversifikation* (Anzahl aktiver Branchen).

Bermig und Frick (2011a) können in ihrer empirischen Untersuchung zeigen, dass die Drittelbeteiligung von Arbeitnehmern in deutschen Aufsichtsräten einen positiven Einfluss darauf hat, ob Aufsichtsräte freiwillig über weitere Mitglieder verfügen, als das gesetzliche Mindestmaß dies vorgibt. Für Aufsichtsräte, die der paritätischen Arbeitnehmermitbestimmung unterliegen, finden Bermig und Frick (2011a) einen entgegengesetzten Zusammenhang. Ihr Ergebnis begründen sie mit den Schlussfolgerungen aus dem formalen Modell von Freeman und Lazear (1995) und den empirischen Ergebnissen von Fauver und Fuerst (2006), die sich einig sind, dass das optimale Niveau an Mitbestimmung etwas unterhalb der Parität liegen sollte. Da von den Unternehmen im Datensatz mit mehr als 2.000 Arbeitnehmern keines im Zuge der SE-Gründung das Kontrollgremium unter das deutsche Mindestmaß verkleinert hat, kann aus Gründen der Multikollinearität für paritätische Mitbestimmung nicht kontrolliert werden. Der Einfluss der gesetzlichen Grundlage zur Drittelbeteiligung wird über die Variable *Mitbestimmung* berücksichtigt. Sie nimmt immer den Wert 1 an, wenn eine SE aufgrund ihrer Mitarbeiteranzahl ein Drittel ihrer Aufsichtsratssitze an Arbeitnehmervertreter vergeben müsste, wenn sie unter der Rechtsform AG firmieren würde.

Ob SEs, deren Aufsichtsrat im Gründungsprozess aus der Organstruktur entfernt wurde, zusätzlich auch dazu neigen, ihren Verwaltungsrat zu verkleinern, ist über die Dummy-Variable *Leitungssystem* berücksichtigt. Sie nimmt immer den Wert 1 an, wenn der Verwaltungsrat einer SE kleiner ist, als ihr Aufsichtsrat unter deutscher Gesetzgebung mindestens sein müsste. Zur Berücksichtigung von möglichen Brancheneffekten dienen die Variablen *Produktion*, *Handel* und *Dienstleistungen*. Letztlich findet auch die Anzahl der Jahre seit der Gründung einer SE (*AlterSE*) in der Untersuchung Berücksichtigung, um systematische Veränderungen in der Größe der Kontrollorgane und auch der Eigentümerstruktur seit der Änderung der Rechtsform zumindest teilweise auffangen zu können.

5.6.2.4 Deskriptive Statistiken

Tabelle 12 enthält zusammenfassende Statistiken zu allen Größen, die für die Analyse in diesem Kapitel verwendet werden. An erster Stelle findet sich dort die zentrale abhängige Variable *AR/VR<AG*, die Aufschluss über die Größenänderung der beobachteten Kontrollorgane gibt. Im Mittel ergibt sich für sie ein Wert von 0,29. Demzufolge hat etwa ein Drittel der Unternehmen der Stichprobe die Möglichkeiten einer flexibleren

Governance unter der Rechtsform SE genutzt. Es hat Kontrollgremien mit weniger Mitgliedern eingeführt, als es unter der Rechtsform AG mindestens haben müsste. Betrachtet man die absoluten Größen von Aufsichtsräten, wird ersichtlich, dass es durch die Rechtsform SE nun deutsche Kapitalgesellschaften gibt, deren Kontrollorgan lediglich aus einer Person besteht, was vor der Verfügbarkeit der SE nicht denkbar war. Da der größte Aufsichtsrat 18 Mitglieder umfasst, wird zudem deutlich, dass alle SEs mit mehr als 20.000 Arbeitnehmern ihr Kontrollgremium im Zuge der SE-Gründung verkleinert haben müssen. Das Minimum für Verwaltungsräte der SEs mit einem monistischen Leitungssystem beträgt ebenfalls 1. Demnach finden sich Unternehmen, die

Tabelle 12: Zusammenfassende Statistiken zur Größe von SE-Kontrollgremien

	Beob.	Mittel	Standard- abweichung	Min.	Max.
Kontrollgremium					
AR/VR<AG	95	0,29			
Aufsichtsrat	72	5,68	3,52	1	18
Verwaltungsrat	27	3,59	2,42	1	9
Eigentümerstruktur					
Streubesitz	102	16,57	25,79	0,00	83,51
Gestreut	102	0,37			
Streubesitz25	102	0,12			
Streubesitz2550	102	0,09			
Streubesitz50	102	0,17			
Größter	102	70,29	32,57	5,02	100,00
Eigentumsanteil25	102	0,85			
Eigentumsanteil50	102	0,69			
Eigentumsanteil75	102	0,56			
AnteileAR/VR	102	6,12	20,37	0,00	100,00
Eigentumsanteil2345	102	10,72	17,66	0,00	68,01
Kontrollvariablen					
Mitarbeiter	98	1.361,87	6.653,98	1	65.550
International	103	11,83	26,57	0	199
EWR	103	6,25	13,48	0	101
Leitungssystem	241	0,46			
Kapital	103	101,54	263,96	0,12	2.001,00
AlterSE	293	0,03	0,02	0	0,09
AlterUN	101	0,63	0,53	0,03	2,61
Diversifikation	293	1,09	1,75	0	7
Produktion	293	0,12			
Handel	104	0,10			
Dienstleistungen	293	0,20			
Mitbestimmung	98	0,38			

alle Aufgaben eines kombinierten Leitungs- und Kontrollgremiums in den Verantwortungsbereich von nur einer einzelnen Person gegeben haben. Was die Eigentümerstruktur angeht, zeigt sich einerseits, dass der Handlungsspielraum des

Managements bei der Ausgestaltung der Governance der SEs teils sehr groß war, da das Maximum der Variable *Streubesitz* 83,51 % beträgt. Andererseits gibt es SEs, deren größter Eigentümer 100 % der Eigentumsanteile hält (*Größter* = 100 %), sodass dieser ausreichend Motivation und Einfluss gehabt haben sollte, aktiv in den SE-Gründungsprozess einzugreifen und die Größe des Kontrollorgans nach seinen eigenen Interessen auszurichten. Ferner finden sich Eigentümer, die aktiv über das Aufsichtsgremium kontrollieren (*AnteileAR/VR* = 100 %). Die zusammenfassenden Statistiken zu den Variablen *International* und *EWR* zeigen, dass die internationale Aktivität der SEs – gemessen an Unternehmensbeteiligungen – äußerst heterogen ist und diese nicht für alle Unternehmen bei der Wahl der supranationalen Rechtsform SE von Bedeutung gewesen sein kann (Minimum *International* bzw. *EWR* = 0). Da die Variable *Leitungssystem* im Mittel 0,46 aufweist, muss etwa die Hälfte der Unternehmen von einem zweistufigen zu einem einstufigen Leitungssystem mit einem Verwaltungsrat gewechselt haben.

Zur deskriptiven Analyse der Hypothesen 1–2c finden sich in Tabelle 13 die Ergebnisse von univariaten Zweistichproben-t-Tests. Dabei werden die Mittelwerte der einzelnen Variablen zur Eigentümerstruktur jeweils über die beiden Gruppen $AR/VR \geq AG$ ($AR/VR < AG = 0$) und $AR/VR < AG$ ($AR/VR < AG = 1$) miteinander verglichen. Der Test zu Hypothese 1 identifiziert für die Gruppe der SEs, die mit der Anzahl der Mitglieder ihrer Kontrollorgane den gesetzlichen Mindestanforderungen für deutsche AGs entsprechen, einen signifikant höheren Mittelwert des Streubesitzes (13,374) als für Unternehmen, die diese Vorgaben unterschreiten. Das Ergebnis spricht dafür, dass Hypothese 1 zumindest deskriptiv bestätigt werden kann. Unternehmen mit einem einflussreichen Management tendieren dazu, ihre Kontrollorgane im SE-Gründungsprozess nicht zu verkleinern. Die t-Tests zu den Hypothesen 2a und 2b zeigen keinen signifikanten Unterschied zwischen den Mittelwerten der Variablen *Größter* bzw. *Eigentumsanteile₂₃₄₅* für die beiden Gruppen zur Größenänderung des Kontrollorgans. Der durchschnittliche Eigentumsanteil des jeweils größten Eigentümers (*Größter*) unterscheidet sich offensichtlich nicht signifikant zwischen Unternehmen, welche die Möglichkeit einer Verkleinerung des Kontrollorgans durch die Rechtsform SE wahrnahmen, und jenen, die diese Gelegenheit nicht genutzt haben. Gleiches gilt für den durchschnittlichen kumulierten Eigentumsanteil des zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten Eigentümers. Darüber hinaus lässt sich auch kein signifikanter Unterschied der Mittelwerte der von Mitgliedern des Kontrollorgans gehaltenen Eigentumsanteile

zwischen den beiden interessierenden Gruppen feststellen. Dies spricht für eine Ablehnung von Hypothese 2c, welche annimmt, dass Eigentümer, die aktiv über das Kontrollgremium kontrollieren, eine Präferenz für die Verkleinerung dieser Organe haben, um ihren eigenen Einfluss zu stärken.

Tabelle 13: Zweistichproben-t-Test AR/VR < AG

Variable		Mittel	Standard- abweichung	Differenz Mittel	Beob.
Hypothese 1					
Streubesitz	AR/VR ≥ AG	21,215***	27,340***		n = 66
	AR/VR < AG	7,841***	21,326***	13,374***	n = 28
Hypothesen 2a–c					
Größter	AR/VR ≥ AG	67,131***	33,935***		n = 66
	AR/VR < AG	75,876***	28,986***	–8,745	n = 27
Eigentumsanteil ²³⁴⁵	AR/VR ≥ AG	10,012***	15,867***		n = 66
	AR/VR < AG	13,846***	21,975***	–3,834***	n = 27
AnteileAR/VR	AR/VR ≥ AG	5,074***	16,909***		n = 66
	AR/VR < AG	10,730***	29,310***	–5,655	n = 27

Anmerkungen: Ausgewiesen sind die Ergebnisse von Zweistichproben t-Tests gleicher Varianzen hinsichtlich der Verkleinerung des Kontrollgremiums von SEs unter die gesetzliche Mindestgröße für deutsche AGs. *, ** und *** geben entsprechend die Signifikanz auf dem 10-%-, 5-%- und 1-%-Level an.

5.6.3 Methodik und Modell

Um die vorhergehende deskriptive Analyse zu erweitern und den Zusammenhang von Eigentümerstrukturen und der Größe von Kontrollorganen von Unternehmen auch quantitativ ökonomisch zu untersuchen, werden Regressionsanalysen durchgeführt, die auf den folgenden allgemeinen Modellgleichungen aufgebaut werden:

$$\pi_i = P(Y_i = 1|X) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_n X_{ni}) \quad (5.1)$$

$$\pi_i = P(Y_i = 1|X) = F(\beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_n X_{ni}) \quad (5.2)$$

Der Index $i = 1, \dots, n$ identifiziert die jeweiligen Unternehmen des zugrunde liegenden Datensatzes. Die endogene Variable π_i gibt dabei die Wahrscheinlichkeit an, dass Unternehmen i ein Kontrollorgan mit weniger Mitgliedern implementiert hat, als die gesetzlichen Mindestgrößen für deutsche AGs dies vorschreiben. β_0 – β_n bilden die Koeffizienten ab, die mit den jeweiligen Schätzern der unabhängigen Variablen X_{1i} – X_{ni} verbunden sind. Φ steht für die kumulierte Verteilungsfunktion (CDF) der Standardnormalverteilung, und F repräsentiert die Standard-Logistik CDF. Gleichung (5.1) beschreibt demgemäß die Eigenschaften eines Probit-Modells und Gleichung (5.2) den Aufbau eines Logit-Modells.

Wie in Abschnitt 5.6.2.1 beschrieben, ist die endogene Variable ($AR/VR < AG$) der empirischen Untersuchung dieses Kapitels dichotom. Sie nimmt für alle Unternehmen, die ein kleineres Kontrollorgan implementiert haben als nach dem deutschen AktG vorgesehen, den Wert 1 an und in allen anderen Fällen den Wert 0. Grundsätzlich ist es möglich, derartige binäre Antwortvariablen zu analysieren, indem man ein lineares Regressionsmodell verwendet. Es ist als das Lineare Wahrscheinlichkeitsmodell (LPM) bekannt. Der Vorteil dieses Modelltyps ist, dass es mit der Kleinsten-Quadrate-Methode (OLS) geschätzt werden kann. Eine Methode, die dafür bekannt ist, unabhängig von der Stichprobengröße erwartungstreu und effiziente Schätzer zu liefern („Kleine Stichprobeneigenschaften“). Im Vergleich dazu werden Probit- und Logit-Modelle üblicherweise mit der Maximum-Likelihood-Methode (MLE) geschätzt. Durch die Anwendung des Maximum-Likelihood-Prinzips wird derjenige Wert als Schätzer verwendet, der die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten der tatsächlich gemachten Beobachtungen maximiert. Die auf diesem Weg produzierten Schätzer sind lediglich asymptotisch erwartungstreu und effizient. Da das LPM ein lineares Modell ist, ist es zudem einfach zu interpretieren. Durch die Erhöhung einer der unabhängigen Variablen X_{1i} – X_{ni} um eine Einheit würde man erwarten, dass die Wahrscheinlichkeit π_i um die entsprechenden Einheiten des jeweils zugehörigen Koeffizienten β_0 – β_n steigt. Aufgrund der Nichtlinearität von Probit- und Logit-Modellen ist deren Interpretation komplexer und weniger intuitiv (Wooldridge 2010, S. 563–571).

Trotz dieser ganzen Vorteile wird das LPM unterdessen nur noch in besonderen Fällen verwendet, da es auch eine ganze Reihe von sehr einschneidenden Nachteilen aufweist: (1) Die Fehler sind nicht normalverteilt. (2) Im LPM ist Heteroskedastizität vorinstalliert. (3) Das Modell produziert Schätzungen für die abhängige Variable π_i , die außerhalb der Grenzen (< 0 und > 1) liegen. (4) Die Linearität der funktionalen Form ist häufig ungültig. Zusammengefasst sind die Werte der Schätzungen anhand eines LPM zwar gut zu interpretieren, in vielen Fällen aber leider nicht korrekt und dadurch unbrauchbar (Aldrich und Nelson 1984, S. 12–22; Plasmans 2006, S. 242–244). Da die Probit- und Logit-Spezifikationen der Gleichungen (5.1) und (5.2) diese Beschränkungen nicht aufweisen, werden sie häufig als Alternative für das LPM verwendet und somit auch für die Auswertungen in Abschnitt 5.6.4 genutzt. Beide Spezifikationen sind

per Definition homoskedastisch, da die Varianz ihrer Fehler fixiert ist²⁸. Außerdem beruhen sie jeweils auf CDFs, die nach oben durch 1 und nach unten durch 0 beschränkt sind, sodass Schätzungen, die außerhalb der Wahrscheinlichkeitsgrenzen liegen, nicht zustande kommen können. Letztlich erlauben beide Spezifikationen einen S-förmigen Zusammenhang zwischen den Schätzern X_{1i} – X_{ni} und der Wahrscheinlichkeit π_i (Baltagi 2011, S. 334–340; Agresti 2015, S. 167–183).

Die Ergebnisse von nicht-linearen Modellen – wie von Probit- und Logit-Spezifikationen – erlauben es zwar, das Vorzeichen ihrer Regressionskoeffizienten zu deuten, sind jedoch nicht geeignet, um, wie oben erwähnt, direkt Größeneffekte zu interpretieren. Um dennoch Aussagen über Effektstärken treffen zu können, lassen sich marginale Effekte, auch als Partialeffekte bekannt, berechnen. Allgemein ist der marginale Effekt eines Schätzers als die partielle Ableitung einer Schätzfunktion nach dem Schätzer selbst definiert. Mit anderen Worten: Dieser Effekt entspricht der Steigung der Schätzfunktion für einen bestimmten Wert des Schätzers. In den hier verwendeten Probit- und Logit-Modellen muss die Schätzfunktion als Wahrscheinlichkeitskurve verstanden werden, welche die geschätzten Wahrscheinlichkeiten π_i für die Realisation $P(AR/VR < AG = 1)$ mit den einzelnen Werten des jeweiligen Schätzers (x_i) in Verbindung setzt. Der marginale Effekt ist folglich identisch mit der Steigung der Wahrscheinlichkeitskurve, vorausgesetzt die Werte aller anderen Schätzer werden konstant gehalten (Verlinda 2006; Williams 2012). Da der marginale Effekt in nicht-linearen Modellen allgemein so auch von allen anderen erklärenden Variablen abhängt, bedarf es Methoden, die in der Lage sind, das Modell von deren Einfluss zu bereinigen oder sie auf einen bestimmten Wert zu fixieren.

Grundsätzlich stehen hier zwei unterschiedliche Verfahren zur Verfügung, um die anderen Variablen im Modell zu kontrollieren: Zum einen lassen sich durchschnittliche marginale Effekte (Average Marginal Effects) berechnen, und zum anderen können diese auch ausgehend von Mittelwerten (Marginal Effects at the Means) dargestellt werden (Anderson und Newell 2003). Bei der Verwendung des letzteren Ansatzes werden alle Schätzer – auch der interessierende unabhängige – an ihren Mittelwerten fixiert und für diese „durchschnittliche“ Beobachtungseinheit $P(AR/VR < AG = 1)$ berechnet. Average Marginal Effects beziehen sich dagegen auf die wahren Werte jeder einzelnen

²⁸ In Probit-Modellen ist die Varianz der Fehler auf 1 fixiert, und die Varianz der Residuen von Logit-Modellen ist auf $\frac{\pi^2}{3}$ normiert. Der Buchstabe π bezieht sich dabei nicht auf eine Wahrscheinlichkeit wie in den Gleichungen (5.1) und (5.2), sondern entspricht der mathematischen Konstante Pi.

Beobachtung in den Daten. Sie werden bestimmt, indem in einem ersten Schritt für jede Beobachtung separat mit ihren tatsächlichen Ausprägungen aller Variablen marginale Effekte geschätzt werden. Der zweite Schritt besteht in einer Mittelung aller dieser Schätzungen, was als Ergebnis den Average Marginal Effect liefert (Baum 2006, S. 251–255). Welche der beiden Operationen den Vorzug erhalten sollte bzw. welche Effekte von Interesse sind, hängt einmal von der jeweils zu beantwortenden Fragestellung ab. Außerdem lassen sich dagegen aus der mathematischen Konstruktion beider Ansätze Argumente ableiten, die für eine generelle Überlegenheit von Average Marginal Effects sprechen.

Unter den Beobachtungseinheiten in den Daten befindet sich möglicherweise nicht eine einzige, die durchschnittlich in all ihren Ausprägungen ist, sodass Marginal Effects at the Means imaginäre Beobachtungseinheiten repräsentieren. Im Fall von binären Variablen können sich Marginal Effects at the Means im vorliegenden Fall darüber hinaus z.B. auf Unternehmen beziehen, die zu 10,5 % ein monistisches Leitungssystem implementiert haben, was per Definition der entsprechenden Größe nicht möglich ist. Einige Autoren argumentieren überdies, dass die Berechnung von Average Marginal Effects auf allen Informationen der Daten beruht und nicht nur Mittelwerte berücksichtigt werden, was konsequenterweise zu realistischeren Schätzungen führen sollte (Bartus 2005). Die empirische Untersuchung in diesem Kapitel folgt dieser Empfehlung und verwendet für die Interpretation von Größeneffekten in Abschnitt 5.6.4 Average Marginal Effects. Für alle kontinuierlich unabhängigen Variablen lässt sich der zugehörige Average Marginal Effect als eine Veränderung in der Wahrscheinlichkeit π_i durch eine Erhöhung der jeweiligen unabhängigen Variablen um eine Einheit interpretieren. Dementsprechend verändert sich die Wahrscheinlichkeit für ein Unternehmen, dass sein Kontrollgremium aus weniger Mitgliedern besteht, als es unter der Rechtsform AG mindestens haben müsste, durchschnittlich um (+/-) Average-Marginal-Effect-Punkte. Der Average Marginal Effect für binäre unabhängige Variablen gibt dagegen an, um wie viele (+/-) Average-Marginal-Effect-Punkte $Y(AR/VR < AG) = 1$ sich ändert, wenn ihre Ausprägung von 0 auf 1 wechselt (Cameron und Trivedi 2010, S. 348–350; Wolf 2010, S. 839–842).

Die Ergebnisse der sich anschließenden empirischen Analysen basieren auf der unter (5.3) aufgeführten multivariaten Regressionsgleichung. *Eigentumsstruktur* repräsentiert dabei stellvertretend die Variablen zum Einfluss des Managements oder großer und kontrollierender Eigentümer auf die Größe des SE-Kontrollorgans. Sie

werden in den verschiedenen Modellspezifikationen jeweils in Abhängigkeit von der untersuchten Hypothese ersetzt²⁹.

$$\begin{aligned} AR/VR < AG_i = & \beta_1 \text{Eigentumsstruktur}_{i1} + \beta_2 \text{Leitungssystem}_{i2} + \beta_3 \text{Mitarbeiter}_{i3} \quad (5.3) \\ & + \beta_4 \text{AlterSE}_{i4} + \beta_5 \text{AlterUN}_{i5} + \beta_6 \text{EWR}_{i6} + \beta_7 \text{Diversifikation}_{i7} \\ & + \beta_8 \text{Mitbestimmung}_{i8} + \beta_9 \text{Branche}_{i9} + u_i \end{aligned}$$

5.6.4 Ergebnisse und Interpretation

Dieser Abschnitt enthält die Ergebnisse von multivariaten Regressionsanalysen zum Einfluss der Eigentümerstruktur von SEs auf die Wahrscheinlichkeit, dass deren Kontrollorgane weniger Mitglieder umfassen, als es nach deutscher AG-Gesetzgebung vorgeschrieben ist. Der erste Teil befasst sich mit der Untersuchung der Präferenzen des Managements für die Größe von Kontrollgremien (Hypothese 1), wohingegen der zweite Teil die diesbezüglichen Präferenzen großer und kontrollierender Eigentümer (Hypothesen 2a–c) analysiert.

5.6.4.1 Regressionsanalyse zur Managementpräferenz

Tabelle 14 fasst die Koeffizienten ((1)–(3)) und die Average Marginal Effects ((1')–(3')) der Regressionsergebnisse von Probit-Modellen zusammen, die zum Test von Hypothese 1 herangezogen werden. Von zentralem Interesse ist, wie sich der Einfluss des Managements bei einer SE-Gründung auf die Wahrscheinlichkeit für eine Verkleinerung des Kontrollorgans auswirkt. Der Handlungsspielraum des Managements wird dabei über den in Streubesitz gehaltenen Eigentumsanteil von Unternehmen gemessen und auf die abhängige Variable $AR/VR < AG$ regressiert. Sie bildet ab, ob die Anzahl der Mitglieder des Kontrollgremiums einer SE kleiner ist als der gesetzliche Mindestumfang für deutsche AGs. Dargestellt sind die Ergebnisse von insgesamt drei unterschiedlichen Modellspezifikationen, die alle auf demselben Basismodell beruhen. Es beinhaltet Variablen zur Geschäftstätigkeit (*EWR, Spezifikation und Branchen-Dummies*), Größe (*Mitarbeiter*), Governance (*Leitungssystem und Mitbestimmung*) und zum Bestehen (*AlterUN und AlterSE*) von Unternehmen. Die Spezifikationen (1)–(3) unterscheiden sich dahin gehend, dass in (1) der Streubesitzanteil in linearer Form (*Streubesitz*) berücksichtigt ist und (2) diesen über eine Dummy-Variable (*Gestreut*) abbildet. In

²⁹ Für die Untersuchung der Managementpräferenz: *Streubesitz, Gestreut, Streubesitz25, Streubesitz2550* und *Streubesitz50*; für die Untersuchung der Präferenzen großer und kontrollierender Eigentümer: *Größter, Eigentumsanteil25, Eigentumsanteil50, Eigentumsanteil75, AnteileAR/VR* und *Eigentumsanteil2345*.

Spezifikation (3) ist der Einfluss von gestreuten Eigentumsanteilen mittels vier unterschiedlicher Kategorien modelliert (*Streubesitz25*, *Streubesitz2550* und *Streubesitz50*), wobei Unternehmen ohne Aktionäre mit weniger als 3 % Eigentumsanteil die Referenzkategorie bilden.

Tabelle 14: Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten			Average Marginal Effects		
	(1)	(2)	(3)	(1 [°])	(2 [°])	(3 [°])
Streubesitz	-0,019** (0,008)			-0,005** (0,002)		
Gestreut		-0,953** (0,393)			-0,229*** (0,087)	
Streubesitz25			-0,534 (0,530)			-0,126 (0,123)
Streubesitz2550			-1,607 (1,033)			-0,379 (0,235)
Streubesitz50			-1,161* (0,598)			-0,274** (0,135)
Leitungssystem	0,396 (0,400)	0,564 (0,407)	0,477 (0,419)	0,096 (0,096)	0,135 (0,096)	0,113 (0,098)
Mitarbeiter	0,693** (0,337)	0,784** (0,337)	0,811** (0,349)	0,169** (0,076)	0,188*** (0,073)	0,192*** (0,074)
AlterSE	-0,214 (8,680)	1,225 (8,594)	-0,090 (8,729)	-0,052 (2,110)	0,294 (2,061)	-0,021 (2,061)
AlterUN	-0,037 (0,329)	0,024 (0,340)	0,013 (0,345)	-0,009 (0,080)	0,006 (0,082)	0,003 (0,081)
EWR	-0,061** (0,030)	-0,043 (0,030)	-0,052 (0,032)	-0,015** (0,007)	-0,010 (0,007)	-0,012* (0,007)
Diversifikation	0,130 (0,109)	0,108 (0,108)	0,117 (0,111)	0,032 (0,026)	0,026 (0,025)	0,028 (0,026)
Mitbestimmung	0,197 (0,548)	0,064 (0,543)	0,072 (0,550)	0,048 (0,133)	0,015 (0,130)	0,017 (0,130)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	92	92	92	92	92	92
McFadden's R2	0,30	0,30	0,32	0,30	0,30	0,32

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(3) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1[°])–(3[°]) zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Die Ergebnisse der Regressionen unterschiedlicher Größen des Streubesitzes auf die Variable zur Verkleinerung des Kontrollorgans zeigen, dass für Hypothese 1 empirische Evidenz gefunden werden kann. So ist in Spezifikation (1) der Regressionskoeffizient zur Variable *Streubesitz* negativ und auf einem 5%-Niveau signifikant. Das bedeutet, die Wahrscheinlichkeit, eine geringere Anzahl an Mitgliedern des Kontrollgremiums als nach deutschem AG-Gesellschaftsrecht zu beobachten, nimmt ab, wenn der Streubesitzanteil der untersuchten SEs zunimmt. Der Regressionskoeffizient der Variable *Streubesitz* in Modellspezifikation (1) kann folglich auch zeigen, dass mit der Stärke des Managementeinflusses auf die Größenentscheidung von SE-Kontrollgremien die Wahrscheinlichkeit für deren Verkleinerung unter deutsche Mindeststandards abnimmt.

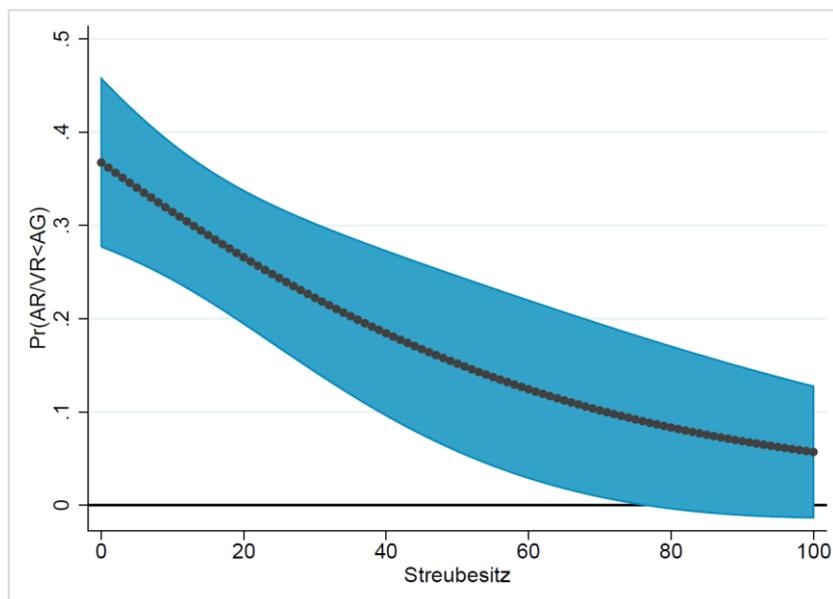
Oder mit anderen Worten: Das Management der beobachteten Unternehmen präferiert scheinbar größere Gremien, da es den eigenen Handlungsspielraum nicht systematisch nutzt, um die Anzahl ihrer Mitglieder zu verringern. Die Ergebnisse der Modellspezifikationen (2) und (3) untermauern diesen Zusammenhang. Demgemäß hat der Regressionskoeffizient der Variable *Gestreut* ebenfalls ein negatives Vorzeichen und ist statistisch signifikant. Folglich haben Unternehmen mit Streubesitzanteilen in ihrer Eigentumsstruktur im Vergleich zu Unternehmen, deren Eigentümer alle 3 % oder mehr halten, eine geringere Wahrscheinlichkeit dafür, die Mindestanzahl deutscher Standards hinsichtlich der Mitglieder ihrer Kontrollgremien zu unterschreiten.

Modellvariante (3) erlaubt über das verhältnismäßig einfache Maß für den Handlungsspielraum des Managements in (1) und (2) hinaus eine differenziertere Betrachtung, indem drei entscheidende Eigentumsgrenzen bei der Beschlussfassung über eine Satzungsänderung berücksichtigt werden. Wie der Regressionskoeffizient zur Variablen *Streubeitz50* in (3) zeigen kann, haben Unternehmen mit einem Streubesitzanteil von über 50 % eine geringere Wahrscheinlichkeit für eine Verkleinerung ihres Kontrollorgans als Unternehmen ohne entsprechende Anteile in ihrer Eigentumsstruktur. Unternehmen, die nicht im Mehrheitsbesitz eines Eigentümers sein können, was mit einem relativ großen Handlungsspielraum für das Management gleichgesetzt werden kann, neigen folglich dazu, ihre Kontrollgremien im Vergleich zu Unternehmen ohne gestreute Eigentumsanteile nicht zu verkleinern. Die Regressionskoeffizienten der Variablen *Streubesitz25* und *Streubesitz2550* sind hingegen nicht statistisch signifikant von null verschieden. Infolgedessen kann für Unternehmen mit Streubesitzanteilen von $> 0\%$ und $< 25\%$ bzw. $\geq 25\%$ und $< 50\%$ (es kann sich theoretisch um vollbeherrschte Unternehmen oder Unternehmen mit Mehrheitseigentümer handeln) kein systematischer Zusammenhang zwischen den Streubesitzanteilen und einer Anpassung der Größe des Kontrollorgans gefunden werden. Die Kontrolle durch die Eigentümer sollte bei diesen Unternehmen hoch und der Einfluss des Managements als Folge dessen gering sein. Insgesamt lassen die Ergebnisse der Schätzungen (1)–(3) darauf schließen, dass mit zunehmendem Handlungsspielraum und steigender Entscheidungsmacht des Managements bei der Ausgestaltung von Kontrollorganen die Wahrscheinlichkeit abnimmt, die Mindestanforderungen des deutschen Gesetzgebers in Bezug auf die Mitgliederanzahl zu unterschreiten. Hypothese 1, die von einer Präferenz des Managements für tendenziell größere Kontrollgremien ausgeht, kann daher bestätigt werden.

Wie stark sich der Streubesitzanteil von den Unternehmen auf die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung ihrer Gremien auswirkt, kann mithilfe der Average Marginal Effects aus den Modellspezifikationen (1')–(3') untersucht werden. Der Average Marginal Effect für das lineare Maß des Streubesitzes (*Streubesitz*) in (1') ist auf dem 5%-Niveau signifikant und zeigt einen Wert von $-0,005$. Demnach führt die Erhöhung des Streubesitzes um eine Einheit (1 Prozentpunkt), ausgehend von den tatsächlichen Werten der Unternehmen des verwendeten Datensatzes, zu einer Verringerung der Wahrscheinlichkeit für ein kleineres Kontrollorgan um $0,005$. Der Wert in dieser Form mag den Einfluss der gestreuten Eigentumsanteile für die untersuchte Fragestellung nicht besonders gewichtig erscheinen lassen. Die Interpretation des ebenfalls signifikanten Average Marginal Effects der Dummy-Variable *Gestreut* aus (2') hingegen zeigt, SEs mit Streubesitzanteilen haben eine um $0,229$ geringere Wahrscheinlichkeit, die Größe ihres Kontrollorgans unter die Mindestanforderungen für deutsche AGs zu senken, als Unternehmen, deren Eigentümer alle mindestens 3 % der Anteile halten.

Abbildung 7 basiert auf den Regressionsergebnissen der Modellspezifikation (1) aus Tabelle 14. Sie zeigt den Verlauf durchschnittlicher geschätzter Wahrscheinlichkeiten für eine Verkleinerung von SE-Kontrollgremien in Abhängigkeit vom Streubesitzanteil von Unternehmen. Wie anhand des abgetragenen Konfidenzintervalls zu erkennen ist, lassen sich statistisch signifikante Aussagen lediglich im Bereich von 0–75 % der Streu-

Abbildung 7: Geschätzte Wahrscheinlichkeiten des Streubesitzes



Erklärung: $Pr(AR/VR < AG)$ gibt die durchschnittlichen geschätzten Wahrscheinlichkeiten einer Verkleinerung des SE-Kontrollorgans unter deutsche AG-Mindeststandards wieder (95%-Konfidenzintervall). Diese sind für die einzelnen prozentualen Anteile des Streubesitzes ausgewiesen (0–100 %).

besitzanteile treffen. Dies ist möglicherweise auf die geringe Fallzahl von Unternehmen im Bereich von 76–100 % zurückzuführen. Wie Abbildung 7 zudem verdeutlicht, nimmt die Wahrscheinlichkeit für eine Reduktion der Mitglieder des Kontrollorgans mit steigenden Streubesitzanteilen durchgängig ab. Die zugrunde liegenden Wahrscheinlichkeiten zu den einzelnen prozentualen Anteilen des Streubesitzes verdeutlichen auch, dass ein Unternehmen ohne gestreute Eigentumsanteile eine Wahrscheinlichkeit von 0,367 für eine Verkleinerung des Kontrollgremiums unter deutsche AG-Mindeststandards hat. Ein Unternehmen, das sich zu 75 % im Streubesitz befindet, hat dafür jedoch nur eine Wahrscheinlichkeit von 0,094. SEs mit theoretisch nur kontrollierenden Eigentümern haben demzufolge eine fast viermal so hohe Wahrscheinlichkeit, die Anzahl ihrer Gremienmitglieder zu reduzieren, als SEs, die stark durch das Management beherrscht werden.

Betrachtet man die Regressionskoeffizienten zu den Kontrollvariablen in Tabelle 14, lassen sich neben einigen erwarteten auch mehrere überraschende Ergebnisse feststellen. Die Größe der Unternehmen, gemessen über die Anzahl ihrer *Mitarbeiter*, scheint durchweg über alle Modellspezifikationen einen signifikant positiven Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit zu haben, dass Kontrollorgane unter deutsche Mindeststandards verkleinert werden. Dies steht einerseits im Kontrast zu Boone et al. (2007), Linck, Netter und Yang (2008) sowie Lehn, Patro und Zhao (2009), die durch ihre empirischen Analysen einen positiven Einfluss der Unternehmensgröße auf die Anzahl der Mitglieder von Kontrollgremien finden. Andererseits ist es mit den Befunden von Bermig und Frick (2011a) vereinbar, die mit dem Anstieg der Mitarbeiteranzahl deutscher AGs eine abnehmende Wahrscheinlichkeit für übergroße Aufsichtsräte beobachten. Eine mögliche Begründung für diese widersprüchlichen Ergebnisse zwischen den Studien mit deutschem und angelsächsischem Fokus kann erstens in den unterschiedlichen Leitungssystemen von Kapitalgesellschaften (monistisch vs. dualistisch), die in den jeweiligen Wirtschaftsräumen institutionalisiert sind, gesehen werden. Zweitens verwenden die angelsächsischen Studien absolute Größen in Bezug auf die Anzahl von Gremienmitgliedern und untersuchen kein Unter- oder Überschreiten gesetzlicher Mindestanforderungen. Aus dem Regressionskoeffizienten zur Variable *Mitarbeiter* lässt sich weiter schlussfolgern: Insbesondere Unternehmen, die unter deutscher Gesetzgebung große Aufsichtsräte vorhalten mussten, nutzen die flexible Governance der SE, um die Mitgliederzahl ihrer Kontrollorgane zu reduzieren.

Die zweite Kontrollvariable der Auswertungen aus Tabelle 14, die zumindest in Modellvariation (1) einen signifikanten Einfluss auf die abhängige Variable $AR/VR < AG$ zeigt, ist *EWR*. Der dazugehörige Regressionskoeffizient weist ein negatives Vorzeichen auf. Folglich sinkt mit zunehmend internationaler Aktivität der untersuchten Unternehmen die Wahrscheinlichkeit für eine Verkleinerung ihrer Kontrollorgane. Diese Feststellung bestätigt die in der Literatur vornehmlich vertretene Hypothese, dass die geografische Diversifikation von Unternehmen die Größe ihrer Kontrollgremien positiv beeinflusst, und deckt sich mit den bisherigen empirischen Ergebnissen ähnlicher Untersuchungen zu Beobachtungen des angelsächsischen Raums (Boone et al. 2007; Coles, Daniel und Naveen 2008). Abermals findet die Studie zur Übergröße der Aufsichtsräte deutscher AGs von Bermig und Frick (2011a) auch für diese Beziehung einen gegenläufigen Befund. Die Diversifikation über unterschiedliche Wirtschaftssektoren der SEs (*Diversifikation*), die Entscheidung zwischen einer einstufigen bzw. zweistufigen Organstruktur (*Leitungssystem*) sowie alle weiteren in den Modellen (1)–(3) verwendeten Größen haben augenscheinlich keine statistische Signifikanz.

Die zentralen empirischen Ergebnisse zu Hypothese 1 sind gegenüber mehreren Modellvarianten robust. So übt der Streubesitz von Unternehmen auch weiterhin einen signifikant negativen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des Kontrollorgans aus, wenn: 1) robuste Standardfehler verwendet werden (Tabelle 22); 2) eine logistische Verteilung der Daten angenommen wird (Tabelle 23); 3) für die geografische Diversifikation von Unternehmen ein alternatives Maß herangezogen wird (*International*) (Tabelle 24); 4) das Grundkapital (*Kapital*) von Unternehmen als finanzielles Maß zur Größenkontrolle verwendet wird (Tabelle 25).

5.6.4.2 Regressionsanalyse zur Eigentümerpräferenz

Die Ergebnisse in Tabelle 15 beruhen auf Probit-Modellen, mittels derer verschiedene Variablen zum Eigentumsanteil auf die abhängige Variable $AR/VR < AG$ regressiert wurden. Sie eignen sich, um die Hypothesen 2a–c zum Einfluss großer und kontrollierender Aktionäre auf die Größe der SE-Kontrollorgane zu testen. Insgesamt sind in Tabelle 15 vier unterschiedliche Modellvarianten ((1)–(4)) mit den dazugehörigen Average Marginal Effects ((1′)–(4′)) dargestellt. Die Modelle (1) und (3) beinhalten den Eigentumsanteil des jeweils größten Aktionärs (*Größter*) bzw. die Dummy-Variablen

Tabelle 15: Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten				Average Marginal Effects			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1')	(2')	(3')	(4')
Größter	0,008 (0,006)	0,017** (0,008)			0,002 (0,001)	0,004** (0,002)		
Eigentumsanteil2345		0,022* (0,013)				0,005* (0,003)		
Eigentumsanteil25			0,923 (0,747)				0,221 (0,175)	
Eigentumsanteil50			-0,423 (0,727)				-0,101 (0,172)	
Eigentumsanteil75			0,374 (0,604)				0,089 (0,143)	
AnteileAR/VR				0,022** (0,011)				0,005** (0,002)
Leitungssystem	0,686 (0,428)	0,749* (0,436)	0,737* (0,441)	0,611 (0,448)	0,165* (0,099)	0,173* (0,096)	0,176* (0,100)	0,140 (0,099)
Mitarbeiter	0,897** (0,390)	0,754** (0,375)	0,855** (0,393)	0,930** (0,391)	0,216** (0,084)	0,174** (0,080)	0,204** (0,085)	0,213*** (0,080)
AlterSE	5,266 (9,096)	-0,739 (9,820)	3,582 (9,365)	8,302 (9,174)	1,266 (2,175)	-0,171 (2,268)	0,856 (2,236)	1,898 (2,075)
AlterUN	-0,182 (0,362)	-0,259 (0,373)	-0,181 (0,374)	-0,229 (0,351)	-0,044 (0,086)	-0,060 (0,085)	-0,043 (0,089)	-0,052 (0,079)
EWR	-0,071** (0,034)	-0,062* (0,033)	-0,072** (0,033)	-0,114*** (0,043)	-0,017** (0,007)	-0,014** (0,007)	-0,017** (0,007)	-0,026*** (0,009)
Diversifikation	0,161 (0,117)	0,184 (0,119)	0,143 (0,118)	0,081 (0,117)	0,039 (0,027)	0,042 (0,026)	0,034 (0,027)	0,018 (0,026)
Mitbestimmung	0,277 (0,595)	0,440 (0,608)	0,397 (0,612)	0,381 (0,631)	0,067 (0,142)	0,102 (0,139)	0,095 (0,145)	0,087 (0,143)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	82	82	82	82	82	82	82	82
McFadden's R ²	0,31	0,34	0,31	0,34	0,31	0,34	0,31	0,34

* $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(4) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(4') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

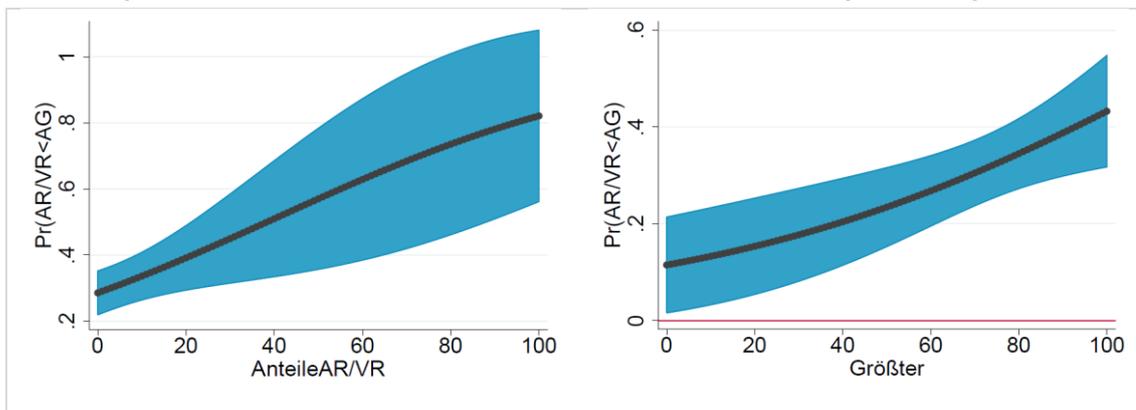
Eigentumsanteil25, *Eigentumsanteil50* und *Eigentumsanteil75* und beziehen sich auf Hypothese 2a. Der Einfluss von Eigentümern, die aktiv über das Kontrollgremium kontrollieren (*AnteileAR/VR*), wird anhand Modellvariante (4) untersucht (Hypothese 2b). Spezifikation (2), welche auch den kumulierten Eigentumsanteil der zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten Eigentümer (*Eigentumsanteile2345*) miteinbezieht, ist ein Test für Hypothese 2c.

Wie Tabelle 15 unter (1) zu entnehmen ist, hat der absolute Umfang des größten Eigentümeranteils keinen statistisch signifikanten Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit kleinerer SE-Kontrollgremien, als diese gemäß deutscher AG-Richtlinien mindestens sein müssten. Auf der alleinigen Grundlage dieses Ergebnisses muss Hypothese 2a zunächst verworfen werden. Misst man die Kontrolle von Eigentümern ausschließlich über den Eigentumsanteil des größten Aktionärs, können keine Entrenchment-Aktivitäten beobachtet werden. Großaktionäre nutzen ihre Macht scheinbar nicht, um Kontrollorgane systematisch zu verkleinern. Dieses Bild bleibt auch bei einem Blick auf die Ergebnisse der differenzierteren Schätzung aus Modellspezifikation (3) erhalten. Sie berücksichtigt den Einfluss des größten Eigentümers nicht linear, sondern mithilfe der Dummy-Variablen *Eigentumsanteil25*, *Eigentumsanteil50* und *Eigentumsanteil75* entlang der gesetzlichen Grenzen, die den Eigentümern in aufsteigender Reihenfolge umfangreichere Kontrollrechte zuweisen. Die Referenzkategorie bilden dabei jeweils alle SEs, deren größter Eigentümer 25 % oder weniger der Anteile am Unternehmen hält. Keiner der Regressionskoeffizienten zu den Variablen der gesetzlichen Grenzen ist signifikant von null verschieden.

Im Gegensatz dazu kann Hypothese 2b anhand der Regressionsergebnisse aus Modellspezifikation (4) bestätigt werden. Der Koeffizient der Variable *AnteileAR/VR* ist positiv und auf dem 5%-Level signifikant. Das bedeutet, die Wahrscheinlichkeit für SE-Kontrollgremien, mit der Anzahl ihrer Mitglieder die Mindeststandards für AGs zu unterschreiten, steigt, wenn der Eigentumsanteil von Mitgliedern des Kontrollorgans zunimmt. Berücksichtigt man den Anreiz zur aktiven Kontrolle von Eigentümern also nicht über den Eigentumsanteil des größten Aktionärs, sondern über die tatsächliche Beteiligung am Kontrollorgan, beeinflusst dies die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des Gremiums positiv. Im Kontext von Entrenchment und Expropriation kann diese Beobachtung wie folgt interpretiert werden: Eigentümer, die Kontrolle aktiv über ein Mandat im Kontrollorgan ausüben, nutzen den Einfluss ihrer Stimmrechte, um im SE-Gründungsprozess Mitglieder ersatzlos zu entheben. Auf diese Weise verleihen

sie ihrem eigenen Sitz im Gremium zusätzliches Gewicht und bauen ihren Einfluss auf das Unternehmen in Relation zu ihren Stimmanteilen aus. Durch eine entsprechende Machtverschiebung können sie ihre eigenen Interessen leichter verfolgen und kleinere Aktionäre, die nicht (mehr) im Kontrollgremium vertreten sind, vergleichsweise besser diskriminieren. Wie den Average Marginal Effects aus (4') zur Stärke dieses Effekts entnommen werden kann, macht die Erhöhung der von Mitgliedern des Kontrollorgans gehaltenen Eigentumsanteile um eine Einheit (1 Prozentpunkt), ausgehend von den tatsächlichen Ausprägungen dieser Variable, die Verkleinerung eines SE-Kontrollorgans unter die diesbezüglichen deutschen Mindeststandards um 0,005 wahrscheinlicher. Abbildung 8 (rechte Seite) veranschaulicht die durchschnittlichen geschätzten Wahrscheinlichkeiten für eine Verkleinerung des SE-Kontrollgremiums entlang der einzelnen prozentualen Eigentumsanteile, die von Mitgliedern des Kontrollorgans gehalten werden. Es zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des Kontrollgremiums mit den Eigentumsanteilen der Organmitglieder über den gesamten Bereich (0–100 %) zunimmt. Zudem weist Abbildung 8 für ein Unternehmen, dessen gesamte Anteile von Mitgliedern des Kontrollgremiums gehalten werden, im Vergleich zu einem Unternehmen ohne Eigentümer im Kontrollgremium eine um über doppelt so hohe Wahrscheinlichkeit für eine Verkleinerung des Kontrollgremiums aus.

Abbildung 8: Geschätzte Wahrscheinlichkeiten Anteile AR/VR und größter Eigentümer



Erklärung: $\Pr(\text{AR/VR} < \text{AG})$ gibt die durchschnittlichen geschätzten Wahrscheinlichkeiten einer Verkleinerung des SE-Kontrollorgans unter deutsche AG-Mindeststandards wieder (95%-Konfidenzintervall). Diese sind links für die einzelnen prozentualen Eigentumsanteile von Mitgliedern des Kontrollgremiums (0–100 %) ausgewiesen (Basis: Spezifikation (4) / Tabelle 15). Auf der rechten Seite stehen die geschätzten Wahrscheinlichkeiten in Abhängigkeit von den einzelnen Eigentumsanteilen (0–100 %) des größten Eigentümers (Basis: Spezifikation (2) / Tabelle 15).

In Übereinstimmung mit Hypothese 2c sollte die Existenz weiterer großer Aktionäre – neben der des größten – in der Eigentümerstruktur von Unternehmen einen disziplinierenden Effekt haben und Entrenchment-Aktivitäten entgegenwirken. Um dies zu testen, enthält Modellvariante (2) die Variable *Eigentumsanteil2345*. Wie deutlich zu

erkennen ist, hat der dazugehörige Regressionskoeffizient ein positives Vorzeichen und weist eine Signifikanz auf dem 10%-Level auf. Deshalb steigt mit zunehmendem kumuliertem Eigentumsanteil, der auf die zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten Aktionäre entfällt, die Wahrscheinlichkeit, kleinere SE-Kontrollgremien beobachten zu können, als diese in einem Unternehmen mit der Rechtsform AG mindestens sein müssten. Infolgedessen findet sich für Hypothese 2c zum einen keine empirische Evidenz, und zum anderen scheint der Eigentumsanteil der größten Eigentümer die Größe der Kontrollorgane in die entgegengesetzte Richtung zu beeinflussen als angenommen. In dieser Konstellation hat auch die Variable zum Anteilsbesitz des größten Eigentümers (*Größter*) einen signifikant positiven Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit für eine Reduktion von Mitgliedern des Kontrollgremiums. Abbildung 8 (rechte Seite) zeigt für diese Modellspezifikation, dass die durchschnittlichen geschätzten Wahrscheinlichkeiten für eine Verkleinerung des SE-Kontrollorgans unter SE-Mindeststandards mit den Eigentumsanteilen des größten Aktionärs durchweg zunehmen.

Daraus lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen: Erstens ist der Anreiz des größten Eigentümers, im Rahmen von Entrenchment-Bestrebungen eine Verkleinerung des Kontrollorgans zu forcieren, nicht unabhängig davon, wie einflussreich die Aktionäre mit den nächstgrößeren Eigentumsanteilen sind. Zweitens steigt mit den Eigentumsanteilen, die auf weitere große Aktionäre – neben jenem mit den umfangreichsten Anteilen – entfallen, scheinbar der Anreiz für die größten Eigentümer der Unternehmen, sich in einer Kooperation für eine Verkleinerung des Kontrollorgans im SE-Gründungsprozess einzusetzen. Dieses kollusive Verhalten der einflussreichsten Aktionäre, das deren Spielraum für die Verwendung von Unternehmensressourcen zur Befriedigung privater Interessen vergrößert, deckt sich mit den theoretischen Überlegungen von Winton (1993), Zwiebel (1995) sowie Kahn und Winton (1998).

Die zentralen Ergebnisse zum Einfluss großer und kontrollierender Eigentümer auf die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung von SE-Kontrollgremien bleiben auch bei der Berechnung mehrerer alternativer Modellvarianten (siehe Tabellen 26–29 im Anhang) überwiegend erhalten. Eine Abweichung ergibt sich lediglich für Hypothese 2c, wenn zur Kontrolle der Größe das Grundkapital (*Kapital*) der Unternehmen berücksichtigt wird (Tabelle 29). In dieser Spezifikation findet sich zwischen dem Einfluss der größten fünf Eigentümer der Unternehmen und einer systematischen Verkleinerung von Kontrollgremien kein statistisch signifikanter Zusammenhang.

5.7 Fazit

Dieses Kapitel der Arbeit setzt sich mit den Determinanten der Größe von Kontrollgremien deutscher SEs auseinander. Im Vergleich zur AG ist die Anzahl der Mitglieder des SE-Kontrollorgans nicht notwendigerweise an gesetzliche Mindestanforderungen gebunden. Aufgrund dessen ist der Beitrag in diesem Kapitel der erste, welcher die Größe von Kontrollgremien deutscher Kapitalgesellschaften unabhängig von Regulierungseinflüssen untersucht. Da die Größe des Kontrollorgans von SEs bei der Gründung festgelegt wird und sequenziell vom Management und von den Eigentümern der an der Gründung beteiligten Gesellschaften beeinflusst werden kann, lassen sich die Präferenzen dieser beiden Interessensgruppen für bestimmte Gremiengrößen analysieren.

Als vorrangige Aufgabe von Kontrollgremien wird oftmals die Überwachung der Leistung des Managements gesehen, damit sich dieses im Sinne der Eigentümer verhält. Eine eigennutzmaximierende Unternehmensleitung sollte demzufolge die Anzahl der Mitglieder von Kontrollgremien so wählen, dass diese in ihrer Kontrollfunktion möglichst stark eingeschränkt sind. Dabei existieren mehrere theoretische Argumente, die z.B. aufgrund von Free-Rider-Problemen und einer verlangsamten Entscheidungsfindung für eine abnehmende Kontrollleistung mit zunehmender Gremiengröße sprechen.

Im Unterschied zu den meisten vorhergehenden Untersuchungen analysiert diese nicht den Zusammenhang von Gremiengröße und finanziellen Leistungskennzahlen der Unternehmen, um auf dieser Grundlage Rückschlüsse auf die Effektivität der Gremienarbeit zu ziehen. Die Größe des Kontrollorgans wird dagegen als endogene Variable in Abhängigkeit von der Entscheidungsmacht des Managements und weiterer Einflussfaktoren untersucht. Es wird angenommen, dass die Unternehmensleitung die Anzahl der Mitglieder von SE-Kontrollorganen umso stärker beeinflussen kann, je weiter die Eigentumsanteile an einem Unternehmen gestreut sind. Die Ergebnisse multivariater Regressionsanalysen lassen einen signifikant negativen Einfluss unterschiedlicher Größen zum Streubesitz auf die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung der Kontrollgremien von SEs unter die gesetzlichen Mindestanforderungen von AGs erkennen. Das Management von Unternehmen nutzt seinen Einfluss scheinbar nicht, um die Größe von Kontrollgremien systematisch zu verkleinern, was auf eine Präferenz für verhältnismäßig große Gremien hindeutet.

Dennoch lässt sich dieses Ergebnis nicht vorbehaltlos als Beleg für einen Rückgang von Kontrollaktivitäten sehen, wenn die Anzahl der Mitglieder von

Kontrollgremien zunimmt. Eventuell mögen auch andere Charakteristika großer Gremien eine Rolle spielen, die sich positiv auf den Nutzen des Managements auswirken können. So kann z.B. eine qualitativ hochwertigere Beratungsleistung aufgrund einer größeren Anzahl von Personen in den Kontrollgremien einen hohen Stellenwert in der Nutzenfunktion von Managern einnehmen. Ebenso gut lassen sich für die Bevorzugung größerer Kontrollgremien Prestige Gründe anführen, sodass der Nutzen eines narzisstischen Managements mit der Anzahl der Personen steigt. Diese Ursache dürfte für SEs mit einem monistischen Leitungssystem und einem Verwaltungsrat jedoch sehr viel stärker wiegen.

Die zweite Interessensgruppe mit Einfluss auf die Größe der SE-Kontrollgremien sind die Eigentümer der Unternehmen. Vom theoretischen Standpunkt aus haben sie einerseits eine umso stärkere Motivation, das Management zu überwachen, je mehr Eigentumsanteile sie halten. So können sie zur Lösung des Agency-Problems vom Typ I beitragen. Andererseits existieren Argumente, die großen und kontrollierenden Eigentümern zuschreiben, daran interessiert zu sein, ihre Macht ausbauen und ausnutzen zu wollen, indem sie Verschanzungsstrategien verfolgen und z.B. Unternehmensressourcen für den privaten Konsum verwenden. Diese Möglichkeit bietet ihnen der SE-Gründungsprozess. Wenn große Eigentümer ihren Einfluss nutzen und eine Verkleinerung der Kontrollgremien durchsetzen, in welchen sie selbst sitzen oder durch Vertreter repräsentiert werden, lässt sich das Gewicht der eigenen Stimme im Gremium und somit die allgemeine Macht im Unternehmen stärken. Expropriationsaktivitäten zulasten kleinerer Eigentümer sind im Anschluss deutlich einfacher umsetzbar.

Die empirischen Ergebnisse aus Abschnitt 5.6.4 zum Einfluss großer und kontrollierender Eigentümer auf die Größe von SE-Kontrollgremien sind zweigeteilt. Wird Kontrolle lediglich über den Eigentumsanteil des größten Aktionärs abgebildet, findet sich kein Hinweis auf die Umsetzung von Verschanzungsstrategien. Regressionen, welche hingegen explizit auch die Eigentumsanteile der zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten Aktionäre berücksichtigen, kommen zu einem etwas anderen Ergebnis. Folglich steigt die Wahrscheinlichkeit einer Verkleinerung des SE-Kontrollorgans mit den Eigentumsanteilen der fünf größten Aktionäre. Der gleiche Effekt kann beobachtet werden, wenn Kontrolle über die von Mitgliedern des Kontrollgremiums gehaltenen Eigentumsanteile modelliert wird. Inwieweit große Eigentümer ein Interesse daran haben, Kontrollgremien zu verkleinern, ist demnach nicht unabhängig davon, ob es weitere Aktionäre mit einem gewichtigen Eigentumsanteil gibt und wie groß dieser ist. Entgegen

der Annahme (Hypothese 2c) haben weitere bedeutende Eigentümer – neben dem größten – keinen disziplinierenden Effekt auf Entrenchment-Versuche. Vielmehr scheinen die einflussreichsten Eigentümer der Unternehmen miteinander zu kooperieren und das Kontrollgremium in gemeinsamer Absprache zu verkleinern.

Insgesamt gesehen legen die Ergebnisse nahe, dass die SE großen und kontrollierenden Eigentümern die Möglichkeit bietet, ihren Einfluss auf Unternehmen auszubauen, und diese auch in Anspruch genommen wird. Offenbleibt, welche Interessensgruppen durch die Entrenchment-Aktivitäten an Entscheidungsmacht in den Kontrollorganen verlieren. Es lässt sich also auch keine Aussage darüber treffen, wie sich die Reduktion von Mitgliedern des Kontrollgremiums auf kleinere Aktionäre auswirkt.

Die Untersuchung in diesem Kapitel unterliegt zwei Einschränkungen, die bei einer Beurteilung der Aussagekraft der empirischen Ergebnisse miteinbezogen werden sollten. Erstens misst die abhängige Variable zur Größe der Kontrollgremien ausschließlich, ob die jeweilige SE ein kleineres Kontrollorgan hat, als sie dies unter der Rechtsform AG haben müsste. Das bedeutet, Unternehmen, die vor einem Rechtsformwechsel freiwillig einen übergroßen Aufsichtsrat hatten und im SE-Gründungsprozess lediglich eine marginale Anzahl an Mitgliedern entfernten, werden nicht in der „Verkleinerungsgruppe“ erfasst. So bleibt auch völlig unberücksichtigt, in welchem Umfang das Management bzw. große Eigentümer der untersuchten Unternehmen eventuell auf eine Vergrößerung von Kontrollgremien eingewirkt haben. Zweitens sind zum Erhebungszeitpunkt der Daten seit dem Rechtsformwechsel der Unternehmen im Durchschnitt 3,12 Jahre vergangen. Da sich die Argumente der Untersuchung auf den Gründungszeitpunkt beziehen, könnten die Ergebnisse unpräzise sein, falls sich die Eigentümerstruktur oder die Größe von Kontrollgremien über die Zeit verändert hat.

6 Schlussbetrachtung

6.1 Zusammenfassung

Als übergeordnete Fragestellung untersucht die vorliegende Arbeit, inwieweit bestimmte Interessensgruppen in Unternehmen die Rechtsform SE nutzen, um bestehende Governance-Strukturen zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Die Frage stellt sich, weil die gesetzlichen Grundlagen der SE im Vergleich zu deutschen Rechtsformen für Kapitalgesellschaften – und auch anderer EWR-Länder – mehrere Neuerungen hinsichtlich der Governance von Unternehmen enthalten. Diese Untersuchung konzentriert sich auf die Bereiche der unternehmerischen Mitbestimmung von Arbeitnehmern und die Struktur von Kontrollgremien. So sieht die SE-Gesetzgebung in Bezug auf die Beteiligung der Arbeitnehmer, im Gegensatz zum Gesellschaftsrecht der AG, keine festen Quoten in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße vor. Der Umfang an Mitbestimmungsrechten in der SE wird bei der Unternehmensgründung durch freie Verhandlungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern festgelegt. Eine weitere Besonderheit für deutsche Unternehmen: Mitbestimmungsrechte werden auf dem ausgehandelten Niveau eingefroren und müssen für den gesamten Fortbestand der Gesellschaft nicht wieder angepasst werden, wenn dies nicht im Sinne der Eigentümer ist. Hinsichtlich der Struktur ihrer Kontrollgremien besteht für Unternehmen durch die SE zum einen die Neuheit darin, dass sie im Zuge eines Rechtsformwechsels von einem dualistischen zu einem monistischen Leitungssystem ohne einen eigenständigen Aufsichtsrat wechseln können. Zum anderen ist die Größe des Kontrollorgans – nicht wie nach deutscher Gesetzgebung – an bestimmte Mindeststandards gebunden. Die Anzahl der Mitglieder des SE-Kontrollgremiums unterliegt nahezu keinen gesetzlichen Untergrenzen und wird über den Gründungsplan der Kapitalgesellschaften festgelegt. Dieser wird vom Management der an der Gründung beteiligten Gesellschaften ausgearbeitet und muss anschließend von den dazugehörenden Hauptversammlungen genehmigt werden.

Insgesamt wird so deutlich, wie die SE-Gesetzgebung den Eigentümern von Unternehmen die Möglichkeit eröffnet, auf die Mitbestimmungsrechte ihrer Arbeitnehmer einzuwirken, falls sie diese unter nationalen Rechtsformen als zu umfangreich erachten (Kapitel 3). Darüber hinaus lassen sich Mitbestimmungsrechte im Anschluss einer SE-Gründung durch die Unternehmenseigentümer autonom und nach eigenem Ermessen an sich ändernde Bedürfnisse anpassen (Kapitel 4). Die Größe des

Kontrollorgans von SEs spiegelt die Präferenzen des Managements und/oder die der Eigentümer wider. Welche Partei sich dabei durchsetzen kann, hängt davon ab, inwieweit Letztere ihre Interessen auf der entscheidenden Hauptversammlung vertreten (Kapitel 5).

Kapitel 3 der Arbeit befasst sich mit der Teilfragestellung, ob nationale gesetzliche Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung einen Einfluss auf die Anzahl von SE-Gründungen in den Ländern des EWR haben. Das zugrunde liegende Argument findet sich in der Verwässerung von Verfügungsrechten, die sich durch eine verpflichtende Mitbestimmungsregulierung ergeben kann. Denn auf diesem Weg werden den Arbeitnehmern von Unternehmen per Gesetz Kontrollrechte zugewiesen – in diesem Fall Sitze im Kontrollorgan –, die eventuell nicht im Verhältnis zu den von ihnen getätigten unternehmensspezifischen Investitionen stehen. Deshalb sind sie an Entscheidungen beteiligt, deren Konsequenzen sie nicht zu tragen haben. Oder mitunter von größerer Tragweite: Aufgrund gesetzlicher Mitbestimmungsrechte können Arbeitnehmer über Ressourcen der Arbeitgeber verfügen und jene zur Befriedigung eigener Interessen einsetzen. Dies gefährdet das vorrangige Aktionärsziel der Gewinnmaximierung. Indem die Eigentümer von Unternehmen in den EWR-Ländern eine SE gründen, haben sie die Chance, für sie ungünstige Mitbestimmungsstrukturen aufzubrechen. Arbeitnehmerbeteiligung lässt sich so maßgeschneidert an das einzelne Unternehmen anpassen. Daher sollte die Gründung einer SE in Ländern mit nationaler Mitbestimmungsregulierung besonders attraktiv erscheinen.

Der empirische Test dieses erwarteten Zusammenhangs erfolgt anhand eines selbst erhobenen Datensatzes, der für alle 30 EWR-Mitgliedsstaaten die Zahl der SE-Gründungen von 2004 bis 2013 enthält. Negativ binomiale Regressionsanalysen deuten auf einen positiven Einfluss nationaler gesetzlicher Regelungen zur unternehmerischen Mitbestimmung – auch nach Kontrolle weiterer Faktoren – auf die Anzahl von SE-Gründungen in den untersuchten Ländern hin. Demzufolge entscheiden sich besonders häufig Eigentümer von Unternehmen, die ihren Arbeitnehmern per Gesetz Mitbestimmungsrechte einräumen müssen, eine SE zu gründen. Dieses Ergebnis mag zum Ausdruck bringen, dass sich das staatlich geförderte Niveau an Arbeitnehmerrechten negativ auf die gesamtwirtschaftliche Situation von Unternehmenseigentümern auswirken kann. Sie nutzen die SE als Mittel, um dieser Pflicht entkommen zu können. Was dieses Ergebnis aber nicht zu leisten vermag, sind Rückschlüsse darüber, inwieweit es in den untersuchten SEs im Zuge ihrer Gründung tatsächlich zu einer Anpassung bzw. Reduktion von Mitbestimmungsrechten gekommen ist. Das bedeutet, mithilfe der

Untersuchung in Kapitel 3 kann keine abschließende Aussage darüber getroffen werden, ob es den Eigentümern von Unternehmen mittels der SE gelingt, in die Beteiligungsrechte ihrer Arbeitnehmer einzugreifen.

Kapitel 4 der Arbeit untersucht, inwiefern die Eigentümer deutscher Kapitalgesellschaften einen Rechtsformwechsel zur SE vollziehen, um Mitbestimmungsrechte einfrieren zu können. Dabei macht es sich das Gesellschaftsrecht der AG zunutze. Es sieht für Kapitalgesellschaften ab 500 Arbeitnehmern drittelbeteiligte (DrittelbG) und ab 2.000 Arbeitnehmern paritätisch mitbestimmte (MitbestG) Aufsichtsräte vor. Gemäß dem europäischen Gesetzgeber haben die Arbeitnehmer einer SE demgegenüber höchstens Anspruch auf die weitreichendsten Mitbestimmungsrechte, die in einer der Ursprungsgesellschaften Bestand hatten. Aus diesem Grund können deutsche Kapitalgesellschaften mit weniger als 500 Arbeitnehmern bei einem Rechtsformwechsel zur SE für immer mitbestimmungsfrei bleiben. Unternehmen mit weniger als 2.000 Arbeitnehmern wären infolge eines Wechsels niemals dazu verpflichtet, die Hälfte ihrer Aufsichtsratssitze für Arbeitnehmervertreter reservieren zu müssen. Indem die Eigentümer von Unternehmen eine dementsprechende Strategie verfolgen, stellen sie sich aus theoretischer Mitbestimmungssicht zunächst nicht schlechter. Vom Zeitpunkt der SE-Gründung an steht es ihnen jedoch frei, ihre Arbeitnehmer in dem Umfang und in der Weise am Unternehmen zu beteiligen, wie es für sie am gewinnbringendsten scheint. So können Instrumente der freiwilligen Arbeitnehmerbeteiligung – wie z.B. spezielle Arbeitnehmer-Aktienprogramme – an die Stelle staatlich legitimierter Mitbestimmungsrechte treten. Freiwilligen Formen wird im Vergleich zu gesetzlichen häufig attestiert, einen positiven Nettonutzen für die Eigentümer von Unternehmen zu haben. Als Folge dessen sollte zu beobachten sein, dass der Rechtsformwechsel zur SE von deutschen Kapitalgesellschaften nicht unabhängig davon erfolgt, ob sie sich mit der Anzahl ihrer Arbeitnehmer unter- oder oberhalb von mitbestimmungsrelevanten Schwellenwerten befinden.

Diese Hypothese wird in Kapitel 4 unter Verwendung eines Datensatzes getestet, der sowohl Unternehmen mit der Rechtsform SE als auch AG enthält. Die AGs dienen dabei als eine Art Kontrollgruppe. Sie haben die Voraussetzungen für einen Rechtsformwechsel zur SE zwar erfüllt, diesen jedoch nicht vollzogen. Auf der Grundlage von getrennten Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums (2004 bis 2014) lässt sich der vermutete Zusammenhang nicht bestätigen. Die Ergebnisse einer gemeinsamen Analyse aller deutschen SEs bis Ende des

Jahres 2014 deuten aber auf eine signifikant höhere Anzahl an Gründungen unterhalb der gesetzlichen Schwellenwerte von 500 und 2.000 Arbeitnehmern hin als darüber. Inwiefern sich ein empirischer Hinweis darauf finden lässt, dass Eigentümer deutscher Kapitalgesellschaften eine SE gründen, um Mitbestimmungsrechte präventiv einfrieren zu können, hängt also von der methodischen Vorgehensweise ab.

Kapitel 5 der Arbeit untersucht, wie sich zum einen der Einfluss des Managements und zum anderen die Existenz großer Eigentümer auf die Anzahl der Mitglieder von SE-Kontrollgremien auswirkt. Da das Management der Ursprungsunternehmen über den Gründungsplan einer SE eine Empfehlung für die Größe des Kontrollorgans ausspricht, kann es seine diesbezüglichen Präferenzen zum Ausdruck bringen. Je weiter die Unternehmen im Streubesitz gehalten werden bzw. je weniger Aktionäre einen Anreiz haben, in den SE-Gründungsprozess einzugreifen, desto eher wird sich das Management mit seinem Vorschlag durchsetzen. Zwischen der Unternehmensleitung und den Eigentümern besteht gemäß gängiger Theorien ein Interessenskonflikt. Daher besteht eine der Aufgaben des Kontrollgremiums darin, das Management zu überwachen und es zu motivieren, sich im Sinne der Eigentümer zu verhalten. So scheint es durchaus plausibel, anzunehmen, dass die Größe eines SE-Kontrollorgans zum Nachteil für dessen Überwachungsfunktion gewählt ist, wenn das Management seine Präferenz verwirklichen kann. Aufgrund hoher Kommunikations- und Koordinationskosten werden große Gremien in der Literatur häufig als die schlechteren Kontrolleure gehandelt.

Die empirischen Ergebnisse in Kapitel 5 zeigen eine abnehmende Wahrscheinlichkeit für die Verkleinerung des Kontrollgremiums von SEs unter die Mindeststandards von AGs, wenn der Einfluss des Managements auf diese Entscheidung steigt. Gemäß diesem Befund wird die Chance, Mitglieder aus dem Kontrollgremium zu entfernen, von der Unternehmensleitung nicht systematisch genutzt. Sie scheint eine Präferenz für größere Gremien zu haben. Obwohl die Ergebnisse das zugrunde gelegte Argument stützen, wäre es sicherlich zu weit gegriffen, diese als empirische Evidenz für eine abnehmende Kontrollleistung mit zunehmender Gremiengröße zu interpretieren.

Da die Eigentümer der beteiligten Kapitalgesellschaften den vom Management vorgelegten SE-Gründungsplan mittels einer Hauptversammlung genehmigen müssen, sind sie die zweite Interessensgruppe mit Einfluss auf die Anzahl der Mitglieder des Kontrollorgans. Aktionäre mit einem relativ kleinen Eigentumsanteil werden dabei keine starke Motivation haben, überhaupt in den SE-Gründungsprozess einzugreifen. Außerdem würden ihre Stimmrechte nicht ausreichen, um sich gegen Eigentümer mit

einem gewichtigen Anteil am Unternehmen durchzusetzen. Sind in der Eigentümerstruktur der Kapitalgesellschaften also große und kontrollierende Aktionäre vertreten, sollte die Anzahl der Mitglieder des SE-Kontrollorgans ihre Präferenzen widerspiegeln. Diesem Aktionärstyp wird häufig unterstellt, seine Macht über Unternehmensressourcen nachhaltig zu sichern und ausbauen zu wollen, was zulasten anderer (kleinerer) Aktionäre gehen kann. Der SE-Gründungsprozess bietet hierfür Gelegenheit. Über eine Verkleinerung des Kontrollorgans kann der eigenen Stimme in diesem Gremium ein stärkeres Gewicht verliehen werden. Strategische Unternehmensentscheidungen lassen sich so einfacher an den eigenen Interessen ausrichten.

Die empirische Analyse dieses Zusammenhangs in Kapitel 5 liefert zwei aussagekräftige Ergebnisse: 1) Mit dem kumulierten Eigentumsanteil, der von Mitgliedern des Kontrollorgans gehalten wird, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die untersuchten Unternehmen kleinere Kontrollgremien haben, als sie dies unter der Rechtsform AG haben müssten. 2) Der Einfluss des Eigentumsanteils des größten Aktionärs auf diese Wahrscheinlichkeit ist nur dann signifikant (positiv), wenn auch die Eigentumsanteile des zweit-, dritt-, viert- und fünftgrößten Aktionärs berücksichtigt werden. Wird Kontrolle durch große Aktionäre also über eine der wohl präzisesten Formen – direkte Beteiligung am Kontrollorgan – gemessen, scheinen diese die SE zu nutzen, um ihren Einfluss auf das Unternehmen auszubauen. Ferner haben weitere bedeutende Aktionäre, neben dem größten, offensichtlich keinen disziplinierenden Effekt. Vielmehr beschließen die einflussreichsten Teilhaber an Unternehmen, in Gemeinschaft Gremienstrukturen zu ihrem Vorteil zu verändern. Zu bedenken bleibt jedoch, dass keine Aussage darüber getroffen werden kann, inwiefern sich dieses Verhalten auf andere Eigentümer auswirkt.

6.2 Ausblick

Insgesamt kann diese Arbeit zeigen, wie sich durch die Besonderheiten der Ausgestaltung des SE-Gesellschaftsrechts für verschiedene Interessensgruppen die Möglichkeit ergibt, die Governance-Strukturen von Unternehmen zu verändern. Die empirischen Befunde deuten darauf hin, dass die Gründung einer SE für Unternehmenseigentümer in Ländern mit nationalen Mitbestimmungsgesetzen besonders attraktiv erscheint. Eine Erklärung liefert die Verhandelbarkeit von Mitbestimmungsrechten. Ungeklärt bleibt, ob sich die Eigentümer von Kapitalgesellschaften in diesen Verhandlungen durchsetzen und

Arbeitnehmerrechte gemäß ihren Interessen anpassen können. Die Beantwortung dieser Frage verbleibt für zukünftige Untersuchungen. Diese könnten dadurch auch testen, ob und inwieweit die neue Rechtsform SE die europäische Mitbestimmungslandschaft tatsächlich nachhaltig verändert. Die hier gefundenen deskriptiven Hinweise zur Motivation deutscher SE-Gründungen werfen ebenfalls weiteren Forschungsbedarf auf. Unter Einbezug zusätzlicher Unternehmenscharakteristika muss geklärt werden, inwiefern die SE von deutschen Unternehmenseigentümern gewählt wird, um Mitbestimmungsrechte präventiv einzufrieren. Durchaus interessant scheint auch die Frage, wie sich die Veränderungen von SE-Gremienstrukturen und damit einhergehende Machtverschiebungen in Unternehmen langfristig auf kleinere Aktionäre bzw. deren externen Finanzierungsmöglichkeiten auswirken. Zum Ende dieser Untersuchung existieren europaweit insgesamt 2.574 SEs. Diese Anzahl ist im Vergleich zu allen Kapitalgesellschaften des EWR immer noch verhältnismäßig klein. Allerdings kommen täglich Unternehmen hinzu, die sich für die SE entscheiden, sodass eine erneute Überprüfung der hier gefundenen Zusammenhänge nach einer gewissen Zeit interessant sein dürfte.

Literaturverzeichnis

- Abowd, John M. (1990): Does performance-based managerial compensation affect corporate performance? *Industrial and Labor Relations Review*, 43(3), 52–73.
- Acharya, Viral V.; Myers, Stewart C. und Rajan, Raghuram G. (2011): The internal governance of firms. *The Journal of Finance*, 66(3), 689–720.
- Adams, Renée B. und Ferreira, Daniel (2007): A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217–250.
- Adams, Renée B.; Hermalin, Benjamin E. und Weisbach, Michael S. (2010): The Role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- Addison, John T. und Schnabel, Claus (2011): Worker directors: A German product that did not export? *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 50(2), 354–374.
- Addison, John T.; Schnabel, Claus und Wagner, Joachim (2001): Works councils in Germany: Their effects on establishment performance. *Oxford Economic Papers*, 53(4), 659–694.
- Admati, Anat R.; Pfleiderer, Paul und Zechner, Josef (1994): Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1097–1130.
- Agrawal, Anup und Knoeber, Charles R. (1996): Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Agrawal, Anup und Knoeber, Charles R. (2001): Do some outside directors play a political role? *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179–198.
- Agresti, Alan (2015): Foundations of linear and generalized linear models. Wiley: Hoboken (NJ).
- Akhigbe, Aigbe und Martin, Anna D. (2006): Valuation impact of Sarbanes–Oxley: Evidence from disclosure and governance within the financial services industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(3), 989–1006.
- Albright, Christian S.; Winston, Wayne L. und Zappe, Christopher J. (2011): Data analysis and decision making. 4. Auflage. Cengage Learning: Mason (OH).
- Alchian, Armen A. (1984): Specificity, specialization, and coalitions. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 140(1), 34–49.

- Aldrich, John H. und Nelson, Forrest D. (1984): Linear probability, logic, and probit models. 4. Auflage. Sage: Newbury Park (CA).
- Anderson, Soren und Newell, Richard G. (2003): Simplified marginal effects in discrete choice models. *Economics Letters*, 81(3), 321–326.
- Andrade, Gregor M.-M.; Mitchell, Mark L. und Stafford, Erik (2001): New evidence and perspectives on mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120.
- Aoki, Masahiko (1984): The co-operative game theory of the firm. Clarendon Press und Oxford University Press: New York (NY) und Oxford.
- Arcot, Sridhar; Bruno, Valentina und Faure-Grimaud, Antoine (2010): Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, 30(2), 193–201.
- Attig, Najah; El Ghouli, Sadok; Guedhami, Omrane und Rizeanu, Sorin (2013): The governance role of multiple large shareholders: Evidence from the valuation of cash holdings. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 419–451.
- Attig, Najah; Guedhami, Omrane und Mishra, Dev (2008): Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 721–737.
- Baltagi, Badi H. (2011): Econometrics. 5. Auflage. Springer: Berlin u.a.
- Banker, Rajiv D. und Datar, Srikant M. (1989): Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research*, 27(1), 21–39.
- Bartus, Tamás (2005): Estimation of marginal effects using margeff. *The Stata Journal*, 5(3), 309–329.
- Basu, Nilanjan und Dimitrov, Orlin (2010): Sarbanes-Oxley, governance, performance, and valuation. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(1), 32–45.
- Bates, Thomas W.; Becher, David A. und Lemmon, Michael L. (2008): Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 656–677.
- Baum, Christopher F. (2006): An introduction to modern econometrics using Stata. Stata Press: College Station (TX).
- Baysinger, Barry und Hoskisson, Robert E. (1990): The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72–87.

- Bebchuk, Lucian A. und Cohen, Alma (2005): The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 409–433.
- Bebchuk, Lucian A.; Cohen, Alma und Ferrell, Allen (2009): What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Bebchuk, Lucian A. und Fried, Jesse M. (2005): Pay without performance: Overview of the issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8–23.
- Becht, Marco; Bolton, Patrick und Röell, Ailsa (2003): Corporate governance and control. In: Constantinides, George M.; Harris, Milton und Stulz, Rene M. (Hrsg.): *Handbook of the economics of finance*. Elsevier: Amsterdam, 1–109.
- Becker, Gary S. (1962): Investment in human capital: A theoretical analysis. *Journal of Political Economy*, 70(5), 9–49.
- Becker, Jörn und Jannott, Dirk (2014): *Handbuch der Europäischen Aktiengesellschaft - Societas Europaea: Eine umfassende und detaillierte Darstellung für die Praxis unter Berücksichtigung sämtlicher Mitgliedstaaten der EU und des EWR. 2., neu bearbeitete Auflage*. Müller: Heidelberg.
- Bennedsen, Morten und Wolfenzon, Daniel (2000): The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 113–139.
- Ben-Ner, Avner und Jones, Derek C. (1995): Employee participation, ownership, and productivity: A theoretical framework. *Industrial Relations*, 34(4), 532–554.
- Berle, Adolf A. und Means, Gardiner G. (1932): *The modern corporation and private property*. MacMillan: New York (NY).
- Bermig, Andreas und Frick, Bernd (2010): Board size, board composition and firm performance: Empirical evidence from Germany. Diskussionspapier: SSRN Journal, [<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1623103>].
- Bermig, Andreas und Frick, Bernd (2011a): Determinanten der "Übergröße" deutscher Aufsichtsräte. *Schmollers Jahrbuch*, 131(1), 169–194.
- Bermig, Andreas und Frick, Bernd (2011b): Mitbestimmung und Unternehmensperformance: Der Einfluss von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat auf den Unternehmenswert. *Die Betriebswirtschaft*, 71(3), 281–304.
- Betrand, Marianne und Mullainathan, Sendhil (1999): Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation. *The Rand Journal of Economics*, 30(3), 535–554.
- Bhagat, Sanjai und Black, Bernard (1999): The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 54, 921–963.

- Bhagat, Sanjai und Black, Bernard (2001): Non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–273.
- Bianchi, Marcello; Ciavarella, Angela; Novembre, Valerio und Signoretti, Rossella (2011): Comply or explain: Investor protection through the Italian corporate governance code. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(1), 107–121.
- Black, Kenneth U. (2012): *Business statistics: For contemporary decision making*. 7. Auflage. Wiley: Hoboken (NJ).
- Blasi, Joseph R.; Conte, Michael und Kruse, Douglas L. (1996): Employee stock ownership and corporate performance among public companies. *Industrial and Labor Relations Review*, 50(1), 60–79.
- Blasi, Joseph R.; Kruse, Douglas L. und Weltmann, Dan (2013): Firm survival and performance in privately held ESOP companies. In: Kruse, Douglas L. (Hrsg.): *Sharing ownership, profits, and decision-making in the 21st century: Advances in the economic analysis of participatory & labour-managed firms*. Emerald: Bingley, 109–124.
- Boone, Audra L.; Field, Laura C.; Karpoff, Jonathan M. und Raheja, Charu G. (2007): The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101.
- Booth, James R. und Deli, Daniel N. (1999): On executives of financial institutions as outside directors. *Journal of Corporate Finance*, 5(3), 227–250.
- Breit, Peter T. (2010): *Societas Europaea (SE) und Societas Cooperativa Europaea (SCE): Bewertung der Rechtsgrundlagen und ihrer Auswirkungen aus der Sicht der Arbeitnehmer deutscher Unternehmen*. LIT-Verlag: Münster.
- Buchenau, Martin-W. und Fröndhoff, Bert (2007): Porsche wandelt sich trickreich, [<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/europa-ag-porsche-wandelt-sich-trickreich/2827760.html>], Zugriff am: 29.04.2016.
- Bungert, Hartwin und Beier, Constantin H. (2002): Europäische Aktiengesellschaft – Das Statut und seine Umsetzung in die Praxis. *Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht*, 2002(1), 1–12.
- Burkart, Mike; Gromb, Denis und Panunzi, Fausto (1997): Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693–782.
- Burns, Natasha und Kedia, Simi (2006): The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 35–67.

- Byrd, Daniel T. und Mizruchi, Mark S. (2005): Bankers on the board and the debt ratio of firms. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 129–173.
- Cameron, Adrian C. und Trivedi, Pravin K. (2010): *Microeconometrics using Stata*. 1., überarbeitete Auflage. Stata Press: College Station (TX).
- Cameron, Adrian C. und Trivedi, Pravin K. (2013): *Regression analysis of count data*. 2. Auflage. Cambridge University Press: Cambridge.
- Campbell, Kevin; Jerzemowska, Magdalena und Najman, Krzysztof (2009): Corporate governance challenges in Poland: Evidence from “comply or explain” disclosures. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(5), 623–634.
- Cankar, Nina K.; Deakin, Simon und Simoneti, Marko (2010): The reflexive properties of corporate governance codes: The reception of the "comply-or-explain" approach in Slovenia. *Journal of Law and Society*, 37(3), 501–525.
- Capezio, Alessandra; Shields, John und O'Donnell, Michael (2011): Too good to be true: Board structural independence as a moderator of CEO pay-for-firm-performance. *Journal of Management Studies*, 48(3), 487–513.
- Casamatta, Cathrine und Guembel, Alexander (2010): Managerial legacies, entrenchment, and strategic inertia. *The Journal of Finance*, 65(6), 2403–2436.
- Chen, Huafeng J.; Kacperczyk, Marcin und Ortiz-Molina, Hernan (2012): Do nonfinancial stakeholders affect the pricing of risky debt? Evidence from unionized workers. *Review of Finance*, 16(2), 347–383.
- Cheng, Shijun (2008): Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157–176.
- Chhaochharia, Vidhi und Grinstein, Yaniv (2007): Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules. *The Journal of Finance*, 62(4), 1789–1825.
- Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Fan, Joseph P. H. und Lang, Larry H. P. (2002): Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Claessens, Stijn; Djankov, Simeon und Lang, Larry H. P. (2000): The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81–112.
- Coase, Ronald H. (1937): The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 368–405.
- Cochran, William G. (1952): The χ^2 test of goodness of fit. *The Annals of Mathematical Statistics*, 23(3), 315–345.

- Coles, Jeffrey L.; Daniel, Naveen D. und Naveen, Lalitha (2008): Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Comment, Robert und Schwert, G. William (1995): Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 3–43.
- Conyon, Martin J. und Peck, Simon I. (1998): Board size and corporate performance: Evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4(3), 291–304.
- Cordeiro, Kames J. und Veliyath, Rajaram (2003): Beyond pay for performance: A panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, 21(1), 56–66.
- Coughlan, Anne T. und Schmidt, Ronald M. (1985): Executive compensation, management turnover, and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 43–66.
- Cubbin, John und Leech, Dennis (1983): The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement. *The Economic Journal*, 93(370), 351–369.
- Dahya, Jay und McConnell, John J. (2007): Board composition, corporate performance, and the cadbury committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 535–564.
- Dahya, Jay; McConnell, John J. und Travlos, Nickolaos G. (2002): The cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *The Journal of Finance*, 57(1), 461–483.
- Dalton, Dan R.; Hitt, Michael A.; Certo, Trevis S. und Dalton, Catherine M. (2007): The fundamental agency problem and its mitigation. *The Academy of Management Annals*, 1(1), 1–64.
- Dalton, Dan R.; Johnson, Jonathan L. und Ellstrand, Alan E. (1999): Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.
- Dalton, Dan. R.; Daily, Catherine M.; Certo, Trevis S. und Roengpitya, Rungpen (2003): Meta-analyses of financial performance and equity: Fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, 46(1), 13–26.
- DeFond, Mark L. und Park, Chul W. (1999): The effect of competition on CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 27(1), 35–56.

- Demsetz, Harold (1983): The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375–390.
- Demsetz, Harold und Lehn, Kenneth (1985): The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177.
- Demsetz, Harold und Villalonga, Belén (2001): Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233.
- Denis, David J. und Denis, Diane K. (1995): Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance*, 50(4), 1029–1057.
- Denis, David J.; Denis, Diane K. und Sarin, Atulya (1997): Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193–221.
- Depken, Craig A. und Ouyang, Bo (2006): The impact of the Sarbanes-Oxley Act: Early evidence from earnings management. *Applied Financial Economics Letters*, 2(6), 347–351.
- Devers, Cynthia E.; Cannella, Albert A.; Reilly, Gregory P. und Yoder, Michele E. (2007): Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management*, 33(6), 1016–1072.
- Dilger, Alexander (2006): Kooperation zwischen Betriebsrat und Management - Die Sicht beider Seiten und deren Folgen. *Journal of Economics and Statistics*, 226(5), 562–578.
- Dittmann, Ingolf; Maug, Ernst und Schneider, Christoph (2010): Bankers on the boards of german firms: What they do, what they are worth, and why they are (still) there. *Review of Finance*, 14(1), 35–71.
- Dow, Gregory K. (1987): The function of authority in transaction cost economics. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 8(1), 13–38.
- Eidenmüller, Horst; Engert, Andreas und Hornuf, Lars (2009): Incorporating under European law: The Societas Europaea as a vehicle for legal arbitrage. *European Business Organization Law Review*, 10(1), 1–33.
- Eidenmüller, Horst; Engert, Andreas und Hornuf, Lars (2010): How does the market react to the Societas Europaea? *European Business Organization Law Review*, 11(1), 35–50.
- Eidenmüller, Horst und Lasák, Jan (2012): The Czech Societas Europaea puzzle. *Journal of Corporate Law Studies*, 12(2), 237–254.
- Eisenberg, Theodore; Sundgren, Stefan und Wells, Martin (1998): Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.

- Emerson, Richard M. (1962): Power-dependence relations. *American Sociological Review*, 27(1), 31–41.
- Faccio, Mara und Lang, Larry H. P. (2002): The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395.
- Faccio, Mara; Marchica, Maria-Teresa und Mura, Roberto (2011): Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, 24(11), 3601–3641.
- Faleye, Olubunmi (2003): Are large boards poor monitors? Evidence from CEO turnover. Diskussionspapier: SSRN Journal, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498285].
- Faleye, Olubunmi; Mehrotra, Vikas und Morck, Randall (2006): When labor has a voice in corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 489–510.
- Fama, Eugene F. (1980): Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, Eugene F. und Jensen, Michael C. (1983a): Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Fama, Eugene F. und Jensen, Michael C. (1983b): Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fauver, Larry und Fuerst, Michael E. (2006): Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 673–710.
- Fauzi, Fitriya und Locke, Stuart (2012): Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), 43–67.
- Feltham, Gerald A. und Xie, Jim (1994): Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. *The Accounting Review*, 69(3), 429–453.
- Fisher, Ronald A. (1935): The logic of inductive inference. *Journal of the Royal Statistical Society*, 98(1), 39–82.
- FitzRoy, Felix und Kraft, Kornelius (1993): Economic effects of codetermination. *The Scandinavian Journal of Economics*, 95(3), 365–375.
- FitzRoy, Felix und Kraft, Kornelius (2005): Co-determination, efficiency and productivity. *British Journal of Industrial Relations*, 43(2), 233–247.

- Franks, Julian und Mayer, Colin (1996): Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 163–181.
- Freeman, Richard B. und Lazear, Edward P. (1995): An economic analysis of works councils. In: Rogers, Joel und Streeck, Wolfgang (Hrsg.): Works councils: Consultation, representation, and cooperation in industrial relations. University of Chicago Press: Chicago und London, 27–52.
- Freeman, Richard B. und Medoff, James L. (1985): What do unions do? *Industrial and Labor Relations Review*, 38(2), 244–259.
- Frick, Bernd und Möller, Iris (2003): Mandated works councils and firm performance: Labor productivity and personnel turnover in German establishments. *Schmollers Jahrbuch*, 123(3), 423–454.
- Fudenberg, Drew und Tirole, Jean (1995): A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75–93.
- Furubotn, Eirik G. (1988): Codetermination and the modern theory of the firm: A property-rights analysis. *The Journal of Business*, 61(2), 165–181.
- Gaver, Jennifer J. und Gaver, Kenneth M. (1993): Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 125–160.
- Gerum, Elmar und Debus, Malte (2006): Die Größe des Aufsichtsrats als rechtspolitisches Problem - Einige empirische Befunde. Diskussionspapier: Marburger Corporate Governance Forschung Arbeitspapier Nr. 1, [<https://www.uni-marburg.de/fb02/bwl11/publikationen/workingpaperseries1.pdf>].
- Gillan, Stuart L.; Hartzell, Jay C. und Starks, Laura T. (2003): Explaining corporate governance: Boards, bylaws, and charter provisions. Diskussionspapier: Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper Nr. 2003-03, [<http://www.worldlii.org/int/journals/lsn/abstracts/442740.html#PaperDownload>].
- Gilson, Ronald J. und Kraakman, Reinier (1991): Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors. *Stanford Law Review*, 43(4), 863–906.
- Gilson, Stuart C. (1989): Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 241–262.
- Ginglinger, Edith; Megginson, William und Waxin, Timothée (2011): Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 868–887.

- Goette, Wulf und Habersack, Mathias (2012): Münchner Kommentar zum Aktiengesetz: Europäisches Aktienrecht SE-VO SE-BG Europäische Niederlassungsfreiheit. 3. Auflage. C.H. Beck und Franz Vahlen: München.
- Gold, Michael und Schwimbersky, Sandra (2008): The European Company Statute: Implications for industrial relations in the European Union. *European Journal of Industrial Relations*, 14(1), 46–64.
- Gompers, Paul A.; Ishii, Joy L. und Metrick, Andrew (2003): Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Gorton, Gary und Schmid, Frank A. (2004): Capital, labor, and the firm: A study of German codetermination. *Journal of the European Economic Association*, 2(5), 863–905.
- Goyal, Vidhan K. und Park, Chul W. (2002): Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49–66.
- Gravetter, Frederick J. und Wallnau, Larry B. (2008): Essentials of statistics for the behavioral sciences. 6. Auflage. Wadsworth und Cengage Learning: Belmont (CA).
- Griffin, Paul A. und Lont, David H. (2007): An analysis of audit fees following the passage of Sarbanes-Oxley. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 14(2), 161–192.
- Grossman, Sanford J. und Hart, Oliver D. (1986): The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.
- Guedri, Zied und Hollandts, Xavier (2008): Beyond dichotomy: The curvilinear impact of employee ownership on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 460–474.
- Guler, Aras und Duygu, Kurt (2012): The effects of stock option compensation on managerial risk taking behavior and firm financial performance: The global financial crisis from a different perspective. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 4(2), 77–90.
- Güner, Burak A.; Malmendier, Ulrike und Tate, Geoffrey (2008): Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 325–354.
- Guo, Lixiong und Masulis, Ronald W. (2015): Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *Review of Financial Studies*, 28(10), 2770–2811.

- Gurdon, Michael A. und Rai, Anoop (1990): Codetermination and enterprise performance: Empirical evidence from West Germany. *Journal of Economics and Business*, 42(4), 289–302.
- Hadlock, Charles J. und Lumer, Gerald B. (1997): Compensation, turnover, and top management incentives: Historical evidence. *The Journal of Business*, 70(2), 153–187.
- Haleblian, Jerayr und Finkelstein, Sydney (1993): Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of Management Journal*, 36(4), 844–863.
- Hall, Brian J. und Liebman, Jeffrey B. (1998): Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653–691.
- Hall, Brian J. und Murphy, Kevin J. (2002): Stock options for undiversified executives. *Journal of Accounting and Economics*, 33(1), 3–42.
- Hambrick, Donald C. und D'Aveni, Richard A. (1992): Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies. *Management Science*, 38(10), 1445–1466.
- Hans-Böckler-Stiftung (2016a): Nur wenige missbrauchen die Europa-AG. *Böckler Impuls*, 2016(3), 1.
- Hans-Böckler-Stiftung (2016b): Wie Firmen die Mitbestimmung aushebeln. *Böckler Impuls*, 2016(7), 2–3.
- Hare, Paul A. (1952): A study of interaction and consensus in different sized groups. *American Sociological Review*, 17(3), 261–267.
- Harris, Jared und Bromiley, Philip (2007): Incentives to cheat: The influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation. *Organization Science*, 18(3), 350–367.
- Harris, Milton und Raviv, Artur (2008): A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21(4), 1797–1832.
- Hart, Oliver D. und Moore, John (1990): Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158.
- Hartzell, Jay C. und Starks, Laura T. (2003): Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351–2374.
- Hausman, Jerry A. und Taylor, William E. (1981): Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 49(6), 1377–1398.

- Healy, Paul M. (1985): The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 85–107.
- Heinze, Meinhard (2002): Die Europäische Aktiengesellschaft. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 31(1), 66–95.
- Hermalin, Benjamin E. und Weisbach, Michael S. (1991): The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101–112.
- Hermalin, Benjamin E. und Weisbach, Michael S. (1998): Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88(1), 96–118.
- Hermalin, Benjamin E. und Weisbach, Michael S. (2003): Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
- Himmelberg, Charles P.; Hubbard, Glenn R. und Palia, Darius (1999): Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353–384.
- Hirschman, Albert O. (1974): Exit, voice, and loyalty: Further reflections and a survey of recent contributions. *Social Science Information*, 13(1), 7–26.
- Hirte, Herbert (2002): Die Europäische Aktiengesellschaft. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 5(1), 1–10.
- Hochberg, Yael V. und Lindsey, Laura (2010): Incentives, targeting, and firm performance: An analysis of non-executive stock options. *Review of Financial Studies*, 23(11), 4148–4186.
- Holderness, Clifford G. und Sheehan, Dennis P. (1988): The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 317–346.
- Holmström, Bengt (1979): Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91.
- Hommelhoff, Peter (2001): Einige Bemerkungen zur Organisationsverfassung der Europäischen Aktiengesellschaft. *Die Aktiengesellschaft*, 46(6), 279–288.
- Hsiao, Cheng (2003): Analysis of panel data. Cambridge University Press: Cambridge.
- Huang, Qianqian; Jiang, Feng; Lie, Erik und Yang, Ke (2014): The role of investment banker directors in M&A. *Journal of Financial Economics*, 112(2), 269–286.

- Huddart, Steven (1993): The effect of a large shareholder on corporate value. *Management Science*, 39(11), 1407–1421.
- Huson, Mark R.; Parrino, Robert und Starks, Laura T. (2001): Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265–2297.
- Huyghebaert, Nancy und Wang, Lihong (2012): Expropriation of minority investors in Chinese listed firms: The role of internal and external corporate governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 308–332.
- Jain, Pankaj K. und Rezaee, Zabihollah (2006): The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and capital-market behavior: Early evidence. *Contemporary Accounting Research*, 23(3), 629–654.
- Jensen, Michael C. (1986): Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, Michael C. (1988): Takeovers: Their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21–48.
- Jensen, Michael C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, Michael C. und Meckling, William H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, Michael C. und Meckling, William H. (1979): Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. *The Journal of Business*, 52(4), 469–506.
- Jensen, Michael C. und Murphy, Kevin J. (1990): Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Jensen, Michael C. und Ruback, Richard S. (1983): The market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5–50.
- Jirjahn, Uwe (2003): Produktivitätswirkungen betrieblicher Mitbestimmung - Welchen Einfluss haben Betriebsgröße und Tarifbindung? *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 73(4), 63–85.
- Jirjahn, Uwe (2011): Ökonomische Wirkungen der Mitbestimmung in Deutschland: Ein Update. *Schmollers Jahrbuch*, 131(1), 3–57.

- Johnson, Simon; Boone, Peter; Breach, Alasdair und Friedman, Eric (2000): Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 141–186.
- Jones, Derek C. und Kato, Takao (1995): The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: Evidence from Japanese panel data. *The American Economic Review*, 85(3), 391–414.
- Kahn, Charles und Winton, Andrew (1998): Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *The Journal of Finance*, 53(1), 99–129.
- Kalss, Susanne und Hügél, Hanns F. (2004): Europäische Aktiengesellschaft - SE Kommentar. Linde: Wien.
- Kaptein, Muel und Schwartz, Mark S. (2007): The effectiveness of business codes: A critical examination of existing studies and the development of an integrated research model. *Journal of Business Ethics*, 77(2), 111–127.
- Ke, Bin; Petroni, Kathy und Safieddine, Assem (1999): Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: Evidence from publicly and privately-held insurance companies. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 185–209.
- Keay, Andrew (2014): Comply or explain in corporate governance codes: In need of greater regulatory oversight? *Legal Studies*, 34(2), 279–304.
- Keller, Berndt (2002): The European Company Statute: Employee involvement - and beyond. *Industrial Relations Journal*, 33(5), 424–445.
- Keller, Berndt und Werner, Frank (2008a): Negotiated forms of worker involvement in the European Company (SE) - first empirical evidence and conclusions. *Management Revue*, 19(4), 291–306.
- Keller, Berndt und Werner, Frank (2008b): The establishment of the European Company: The first cases from an industrial relations perspective. *European Journal of Industrial Relations*, 14(2), 153–175.
- Keller, Berndt und Werner, Frank (2009): Arbeitnehmerbeteiligung in der Europäischen Aktiengesellschaft (SE) – Empirische Befunde und (un-)erwartete Konsequenzen. *WSI-Mitteilung*, 2009(8), 416–424.
- Keller, Berndt und Werner, Frank (2012): New forms of employee involvement at European level - the case of the European Company (SE). *British Journal of Industrial Relations*, 50(4), 620–643.

- Kim, Han E. und Ouimet, Paige (2014): Broad-based employee stock ownership: Motives and outcomes. *The Journal of Finance*, 69(3), 1273–1319.
- Kim, Kyonghee (2010): Blockholder monitoring and the efficiency of pay-performance benchmarking. *Journal of Corporate Finance*, 16(5), 748–766.
- Kirshner, Jodie A. (2010): A third way: Regional restructuring and the Societas Europaea. *European Company and Financial Law Review*, 7(3), 444–478.
- Kluge, Norbert und Stollt, Michael (2006): Die Europäische Aktiengesellschaft (SE) - Perspektiven für eine europäische Unternehmensmitbestimmung. Social Development Agency: Brüssel.
- Knyazeva, Anzhela; Knyazeva, Diana und Masulis, Ronald W. (2013): The supply of corporate directors and board independence. *Review of Financial Studies*, 26(6), 1561–1605.
- Kogan, Nathan und Wallach, Michael A. (1966): Modification of a judgmental style through group interaction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 4(2), 165–174.
- Kraft, Kornelius und Niederprüm, Antonia (1999): Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 40(1), 17–27.
- Kramer, Brent (2010): Employee ownership and participation effects on outcomes in firms majority employee-owned through employee stock ownership plans in the US. *Economic and Industrial Democracy*, 31(4), 449–476.
- Kruse, Douglas L. (1992): Profit sharing and productivity: Microeconomic evidence from the United States. *The Economic Journal*, 102(410), 24–36.
- Kumbhakar, Subal C. und Dunbar, Amy E. (1993): The elusive ESOP—productivity link: Evidence from U.S. firm-level data. *Journal of Public Economics*, 52(2), 273–283.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencino; Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1998): Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Laeven, Luc und Levine, Ross (2008): Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579–604.
- Lambert, Richard A. und Larcker, David F. (1985): Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 179–203.

- Lambert, Richard A. und Larcker, David F. (1987): An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research*, 25, 85–125.
- Laux, Volker (2008): Board independence and CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 137–171.
- Lazear, Edward P. (2009): Firm-specific human capital: A skill-weights approach. *Journal of Political Economy*, 117(5), 914–940.
- Lehmann, Erik E.; Warning, Susanne und Weigand, Jürgen (2004): Governance structures, multidimensional efficiency and firm profitability. *Journal of Management & Governance*, 8(3), 279–304.
- Lehmann, Erik E. und Weigand, Jürgen (2000): Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *Review of Finance*, 4(2), 157–195.
- Lehn, Kenneth M.; Patro, Sukesh und Zhao, Mengxin (2009): Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780.
- Levine, David I. und Tyson, Laura A. (1990): Participation, productivity, and the firm's environment. In: Blinder, Alan S. (Hrsg.): *Paying for productivity: A look at the evidence*. Brookings Institution: Washington (DC), 183–234.
- Linck, James S.; Netter, Jeffrey M. und Yang, Tina (2008): The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328.
- Lipton, Martin und Lorsch, Jay W. (1992): A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
- Litvak, Kate (2007): The effect of the Sarbanes-Oxley Act on non-US companies cross-listed in the US. *Journal of Corporate Finance*, 13(2), 195–228.
- Loderer, Claudio und Peyer, Urs (2002): Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management*, 8(2), 165–192.
- Long, Scott J. (1997): *Regression models for categorical and limited dependent variables*. Sage: Thousand Oaks (CA).
- Long, Scott J. und Freese, Jeremy (2006): *Regression models for categorical dependent variables using Stata*. 2. Auflage. Stata Press: College Station (TX).
- Luo, Yan und Salterio, Steven E. (2014): Governance quality in a “comply or explain” governance disclosure regime. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 460–481.

- Lutter, Marcus (2005): Die Europäische Gesellschaft. Schmidt: Köln.
- MacNeil, Iain und Li, Xiao (2006): “Comply or Explain”: Market discipline and non-compliance with the Combined Code. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 486–496.
- Mak, Yuen T. und Roush, Melvin L. (2000): Factors affecting the characteristics of boards of directors. *Journal of Business Research*, 47(2), 147–159.
- Manne, Henry G. (1965): Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110–120.
- Martin, Kenneth J. und McConnell, John J. (1991): Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *The Journal of Finance*, 46(2), 671–687.
- Masulis, Ronald W. und Mobbs, Shawn (2011): Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, 66(3), 823–872.
- Maury, Benjamin und Pajuste, Anete (2005): Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813–1834.
- McConnell, John J. und Servaes, Henri (1990): Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
- McKendall, Marie; DeMarr, Beverly und Jones-Rikkens, Catherine (2002): Ethical compliance programs and corporate illegality: Testing the assumptions of the corporate sentencing guidelines. *Journal of Business Ethics*, 37(4), 367–383.
- McNaab, Robert und Whitfield, Keith (1998): The impact of financial participation and employee involvement on financial performance. *Scottish Journal of Political Economy*, 45(2), 171–187.
- Michiels, Anneleen; Voordeckers, Wim; Lybaert, Nadine und Steijvers, Tensie (2013): CEO compensation in private family firms: Pay-for-performance and the moderating role of ownership and management. *Family Business Review*, 26(2), 140–160.
- Mikkelson, Wayne H. und Partch, Megan M. (1997): The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover. *Journal of Financial Economics*, 44(2), 205–228.
- Milgrom, Paul R. und Roberts, John (1992): Economics, organization, and management. Prentice-Hall: Englewood Cliffs (NJ).
- Moffatt, Peter G. (2016): Experimentics: Econometrics for experimental economics. MacMillan und Palgrave: London und New York (NY).
- Morck, Randall; Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1988): Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.

- Morck, Randall; Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1989): Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review*, 79(4), 842–852.
- Morck, Randall; Wolfenzon, Daniel und Yeung, Bernard (2005): Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720.
- Murphy, Kevin J. (1985): Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 11–42.
- Murphy, Kevin J. (1999): Executive compensation. In: Ashenfelter, Orley und Card, David E. (Hrsg.): *Handbook of labor economics*. Elsevier: Amsterdam u.a., 2485–2563.
- Nagel, Bernhard (2005): *Die Beteiligung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gesellschaft - SE*. Beck: München.
- Ndofor, Hermann A.; Wesley, Curtis und Priem, Richard L. (2015): Providing CEOs with opportunities to cheat: The effects of complexity-based information asymmetries on financial reporting fraud. *Journal of Management*, 41(6), 1774–1797.
- Nienhüser, Werner (1998): Macht bestimmt die Personalpolitik! Erklärung der betrieblichen Arbeitsbeziehungen aus macht- und austauschtheoretischer Perspektive. In: Martin, Albert und Nienhüser, Werner (Hrsg.): *Personalpolitik. Wissenschaftliche Erklärung der Personalpolitik*. Hampp: München und Mering, 239–264.
- Njoya, Wanjiru (2011): Employee ownership in the European Company: Reflexive law, reincorporation and escaping co-determination. *Journal of Corporate Law Studies*, 11(2), 267–298.
- Osterloh, Margit und Frey, Bruno S. (2006): Shareholders should welcome knowledge workers as directors. *Journal of Management & Governance*, 10(3), 325–345.
- Oyer, Paul (2004): Why do firms use incentives that have no incentive effects? *The Journal of Finance*, 59(4), 1619–1649.
- Padgett, Carol (2012): *Corporate governance: Theory and practice*. MacMillan und Palgrave: Houndmills u.a.
- Palepu, Krishna G. (1986): Predicting takeover targets. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 3–35.
- Palia, Darius (2001): The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: A solution. *Review of Financial Studies*, 14(3), 735–764.
- Parrino, Robert (1997): CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 165–197.

- Pearce, John A. und Zahra, Shaker A. (1992): Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411–438.
- Pedersen, Torben und Thomsen, Steen (1997): European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759–778.
- Pedersen, Torben und Thomsen, Steen (2003): Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management & Governance*, 7(1), 27–55.
- Pejovich, Svetozar (1978): Codetermination: A new perspective for the West. In: Pejovich, Svetozar (Hrsg.): The codetermination movement in the West: Labour participation in the management of business firms. Lexington Books: Lexington (MA) und Toronto, 3–22.
- Perrini, Francesco; Rossi, Ginevra und Rovetta, Barbara (2008): Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 312–325.
- Petersen, Mitchel A. (2008): Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Peterson, Dane K. (2002): The relationship between unethical behavior and the dimensions of the ethical climate questionnaire. *Journal of Business Ethics*, 41(4), 313–326.
- Piotroski, Joseph D. und Srinivasan, Suraj (2008): Regulation and bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the flow of international listings. *Journal of Accounting Research*, 46(2), 383–425.
- Plasmans, Joseph (2006): Modern linear and nonlinear econometrics. Springer: Dordrecht.
- Poulain-Rehm, Thierry und Lepers, Xavier (2013): Does employee ownership benefit value creation? The case of France (2001–2005). *Journal of Business Ethics*, 112(2), 325–340.
- Pound, John (1995): The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review*, 73(2), 89–98.
- Prendergast, Canice (1999): The provision of incentives in firms. *Journal of Economic Literature*, 37(1), 7–63.
- Raheja, Charu G. (2005): Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306.

- Rajan, Raghuram G. und Zingales, Luigi (1998): Power in a theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 387–432.
- Renaud, Simon (2007): Dynamic efficiency of supervisory board codetermination in Germany. *Labour*, 21(4-5), 689–712.
- Reppesgaard, Lars (2008): Mitbestimmung macht Societas Europaea interessant, [<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/mittelstaendler-mitbestimmung-macht-societas-europaea-interessant/3054838-all.html>], Zugriff am: 29.04.2016.
- Robinson, Andrew M. und Wilson, Nicholas (2006): Employee financial participation and productivity: An empirical reappraisal. *British Journal of Industrial Relations*, 44(1), 31–50.
- Rose, David und Sullivan, Oriel (1996): *Introducing data analysis for social scientists*. 2. Auflage. Open University Press: Buckingham und Philadelphia (PA).
- Rosenbohm, Sophie (2013): Verhandelte Arbeitnehmerbeteiligung: Ein empirischer Vergleich der Formen vor und nach der Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft. *Industrielle Beziehungen*, 20(1), 8–35.
- Ryan, Leo V. (1994): Ethics codes in British companies. *Business Ethics: A European Review*, 3(1), 54–64.
- Ryngaert, Michael (1988): The effect of poison pill securities on shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 377–417.
- Sadowski, Dieter; Junkes, Joachim und Lindenthal, Sabine (2001): Gesetzliche Mitbestimmung in Deutschland: Idee, Erfahrungen und Perspektiven aus ökonomischer Sicht. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 30(1), 110–145.
- Salterio, Steven E.; Conrod, Joan E.D. und Schmidt, Regan N. (2013): Canadian evidence of adherence to “comply or explain” corporate governance codes: An international comparison. *Accounting Perspectives*, 12(1), 23–51.
- Sánchez-Ballesta, Juan P. und García-Meca, Emma (2007): A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 879–892.
- Sanders, Gerard W. und Hambrick, Donald C. (2007): Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50(5), 1055–1078.

- Schmid, Frank A. und Seger, Frank (1998): Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 86(5), 453–473.
- Schwarz, Günter C. (2001): Zum Statut der Europäischen Aktiengesellschaft. *ZIP-Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 12(42), 1847–1861.
- Schwert, William G. (2000): Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? *The Journal of Finance*, 55(6), 2599–2640.
- Seibt, Christoph H. und Saame, Carola (2005): Die Societas Europaea (SE) deutschen Rechts: Anwendungsfelder und Beratungshinweise. *Anwaltsblatt*, 55(4), 255–269.
- Sheskin, David (2011): Handbook of parametric and nonparametric statistical procedures. 5. Auflage. Chapman & Hall: Boca Raton (FL).
- Shivdasani, Anil und Yermack, David (1999): CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829–1853.
- Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1986): Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488.
- Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1989): Management entrenchment. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139.
- Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. (1997): A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Short, Helen (1994): Ownership, control, financial structure and the performance of firms. *Journal of Economic Surveys*, 8(3), 203–249.
- Singh, Jang B. (2006): Ethics programs in Canada's largest corporations. *Business & Society Review*, 111(2), 119–136.
- Smith, Clifford W. und Watts, Ross L. (1992): The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Smith, Stephen C. (1991): On the economic rationale for codetermination law. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 16(3), 261–281.
- Song, Fenghua und Thakor, Anjan V. (2006): Information control, career concerns, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 61(4), 1845–1896.
- Steen, Annaleen (2005): Note: Corporate governance: Economic analysis of a comply or explain approach. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 11(2), 387–408.
- Stevens, Betsy (2004): The ethics of the US business executive: A study of perceptions. *Journal of Business Ethics*, 54(2), 163–171.

- Stollt, Michael und Kluge, Norbert (2011): The potential of employee involvement in the SE to foster the Europeanization of labour relations. *Transfer: European Review of Labour and Research*, 17(2), 181–191.
- Stretcher, Robert; Henry, Steve und Kavanaugh, Joseph K. (2006): The ESOP performance puzzle in public companies. *The Journal of Employee Ownership Law and Finance*, 18(4), 58–72.
- Stulz, Rene M. (1990): Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Switzer, Lorne N. (2007): Corporate governance, Sarbanes-Oxley, and small-cap firm performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), 651–666.
- Theisen, Manuel R. und Wenz, Martin (2002): Die Europäische Aktiengesellschaft: Recht, Steuern und Betriebswirtschaft der Societas Europaea. Schäffer-Poeschel: Stuttgart.
- Thomsen, Steen und Pedersen, Torben (2000): Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705.
- Thomsen, Steen; Pedersen, Torben und Kvist, Hans K. (2006): Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246–269.
- Tirole, Jean (2006): The theory of corporate finance. Princeton University Press: Princeton (NJ) und Oxford.
- Tosi, Henry L.; Katz, Jeffrey P. und Gomez-Mejia, Luis R. (1997): Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, 40(3), 584–602.
- Tosi, Henry L.; Werner, Steve; Katz, Jeffrey P. und Gomez-Mejia, Luis R. (2000): How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301–339.
- Tricker, Bob (2015): Corporate governance: Principles, policies, and practices. 3. Auflage. Oxford University Press: Oxford.
- Valentine, Sean und Barnett, Tim (2003): Ethics code awareness, perceived ethical values, and organizational commitment. *Journal of Personal Selling & Sales Management*, 23(4), 359–367.
- Verlinda, Jeremy A. (2006): A comparison of two common approaches for estimating marginal effects in binary choice models. *Applied Economics Letters*, 13(2), 77–80.

- Villalonga, Belen und Amit, Raphael (2006): How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Vitols, Sigurd (2006): Ökonomische Auswirkungen der paritätischen Mitbestimmung: Eine ökonometrische Analyse. Gutachten im Auftrag des DGB Bundesvorstandes.
- Walsh, James P. und Seward, James K. (1990): On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421–458.
- Weisbach, Michael S. (1988): Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 431–460.
- Weisbach, Michael S. (1995): CEO turnover and the firm's investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 159–188.
- Weiß, Dominik (2016): Arbeitnehmermitbestimmung und die Europäische Aktiengesellschaft (SE): Eine empirische Analyse auf Länderebene. *German Journal of Human Resource Management: Zeitschrift für Personalforschung*, 30(2), 84–107.
- Werder, Axel V.; Talaulicar, Till und Kolat, Georg L. (2005): Compliance with the German corporate governance code: An empirical analysis of the compliance statements by German listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 178–187.
- Williams, Richard (2012): Using the margins command to estimate and interpret adjusted predictions and marginal effects. *The Stata Journal*, 12(2), 308–331.
- Williams, Rick L. (2000): A note on robust variance estimation for cluster-correlated data. *Biometrics*, 56(2), 645–646.
- Williamson, Oliver E. (1975): Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization. The Free Press: New York (NY).
- Williamson, Oliver E. (1985): The economic institutions of capitalism. The Free Press: New York.
- Winkelmann, Rainer (2008): Econometric analysis of count data. 5. Auflage. Springer: Berlin.
- Wintoki, M. B. (2007): Corporate boards and regulation: The effect of the Sarbanes-Oxley Act and the exchange listing requirements on firm value. *Journal of Corporate Finance*, 13(2), 229–250.
- Winton, Andrew (1993): Limitation of liability and the ownership structure of the firm. *The Journal of Finance*, 48(2), 487–512.

- Wolf, Christof (2010): Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse. 1. Auflage. Verlag für Sozialwissenschaften: Wiesbaden.
- Wollburg, Ralph und Banerjea, Nirmal R. (2005): Die Reichweite der Mitbestimmung in der Europäischen Gesellschaft. *ZIP-Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2005(7), 277–285.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2010): Econometric analysis of cross section and panel data. 2. Auflage. MIT Press: Cambridge (MA).
- Yeo, Gillian H.; Tan, Patricia M.; Ho, Kim W. und Chen, Sheng-Syan (2002): Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7), 1023–1046.
- Yermack, David (1995): Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 237–269.
- Yermack, David (1996): Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Zhang, Ivy X. (2007): Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 74–115.
- Zingales, Luigi (1994): The Value of Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. *Review of Financial Studies*, 7(1), 125–148.
- Zwiebel, Jeffrey (1995): Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control. *The Review of Economic Studies*, 62(2), 161–185.

Anhang

Tabelle 16: Varianz unabhängiger Variablen zu SE-Gründungen im EWR

Land	Österreich	Belgien	Bulgarien	Zypern	Tschechien	Dänemark	Estland	Finnland	Frankreich	Deutschland
Erwerbstätige	0,022	0,019	0,025	0,000	0,009	0,003	0,001	0,002	0,162	2,382
Steuer	8,100	0,000	4,861	2,500	11,211	3,600	1,250	1,500	0,114	21,014
EU-Mitgliedschaft	9,167	9,167	6,844	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167
Businessindex	1,511	0,944	0,711	1,067	0,444	0,900	1,600	0,900	1,067	1,600
Stratingindex	0,489	2,000	0,767	2,400	0,500	2,100	1,733	2,000	2,100	0,544
Verfahrensschritte	0,000	1,567	11,211	0,000	0,278	0,178	0,267	0,000	0,900	0,000
Zeit	0,000	356,722	102,322	0,000	94,767	0,178	728,711	28,900	115,600	136,900
Kosten	0,165	7,948	17,252	0,797	0,725	0,004	7,029	0,009	0,020	0,279
Kapitalanforderung	32,965	4,165	1220,076	0,000	39,255	99,293	134,000	119,662	85,264	572,093
Gesetzesursprung	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Mitbestimmung	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dual	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Land	Griechenland	Ungarn	Island	Irland	Italien	Lettland	Liechtenstein	Litauen	Luxemburg	Malta
Erwerbstätige	0,004	0,000	0,011	0,104	0,010	0,000	0,013	0,000	0,000	0,029
Steuer	2,400	3,333	0,000	9,126	0,000	0,000	0,000	0,490	0,000	11,509
EU-Mitgliedschaft	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167
Businessindex	0,722	1,600	0,900	0,322	1,567	0,000	0,900	1,067	0,000	0,944
Stratingindex	1,611	2,000	2,100	0,900	1,567	0,000	0,667	0,889	0,000	1,378
Verfahrensschritte	1,111	0,000	0,000	2,500	0,178	.	0,544	0,000	0,000	0,400
Zeit	433,067	0,000	7,733	26,233	0,000	.	5,378	12,571	0,000	1,333
Kosten	112,387	0,091	18,113	3,036	9,345	.	0,618	20,142	0,020	12,763
Kapitalanforderung	1434,944	6,948	0,000	0,477	233,976	.	182,377	1,796	0,005	55,383
Gesetzesursprung	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Mitbestimmung	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dual	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Land	Niederlande	Norwegen	Polen	Portugal	Rumänien	Slowakei	Slowenien	Spanien	Schweden	UK
Erwerbstätige	0,106	0,014	0,531	0,059	0,010	0,006	0,001	1,445	0,018	0,139
Steuer	26,500	0,000	0,000	1,458	8,100	0,000	7,567	5,625	3,464	5,733
EU-Mitgliedschaft	9,167	9,167	9,167	9,167	6,844	9,167	9,167	9,167	9,167	9,167
Businessindex	0,178	0,900	0,322	1,067	0,678	0,544	0,711	0,711	0,900	0,900
Stratingindex	0,000	2,000	0,233	1,878	1,567	0,900	1,822	0,178	1,733	2,100
Verfahrensschritte	2,844	0,100	4,267	6,267	0,233	2,933	11,433	0,000	0,000	0,000
Zeit	145,433	21,122	0,267	994,900	61,656	728,267	748,900	975,378	0,000	0,000
Kosten	24,120	0,340	6,129	16,442	6,908	5,812	40,669	22,616	0,005	0,011
Kapitalanforderung	2749,141	49,229	10948,491	247,687	0,496	118,288	193,891	3,180	97,372	0,000
Gesetzesursprung	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Mitbestimmung	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dual	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10

Tabelle 17: Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest mit UFO SEs

AnzahlSE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Mitbestimmung	1,215* (0,679)	1,343** (0,669)	1,662** (0,710)	1,622** (0,767)	1,780** (0,699)	1,691** (0,813)	1,877*** (0,717)
Dual	2,264*** (0,556)	1,789*** (0,605)	1,801** (0,851)	2,351** (0,949)	2,276*** (0,801)	2,656*** (0,943)	2,131** (0,965)
Erwerbstätige	0,055 (0,043)	0,050 (0,045)	0,018 (0,042)	0,034 (0,039)	0,034 (0,038)	0,032 (0,039)	0,008 (0,038)
Steuer	-0,014 (0,079)	-0,016 (0,084)	0,054 (0,086)	0,063 (0,082)	0,074 (0,079)	0,061 (0,080)	0,076 (0,081)
EU-Mitgliedschaft	0,010 (0,019)	0,008 (0,022)	-0,011 (0,021)	-0,020 (0,025)	-0,019 (0,024)	-0,022 (0,023)	-0,018 (0,018)
Gesetzesursprung	1,176 (1,092)	1,197 (1,068)	1,496* (0,868)	1,212 (0,868)	1,786** (0,836)	0,978 (0,907)	1,772** (0,857)
Businessindex	1,013*** (0,362)						
Startingindex		0,881*** (0,283)					
Verfahrensschritte			0,252 (0,194)				0,319 (0,323)
Zeit				0,000 (0,020)			-0,034 (0,034)
Kosten					0,083 (0,061)		0,067 (0,086)
Kapitalanforderung						-0,020*** (0,006)	-0,027*** (0,007)
Jahres-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Konstante	1,387*** (0,339)	1,413*** (0,298)	1,492*** (0,303)	1,603*** (0,280)	1,556*** (0,297)	1,565*** (0,265)	1,342*** (0,316)
N	285	285	270	270	270	270	270

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Alle Modelle enthalten Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums und sind mit auf Länderebene geclusterten Standardfehlern geschätzt. Ausgewiesen sind die Regressionskoeffizienten der Negativ-Binomial-Regressionen. Die Standardfehler sind in Klammern angegeben. Aufgrund fehlender Werte einzelner Kontrollvariablen variiert die Anzahl der Beobachtungen über die einzelnen Modelle.

Tabelle 18: Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest mit BIP

AnzahlSE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Mitbestimmung	1,129** (0,474)	1,228** (0,489)	1,467*** (0,558)	1,334*** (0,489)	1,376*** (0,498)	1,468*** (0,513)	1,754*** (0,584)
Dual	1,533*** (0,418)	1,185*** (0,323)	1,075*** (0,384)	1,450*** (0,423)	1,473*** (0,394)	1,800*** (0,489)	1,490*** (0,470)
BIP	0,939*** (0,226)	0,848*** (0,226)	0,666*** (0,251)	0,817*** (0,283)	0,794*** (0,260)	0,713** (0,294)	0,454 (0,282)
Steuer	-0,057 (0,039)	-0,058 (0,045)	-0,027 (0,053)	-0,017 (0,051)	-0,011 (0,048)	-0,019 (0,051)	-0,000 (0,065)
EU-Mitgliedschaft	0,001 (0,011)	0,001 (0,012)	-0,003 (0,013)	-0,011 (0,017)	-0,009 (0,015)	-0,010 (0,015)	-0,010 (0,020)
Gesetzesursprung	-0,424 (0,490)	-0,465 (0,517)	-0,174 (0,522)	-0,397 (0,482)	-0,079 (0,590)	-0,636 (0,571)	-0,011 (0,829)
Businessindex	0,521* (0,267)						
Startingindex		0,486** (0,193)					
Verfahrensschritte			0,207* (0,110)				0,328** (0,161)
Zeit				0,001 (0,018)			-0,040 (0,033)
Kosten					0,046 (0,058)		0,022 (0,060)
Kapitalanforderung						-0,019*** (0,007)	-0,022*** (0,006)
Jahres-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Konstante	0,363 (0,630)	0,400 (0,542)	0,265 (0,619)	0,575 (0,581)	0,544 (0,598)	0,415 (0,581)	-0,630 (1,014)
N	261	261	248	248	248	248	248

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Alle Modelle enthalten Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums und sind mit auf Länderebene geclusterten Standardfehlern geschätzt. Ausgewiesen sind die Regressionskoeffizienten der Negativ-Binomial-Regressionen. Die Standardfehler sind in Klammern angegeben. Aufgrund fehlender Werte einzelner Kontrollvariablen variiert die Anzahl der Beobachtungen über die einzelnen Modelle.

Tabelle 19: Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest ohne Deutschland

AnzahlSE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Mitbestimmung	0,997** (0,435)	1,101** (0,487)	1,277** (0,541)	1,182** (0,473)	1,227** (0,477)	1,368*** (0,509)	1,637*** (0,578)
Dual	1,245*** (0,455)	1,029** (0,413)	0,930** (0,434)	1,236** (0,495)	1,242*** (0,470)	1,676*** (0,557)	1,441*** (0,537)
Erwerbstätige	0,048 (0,035)	0,057 (0,039)	0,038 (0,042)	0,050 (0,043)	0,039 (0,039)	0,054 (0,039)	0,022 (0,038)
Steuer	-0,043 (0,040)	-0,055 (0,047)	-0,020 (0,060)	-0,005 (0,060)	0,003 (0,052)	-0,026 (0,055)	-0,013 (0,054)
EU-Mitgliedschaft	0,007 (0,009)	0,009 (0,010)	0,003 (0,011)	-0,007 (0,013)	-0,003 (0,012)	-0,003 (0,012)	-0,002 (0,011)
Gesetzesursprung	-0,433 (0,504)	-0,544 (0,520)	-0,225 (0,577)	-0,405 (0,573)	0,060 (0,576)	-0,883 (0,593)	-0,209 (0,655)
Businessindex	0,480* (0,247)						
Startingindex		0,456** (0,209)					
Verfahrensschritte			0,186 (0,126)				0,302 (0,214)
Zeit				-0,007 (0,016)			-0,040 (0,028)
Kosten					0,056 (0,048)		0,041 (0,057)
Kapitalanforderung						-0,023*** (0,007)	-0,030*** (0,007)
Jahres-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Konstante	0,777 (0,483)	0,807* (0,442)	0,762* (0,442)	0,970** (0,409)	0,955** (0,434)	0,800** (0,405)	-0,022 (0,806)
N	275	275	260	260	260	260	260

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Alle Modelle enthalten Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums und sind mit auf Länderebene geclusterten Standardfehlern geschätzt. Ausgewiesen sind die Regressionskoeffizienten der Negativ-Binomial-Regressionen. Die Standardfehler sind in Klammern angegeben. Aufgrund fehlender Werte einzelner Kontrollvariablen variiert die Anzahl der Beobachtungen über die einzelnen Modelle.

Tabelle 20: Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest mit Bruttowertschöpfung

AnzahlSE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Mitbestimmung	1,117** (0,455)	1,259*** (0,473)	1,749*** (0,637)	1,431*** (0,554)	1,361*** (0,510)	1,685*** (0,590)	2,717*** (0,961)
Dual	1,243** (0,539)	0,986** (0,470)	0,633 (0,450)	1,070* (0,566)	1,549** (0,731)	1,268** (0,535)	1,509** (0,757)
Industrie	-0,060 (0,058)	-0,073 (0,065)	-0,074 (0,060)	-0,087 (0,066)	-0,109 (0,090)	-0,076 (0,067)	-0,101 (0,063)
Verarbeitendes Gewerbe	0,134* (0,069)	0,113 (0,078)	0,125* (0,072)	0,128 (0,080)	0,168 (0,104)	0,106 (0,087)	0,162** (0,081)
Baugewerbe	-0,157* (0,087)	-0,160 (0,107)	-0,175* (0,105)	-0,125 (0,099)	-0,207 (0,147)	-0,199** (0,097)	-0,313** (0,133)
Handel	0,006 (0,037)	-0,020 (0,068)	-0,001 (0,060)	-0,030 (0,059)	-0,026 (0,060)	0,016 (0,052)	0,093* (0,053)
Information und Kommunikation	0,798** (0,374)	0,719* (0,416)	0,813* (0,421)	0,645 (0,408)	1,001* (0,522)	0,552 (0,408)	0,820* (0,423)
Finanz / Versicherung	-0,077 (0,136)	-0,031 (0,132)	-0,048 (0,131)	-0,028 (0,129)	-0,103 (0,150)	0,002 (0,122)	-0,059 (0,115)
Wohnungswesen	-0,144* (0,087)	-0,080 (0,085)	-0,118 (0,092)	-0,096 (0,087)	-0,105 (0,089)	-0,129 (0,089)	-0,190** (0,080)
Jahres-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Konstante	-0,407 (1,034)	-0,003 (0,498)	-0,253 (0,693)	0,301 (0,601)	-0,053 (0,701)	0,157 (0,595)	-15,405*** (5,281)
N	246	246	231	231	231	231	231

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Alle Modelle enthalten Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums und sind mit auf Länderebene geclusterten Standardfehlern geschätzt. Ausgewiesen sind die Regressionskoeffizienten der Negativ-Binomial-Regressionen (ohne Kontrollvariablen des Grundmodells). Die Standardfehler sind in Klammern angegeben. Aufgrund fehlender Werte einzelner Kontrollvariablen variiert die Anzahl der Beobachtungen über die einzelnen Modelle.

Tabelle 21: Negativ-Binomial-Regressionen zur Anzahl von SE-Gründungen – Robustheitstest für 2004–2008/2009–2013

AnzahlSE	Alle EWR-Länder		Ohne Tschechische Rep.		Ohne Deutschland	
	2004-2008	2009-2013	2004-2008	2009-2013	2004-2008	2009-2013
Mitbestimmung	1,772** (0,744)	2,775** (1,233)	0,157 (0,494)	1,334** (0,578)	1,391 (1,475)	2,647*** (0,903)
Dual	2,935*** (0,723)	0,485 (0,676)	2,411*** (0,541)	0,180 (0,609)	2,499*** (0,588)	0,564 (0,700)
Erwerbstätige	0,065* (0,035)	0,042* (0,025)	0,090*** (0,033)	0,064*** (0,021)	0,012 (0,055)	0,080* (0,042)
Steuer	0,090 (0,057)	-0,103 (0,082)	0,004 (0,048)	-0,115** (0,055)	0,062 (0,092)	-0,149 (0,096)
EU-Mitgliedschaft	-0,034* (0,020)	-0,008 (0,028)	0,023 (0,014)	0,024 (0,016)	-0,019 (0,023)	0,002 (0,018)
Gesetzesursprung	0,296 (0,666)	-0,773 (1,562)	-0,794 (0,489)	-1,119 (0,682)	0,306 (1,101)	-1,383 (1,156)
Verfahrensschritte	0,037 (0,219)	0,538*** (0,190)	-0,400 (0,277)	0,228** (0,114)	-0,023 (0,287)	0,587*** (0,212)
Zeit	-0,056** (0,025)	-0,037 (0,063)	0,026 (0,016)	-0,009 (0,035)	-0,052 (0,046)	-0,025 (0,041)
Kosten	0,137* (0,075)	-0,069 (0,073)	0,069 (0,064)	-0,053 (0,049)	0,167*** (0,058)	-0,104 (0,081)
Kapitalanforderung	-0,035*** (0,009)	-0,020*** (0,007)	-0,013* (0,007)	-0,010 (0,008)	-0,039** (0,015)	-0,024** (0,010)
Jahres-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	128	142	123	137	123	137

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Alle Modelle enthalten Dummy-Variablen für die einzelnen Jahre des Beobachtungszeitraums und sind mit auf Länderebene geclusterten Standardfehlern geschätzt. Ausgewiesen sind die Regressionskoeffizienten der Negativ-Binomial-Regressionen. Die Standardfehler sind in Klammern angegeben. Aufgrund fehlender Werte einzelner Kontrollvariablen variiert die Anzahl der Beobachtungen über die einzelnen Modelle.

Tabelle 22: Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest mit robusten Standardfehlern

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten			Average Marginal Effects		
	(1)	(2)	(3)	(1')	(2')	(3')
Streubesitz	-0,019* (0,010)			-0,005** (0,002)		
Gestreut		-0,953*** (0,361)			-0,229*** (0,076)	
Streubesitz25			-0,534 (0,438)			-0,126 (0,100)
Streubesitz2550			-1,607*** (0,454)			-0,379*** (0,112)
Streubesitz50			-1,161* (0,648)			-0,274** (0,139)
Leitungssystem	0,396 (0,382)	0,564 (0,396)	0,477 (0,391)	0,096 (0,089)	0,135 (0,089)	0,113 (0,088)
Mitarbeiter	0,693** (0,273)	0,784*** (0,291)	0,811*** (0,282)	0,169*** (0,060)	0,188*** (0,064)	0,192*** (0,061)
AlterSE	-0,214 (7,947)	1,225 (8,111)	-0,090 (8,071)	-0,052 (1,933)	0,294 (1,940)	-0,021 (1,906)
AlterUN	-0,037 (0,278)	0,024 (0,287)	0,013 (0,297)	-0,009 (0,068)	0,006 (0,069)	0,003 (0,070)
EWR	-0,061* (0,035)	-0,043 (0,033)	-0,052 (0,032)	-0,015* (0,008)	-0,010 (0,008)	-0,012* (0,007)
Diversifikation	0,130 (0,093)	0,108 (0,089)	0,117 (0,096)	0,032 (0,021)	0,026 (0,021)	0,028 (0,022)
Mitbestimmung	0,197 (0,508)	0,064 (0,522)	0,072 (0,513)	0,048 (0,123)	0,015 (0,125)	0,017 (0,121)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	92	92	92	92	92	92
McFadden's R ²	0,30	0,30	0,32	0,30	0,30	0,32

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(3) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(3') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 23: Logit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten			Average Marginal Effects		
	(1)	(2)	(3)	(1')	(2')	(3')
Streubesitz	-0,040** (0,018)			-0,005** (0,002)		
Gestreut		-1,757** (0,736)			-0,236*** (0,089)	
Streubesitz25			-0,937 (0,918)			-0,124 (0,118)
Streubesitz2550			-2,748 (1,848)			-0,363 (0,237)
Streubesitz50			-2,356* (1,230)			-0,311** (0,152)
Leitungssystem	0,848 (0,693)	1,098 (0,721)	0,951 (0,723)	0,114 (0,090)	0,147 (0,092)	0,126 (0,092)
Mitarbeiter	1,224** (0,594)	1,300** (0,592)	1,385** (0,621)	0,164** (0,072)	0,174** (0,071)	0,183** (0,074)
AlterSE	0,836 (14,812)	3,411 (14,914)	1,335 (14,893)	0,112 (1,987)	0,457 (1,998)	0,177 (1,969)
AlterUN	-0,011 (0,569)	0,112 (0,601)	0,040 (0,592)	-0,001 (0,076)	0,015 (0,081)	0,005 (0,078)
EWR	-0,105* (0,059)	-0,080 (0,060)	-0,090 (0,060)	-0,014* (0,007)	-0,011 (0,008)	-0,012 (0,008)
Diversifikation	0,263 (0,192)	0,205 (0,184)	0,234 (0,194)	0,035 (0,025)	0,028 (0,024)	0,031 (0,025)
Mitbestimmung	0,384 (0,956)	0,228 (0,947)	0,207 (0,962)	0,052 (0,128)	0,031 (0,127)	0,027 (0,127)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	92	92	92	92	92	92
McFadden's R ²	0,31	0,31	0,32	0,31	0,31	0,32

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(3) sind die Regressionskoeffizienten von Logit-Modellen abgebildet. (1')–(3') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 24: Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest mit International

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten			Average Marginal Effects		
	(1)	(2)	(3)	(1')	(2')	(3')
Streubesitz	-0,018** (0,008)			-0,004** (0,002)		
Gestreut		-0,936** (0,395)			-0,227** (0,088)	
Streubesitz25			-0,561 (0,533)			-0,134 (0,125)
Streubesitz2550			-1,560 (1,030)			-0,374 (0,239)
Streubesitz50			-1,104* (0,589)			-0,264* (0,136)
Leitungssystem	0,411 (0,398)	0,582 (0,407)	0,505 (0,419)	0,102 (0,098)	0,141 (0,096)	0,121 (0,099)
Mitarbeiter	0,641* (0,328)	0,742** (0,327)	0,763** (0,339)	0,158** (0,076)	0,180** (0,072)	0,183** (0,074)
AlterSE	-0,317 (8,655)	1,043 (8,591)	-0,235 (8,720)	-0,078 (2,139)	0,253 (2,083)	-0,056 (2,089)
AlterUN	-0,038 (0,326)	0,021 (0,338)	0,014 (0,343)	-0,009 (0,080)	0,005 (0,082)	0,003 (0,082)
International	-0,028* (0,015)	-0,020 (0,015)	-0,023 (0,016)	-0,007** (0,003)	-0,005 (0,003)	-0,006 (0,004)
Diversifikation	0,119 (0,108)	0,101 (0,107)	0,107 (0,110)	0,029 (0,026)	0,025 (0,026)	0,026 (0,026)
Mitbestimmung	0,235 (0,546)	0,104 (0,541)	0,109 (0,549)	0,058 (0,135)	0,025 (0,131)	0,026 (0,132)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	92	92	92	92	92	92
McFadden's R ²	0,29	0,30	0,31	0,29	0,30	0,31

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(3) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(3') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 25: Probit-Schätzungen zur Managementpräferenz – Robustheitstest mit Kapital

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten			Average Marginal Effects		
	(1)	(2)	(3)	(1')	(2')	(3')
Streubesitz	-0,017** (0,008)			-0,004** (0,002)		
Gestreut		-0,851** (0,416)			-0,190** (0,088)	
Streubesitz25			-0,226 (0,619)			-0,049 (0,135)
Streubesitz2550			-1,524 (1,058)			-0,333 (0,223)
Streubesitz50			-1,118* (0,615)			-0,244* (0,129)
Leitungssystem	0,238 (0,412)	0,425 (0,418)	0,260 (0,451)	0,054 (0,093)	0,095 (0,093)	0,057 (0,098)
Mitarbeiter	0,716** (0,352)	0,788** (0,353)	0,829** (0,368)	0,161** (0,073)	0,176** (0,071)	0,181** (0,073)
Kapital	-0,004 (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,005 (0,004)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
AlterSE	-1,961 (9,151)	-0,338 (8,992)	-2,315 (9,239)	-0,442 (2,060)	-0,076 (2,014)	-0,506 (2,013)
AlterUN	0,043 (0,354)	0,079 (0,359)	0,104 (0,368)	0,010 (0,080)	0,018 (0,080)	0,023 (0,080)
International	-0,066** (0,032)	-0,050 (0,032)	-0,066* (0,035)	-0,015** (0,007)	-0,011* (0,007)	-0,014** (0,007)
Diversifikation	0,141 (0,117)	0,131 (0,117)	0,139 (0,120)	0,032 (0,026)	0,029 (0,026)	0,030 (0,026)
Mitbestimmung	0,381 (0,573)	0,297 (0,573)	0,299 (0,578)	0,086 (0,128)	0,067 (0,128)	0,065 (0,126)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	92	92	92	92	92	92
McFadden's R ²	0,35	0,35	0,36	0,35	0,35	0,36

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(3) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(3') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 26: Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest mit robusten Standardfehlern

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten				Average Marginal Effects			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1')	(2')	(3')	(4')
Größter	0,008 (0,006)	0,017* (0,010)			0,002 (0,002)	0,004* (0,002)		
Eigentumsanteil2345		0,022* (0,012)				0,005** (0,003)		
Eigentumsanteil25			0,923 (0,708)				0,221 (0,160)	
Eigentumsanteil50			-0,423 (0,528)				-0,101 (0,126)	
Eigentumsanteil75			0,374 (0,494)				0,089 (0,119)	
AnteileAR/VR				0,022*** (0,007)				0,005*** (0,002)
Leitungssystem	0,686 (0,422)	0,749* (0,417)	0,737* (0,430)	0,611 (0,425)	0,165* (0,096)	0,173* (0,090)	0,176* (0,097)	0,140 (0,095)
Mitarbeiter	0,897*** (0,327)	0,754** (0,299)	0,855*** (0,306)	0,930*** (0,320)	0,216*** (0,073)	0,174*** (0,063)	0,204*** (0,069)	0,213*** (0,064)
AlterSE	5,266 (9,850)	-0,739 (9,396)	3,582 (9,405)	8,302 (9,289)	1,266 (2,356)	-0,171 (2,172)	0,856 (2,227)	1,898 (2,068)
AlterUN	-0,182 (0,295)	-0,259 (0,297)	-0,181 (0,309)	-0,229 (0,280)	-0,044 (0,072)	-0,060 (0,070)	-0,043 (0,075)	-0,052 (0,064)
EWR	-0,071* (0,037)	-0,062* (0,036)	-0,072* (0,037)	-0,114*** (0,037)	-0,017* (0,009)	-0,014* (0,008)	-0,017** (0,009)	-0,026*** (0,008)
Diversifikation	0,161* (0,091)	0,184* (0,094)	0,143 (0,094)	0,081 (0,106)	0,039* (0,021)	0,042** (0,021)	0,034 (0,022)	0,018 (0,024)
Mitbestimmung	0,277 (0,580)	0,440 (0,558)	0,397 (0,567)	0,381 (0,595)	0,067 (0,139)	0,102 (0,130)	0,095 (0,134)	0,087 (0,136)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	82	82	82	82	82	82	82	82
McFadden's R ²	0,31	0,34	0,31	0,34	0,31	0,34	0,31	0,34

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(4) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(4') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 27: Logit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten				Average Marginal Effects			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1')	(2')	(3')	(4')
Größter	0,015 (0,011)	0,033** (0,016)			0,002 (0,002)	0,004** (0,002)		
Eigentumsanteil2345		0,041* (0,023)				0,005* (0,003)		
Eigentumsanteil25			1,817 (1,397)				0,254 (0,189)	
Eigentumsanteil50			-0,608 (1,196)				-0,085 (0,166)	
Eigentumsanteil75			0,510 (1,009)				0,071 (0,140)	
AnteileAR/VR				0,036** (0,019)				0,005** (0,002)
Leitungssystem	1,216 (0,742)	1,333* (0,752)	1,301* (0,771)	1,039 (0,789)	0,172* (0,099)	0,177* (0,093)	0,182* (0,101)	0,139 (0,102)
Mitarbeiter	1,502** (0,682)	1,292** (0,656)	1,411** (0,688)	1,576** (0,693)	0,212** (0,086)	0,172** (0,080)	0,197** (0,087)	0,211*** (0,081)
AlterSE	9,071 (15,851)	-0,603 (16,804)	7,629 (16,148)	15,315 (15,823)	1,283 (2,225)	-0,080 (2,237)	1,066 (2,245)	2,046 (2,070)
AlterUN	-0,245 (0,615)	-0,330 (0,628)	-0,227 (0,639)	-0,340 (0,596)	-0,035 (0,087)	-0,044 (0,083)	-0,032 (0,089)	-0,045 (0,079)
EWR	-0,117* (0,062)	-0,105* (0,063)	-0,122* (0,063)	-0,185** (0,075)	-0,017** (0,008)	-0,014* (0,008)	-0,017** (0,008)	-0,025*** (0,009)
Diversifikation	0,266 (0,195)	0,313 (0,203)	0,248 (0,198)	0,122 (0,200)	0,038 (0,027)	0,042 (0,026)	0,035 (0,027)	0,016 (0,026)
Mitbestimmung	0,442 (1,027)	0,630 (1,051)	0,646 (1,063)	0,576 (1,127)	0,062 (0,145)	0,084 (0,139)	0,090 (0,147)	0,077 (0,150)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	82	82	82	82	82	82	82	82
McFadden's R ²	0,31	0,34	0,31	0,33	0,31	0,34	0,31	0,33

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(4) sind die Regressionskoeffizienten von Logit-Modellen abgebildet. (1')–(4') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 28: Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest mit International

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten				Average Marginal Effects			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1')	(2')	(3')	(4')
Größter	0,008 (0,006)	0,016** (0,008)			0,002 (0,001)	0,004** (0,002)		
Eigentumsanteil2345		0,021 (0,013)				0,005* (0,003)		
Eigentumsanteil25			0,901 (0,738)				0,217 (0,175)	
Eigentumsanteil50			-0,354 (0,722)				-0,085 (0,173)	
Eigentumsanteil75			0,299 (0,599)				0,072 (0,143)	
AnteileAR/VR				0,019* (0,010)				0,004** (0,002)
Leitungssystem	0,693 (0,426)	0,760* (0,435)	0,740* (0,438)	0,623 (0,442)	0,167* (0,099)	0,178* (0,097)	0,178* (0,101)	0,145 (0,100)
Mitarbeiter	0,833** (0,376)	0,700* (0,364)	0,783** (0,382)	0,828** (0,377)	0,201** (0,083)	0,164** (0,079)	0,188** (0,084)	0,192** (0,080)
AlterSE	4,869 (9,051)	-0,731 (9,780)	3,474 (9,348)	7,031 (9,066)	1,177 (2,178)	-0,171 (2,285)	0,836 (2,248)	1,633 (2,091)
AlterUN	-0,174 (0,356)	-0,259 (0,371)	-0,173 (0,368)	-0,221 (0,345)	-0,042 (0,085)	-0,060 (0,086)	-0,042 (0,088)	-0,051 (0,079)
International	-0,034** (0,016)	-0,029* (0,016)	-0,034** (0,016)	-0,050** (0,020)	-0,008** (0,004)	-0,007* (0,003)	-0,008** (0,003)	-0,012*** (0,004)
Diversifikation	0,159 (0,117)	0,182 (0,119)	0,148 (0,118)	0,087 (0,117)	0,038 (0,027)	0,043 (0,027)	0,036 (0,028)	0,020 (0,027)
Mitbestimmung	0,338 (0,595)	0,494 (0,609)	0,461 (0,614)	0,462 (0,630)	0,082 (0,143)	0,115 (0,140)	0,111 (0,146)	0,107 (0,145)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	82	82	82	82	82	82	82	82
McFadden's R ²	0,31	0,33	0,31	0,33	0,31	0,33	0,31	0,33

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(4) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(4') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.

Tabelle 29: Probit-Schätzungen zur Eigentümerpräferenz – Robustheitstest mit Kapital

AR/VR<AG	Regressionskoeffizienten				Average Marginal Effects			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1')	(2')	(3')	(4')
Größter	0,006 (0,006)	0,012 (0,009)			0,001 (0,001)	0,003 (0,002)		
Eigentumsanteil2345		0,017 (0,013)				0,004 (0,003)		
Eigentumsanteil25			0,697 (0,760)				0,153 (0,165)	
Eigentumsanteil50			-0,214 (0,792)				-0,047 (0,174)	
Eigentumsanteil75			0,153 (0,675)				0,034 (0,148)	
AnteileAR/VR				0,021** (0,011)				0,004** (0,002)
Leitungssystem	0,590 (0,437)	0,641 (0,446)	0,615 (0,452)	0,480 (0,467)	0,130 (0,093)	0,138 (0,093)	0,135 (0,096)	0,099 (0,094)
Mitarbeiter	0,808** (0,389)	0,696* (0,374)	0,754* (0,397)	0,781** (0,390)	0,178** (0,079)	0,150** (0,075)	0,166** (0,081)	0,162** (0,074)
Kapital	-0,005 (0,004)	-0,004 (0,004)	-0,005 (0,005)	-0,005 (0,005)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
AlterSE	3,746 (9,533)	-0,542 (10,163)	2,812 (9,748)	5,031 (9,821)	0,827 (2,099)	-0,117 (2,194)	0,618 (2,140)	1,041 (2,025)
AlterUN	-0,117 (0,392)	-0,229 (0,408)	-0,087 (0,404)	-0,255 (0,393)	-0,026 (0,086)	-0,049 (0,087)	-0,019 (0,089)	-0,053 (0,080)
EWR	-0,038** (0,017)	-0,033* (0,017)	-0,037** (0,017)	-0,059*** (0,023)	-0,008** (0,003)	-0,007** (0,003)	-0,008** (0,003)	-0,012*** (0,004)
Diversifikation	0,158 (0,126)	0,176 (0,127)	0,151 (0,126)	0,101 (0,132)	0,035 (0,027)	0,038 (0,026)	0,033 (0,027)	0,021 (0,027)
Mitbestimmung	0,666 (0,643)	0,758 (0,652)	0,740 (0,652)	0,957 (0,716)	0,147 (0,139)	0,164 (0,136)	0,162 (0,139)	0,198 (0,143)
Branchen-Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
N	82	82	82	82	82	82	82	82
McFadden's R ²	0,36	0,38	0,37	0,40	0,36	0,38	0,37	0,40

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Anmerkungen: Unter den Modellspezifikationen (1)–(4) sind die Regressionskoeffizienten von Probit-Modellen abgebildet. (1')–(4') zeigen die jeweils dazugehörigen Average Marginal Effects. Die Standardfehler sind unterhalb der Koeffizienten bzw. Average Marginal Effects in Klammern angegeben.