
Auswirkungen von Mehrfachmandaten deutscher Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzender auf den Unternehmenserfolg

Benjamin Balsmeier
(Monopolkommission)

Achim Buchwald
(Monopolkommission)

Heiko Peters
(Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung)

Arbeitspapier 01/2009*)
Juli 2009

*) Die Arbeitspapiere geben die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht notwendigerweise die der Monopolkommission und die des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Auswirkungen von Mehrfachmandaten deutscher Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzender auf den Unternehmenserfolg*

20. Juli 2009

Zusammenfassung

Mehrfachmandatsträger in Vorständen und Aufsichtsräten stehen seit langer Zeit in der öffentlichen Kritik. Anhand eines Paneldatensatzes für die größten deutschen Unternehmen im Zeitraum von 1996 bis 2006 wird der Einfluss von Mehrfachmandaten von Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden auf den Unternehmenserfolg untersucht. Die Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass zwischen der Anzahl der Aufsichtsratsmandate des Vorstandsvorsitzenden und dem Erfolg seines Unternehmens ein konkaver positiver Zusammenhang besteht: zu viele Mandate wirken offenbar kontraproduktiv. Aufsichtsratsvorsitzende, die in einem anderen Unternehmen als Vorstand tätig sind, erhöhen hingegen tendenziell den Erfolg des kontrollierten Unternehmens. Zusätzliche Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden haben allerdings keine Assoziation mit der Leistung des kontrollierten Unternehmens.

Autoren

Dr. Benjamin Balsmeier, Monopolkommission, Heilsbachstraße 16, 53123 Bonn,

Tel.: +49(0)228/338882-42, E-Mail: Benjamin.Balsmeier@monopolkommission.bund.de

Achim Buchwald, Monopolkommission, Heilsbachstraße 16, 53123 Bonn,

Tel.: +49(0)228/338882-39, E-Mail: Achim.Buchwald@monopolkommission.bund.de

Dr. Heiko Peters, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wissenschaftlicher Stab, Gustav-Stresemann-Ring 11, 65189 Wiesbaden, Tel.: +49(0)611/75-2927, E-Mail: Heiko.Peters@destatis.de

* Der Beitrag gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht notwendigerweise die der Monopolkommission oder die des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wir danken Peter Bofinger, Wolfgang Franz, Wolfgang Glöckler, Georg Licht, Christoph M. Schmidt, Uwe-Christian Täger, Ulrich Klüh, Beatrice Weder di Mauro und Wolfgang Wiegard für wertvolle Anregungen und Kommentare.

Abstract

Members of management boards as well as supervisory boards often attract public criticism when they are simultaneously active in several other boards. We use a panel data set of the biggest German corporations for the period from 1996-2006 to estimate the impact of multiple board memberships of the CEO and the chairman of the supervisory board on corporate performance. The results suggest a positive and concave relation between the number of external supervisory board seats of the CEO and corporate performance. Chairmen of supervisory boards who simultaneously serve on external management boards tend to improve the performance of the controlled firm. Further external supervisory board seats of the chairman of a supervisory board do not seem to have any influence on corporate performance, though.

1. Einleitung

Vorstände und Aufsichtsräte deutscher Unternehmen stehen regelmäßig in der Kritik. Besonders schwer wiegen die Vorwürfe, wenn unterdurchschnittliche Gewinne mit relativ hohen Vorstandsgehältern einhergehen oder sich herausstellt, dass die betreffenden Vorstände und Aufsichtsräte parallel Mandate in anderen Unternehmen übernommen haben. Häufig wird in der Folge ein negativer Zusammenhang zwischen den Mehrfachmandaten der Top-Manager und der Unternehmensleistung unterstellt, der seinen Ausdruck in der aktuellen Corporate Governance Diskussion findet.¹ Eine Begrenzung der maximalen Zahl ausübbarer Aufsichtsratsmandate wurde bereits mit dem Aktiengesetz von 1965 vorgenommen.² Der Gesetzgeber beabsichtigte mit dieser Begrenzung die Unterbindung einer starken Machtkonzentration. Als weiterer und aus heutiger Sicht wohl entscheidender Beweggrund wurde die effektive Überwachung des Vorstandes durch den Aufsichtsrat angeführt.³ Diesem Normzweck lag die Vermutung zugrunde, dass eine sachgemäße Ausübung jedes einzelnen Kontrollmandates von Seiten einer Person ab einer gewissen Anzahl nicht mehr möglich sei.⁴ Insbesondere durch die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex hat die Diskussion um eine weitere Reduzierung der Höchstgrenze zulässiger Mandate in den vergangenen Jahren zunehmende Beachtung erfahren.⁵ Auch seitens der Politik besteht eine parteiübergreifende Übereinstimmung hinsichtlich der Notwendigkeit einer

¹ Vgl. zur allgemeinen Corporate Governance Diskussion *Bebchuk/Cohen/Ferrell* 2009, *Hermalin* 2005, *Bertrand* und *Mullainathan* (2003), *Denis* 2001, *Shleifer* und *Vishny* 1997.

² § 100 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 AktG legt die Anzahl zulässiger Mandate in Unternehmen, die gesetzlich einen Aufsichtsrat zu bilden haben, auf zehn Sitze fest; abs. 2 Satz 2 AktG lässt bis zu fünf weitere Sitze in konzerneigenen Unternehmen zu. Eine Beschränkung der maximal zulässigen Zahl ausübbarer Aufsichtsratsmandate erfolgte erstmals im Jahr 1931 infolge der Notverordnung zum Ende der Weimarer Republik. Vgl. hierzu *Hopt* (2006), S. 159, Rn. 1.

³ BegrRegE, BT-Drs. IV/171 vom 3. Februar 1962, S. 137; Schriftlicher Bericht des Rechtsausschusses (12. Ausschuss) zu BT-Drs. IV/3296 vom 28. April 1965, S. 16; Protokolle BT 4. Wahlperiode 184. Sitzung am 19. Mai 1965, S. 9221 f. und 187. Sitzung am 25. Mai 1965, S. 9393 f.; *Hopt* (2006), S. 162, Rn. 10.

⁴ Eine gewisse Begrenzung wurde in der Folge durch die Ergänzung von §100 Abs. 2 Satz 3 AktG umgesetzt, nach dem Mandate eines Aufsichtsratsvorsitzenden doppelt zu zählen sind. Weitergehende Forderungen sahen unter anderem der Gesetzesentwurf der *SPD-Fraktion*, BT-Drs. 13/367 vom 30. Januar 1995, S. 4 und das Gutachten der *Monopolkommission* (1998), Tz. 195 vor. Kritisch auch *Bernhardt* (1997), S. 805 ff.

⁵ *Deutscher Corporate Governance Kodex*, in der Fassung vom 6. Juni 2008 Ziffer 5.4.5; *Hopt* (2006), S.226, Rn. 179 ff.

stärkeren Begrenzung der Konzentration von Aufsichtsratsmandaten auf eine Person.⁶ Mehrfachmandate müssen indes nicht zwangsläufig ein Zeichen für unsachgemäße Kontrolltätigkeit darstellen. Es wäre ebenso denkbar, dass gerade erfolgreiche Manager gefragte Aufsichtsräte sind und ihre überdurchschnittliche fachliche Kompetenz als Kontrolleure den Gesellschaftern zur Verfügung stellen. Insofern könnten gerade Mehrfachmandate ein Zeichen für „gute“ Corporate Governance darstellen. Inwieweit Mehrfachmandate tatsächlich einen positiven oder negativen Einfluss auf die Unternehmensperformance haben, ist letztendlich eine empirische Frage. In diesem Kontext dürfte es allerdings besonders schwer sein, eine Kausalanalyse durchzuführen, da wohl kaum ein Studiendesign in der Lage sein wird, die randomisierte Zuweisung von Mandaten zu Evaluationszwecken nachzustellen.

Abgesehen von anekdotischer Evidenz oder groben deskriptiven Statistiken existiert bisher noch nicht einmal eine empirische Studie für Deutschland, welche die Assoziation zwischen personellen Verflechtungen des Vorstandes und Aufsichtsrates und dem Erfolg deutscher Unternehmen näher beschreibt. Der vorliegende Artikel versucht diese Lücke zu schließen. Anhand eines Paneldatensatzes der hundert größten Unternehmen in Deutschland wird für den Zeitraum von 1996 bis 2006 der Zusammenhang zwischen Mehrfachmandaten der Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden und dem Erfolg ihrer Unternehmen analysiert. Im Einzelnen ergeben sich damit drei häufig anzutreffende Verflechtungstatbestände, die gemeinsam untersucht werden: (a) externe Aufsichtsratsmandate des Vorstandsvorsitzenden, (b) externe Vorstandsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden und (c) externe Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden.

Die Panelschätzungen belegen, dass ein erhöhtes Engagement des Vorstandsvorsitzenden in externen Aufsichtsräten mit einem größeren Erfolg des eigenen Unternehmens einhergeht, solange diese Mandate nicht zu zahlreich werden. Sie zeigen zudem, dass ein positiver Zusammenhang zwischen dem

⁶ So wird in Anträgen der *FDP- und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN-Fraktionen* im Deutschen Bundestag gefordert, die Höchstzahl auf fünf zulässige Mandate pro Person zu begrenzen (BT-Drs. 16/10885 vom 12. November 2008 und BT-Drs. 16/12108 vom 4. März 2009 bzw. BT-Drs. 16/5279 vom 9. Mai 2007). Der *Wirtschaftsrat der CDU* spricht sich in seiner Pressemeldung vom 17. März 2009 für eine Begrenzung der Mandate für aktive Manager auf zwei externe Mandate, ansonsten auf maximal sieben Mandate aus. Der Deutsche Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 18. Juni 2009, Ziffer 5.4.5, sieht eine Höchstgrenze von drei zusätzlichen externen Aufsichtsratsmandaten in börsennotierten Gesellschaften für aktive Vorstände vor.

Unternehmenserfolg und einer Vorstandstätigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden besteht. Im Sinne der aktuellen Corporate Governance Diskussion legen sie daher den Schluss nahe, dass eine zu rigide Handhabung von Mehrfachmandaten negative Folgen für den Erfolg deutscher Unternehmen haben könnte.

Der Artikel ist wie folgt aufgebaut. Nach der Einleitung werden zunächst in Abschnitt 2 die grundlegenden theoretischen Überlegungen näher erläutert und eine Einordnung in die vorhandene Literatur vorgenommen. In Abschnitt 3 werden der Datensatz und die angewandten Regressionstechniken beschrieben, bevor in Abschnitt 4 die Ergebnisse vorgestellt werden. Der Artikel schließt in Abschnitt 5 mit einem kurzen Resümee und Forschungsausblick.

2. Theoretische Grundlagen und Literaturüberblick

Zwischen deutschen Großkonzernen bestand seit Anbeginn ihrer Existenz ein enges Beziehungsnetzwerk aus wechselseitigen Kapitalbeteiligungen und über personelle Verflechtungen zwischen Geschäftsführungs- und Aufsichtsmandaten. Seit Mitte der neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts lässt sich jedoch ein kontinuierlicher und nach der Jahrtausendwende beschleunigter Zerfall dieses Beziehungsgeflechtes beobachten. Aber während sich bis zum Ende des Geschäftsjahres 2006 das Netzwerk aus Kapitalbeteiligungen unter den größten Unternehmen nahezu aufgelöst hat, blieb die Bedeutung personeller Verflechtungen als Verflechtungstatbestand weiterhin bestehen.⁷ Welche Konsequenzen dies für die Erfolge der betroffenen Unternehmen und anderer Wirtschaftsakteure hat, ist eine ebenso offene wie spannende Frage.

Auf Grund der hervorgehobenen Position der Vorsitzenden von Vorstand und Aufsichtsrat dürften dabei Mehrfachmandate dieser Personengruppen einen herausragenden Einfluss auf die Corporate Governance der anstellenden Unternehmen haben. Ihr Firmen übergreifendes Engagement steht daher in besonderem Maße zur Diskussion. Um diese Debatte mit empirischen Gehalt zu füllen, werden für die vorliegende Studie erstmalig (a) alle externen Aufsichtsratsmandate der Vorstandsvorsitzenden, (b) alle externen Vorstandsmandate der Aufsichtsratsvorsitzenden und (c) alle externen Aufsichtsratsmandate der Aufsichtsratsvorsitzenden der 100 größten Unternehmen in Deutschland für alle

⁷ Vgl. *Monopolkommission* (2008), Tz. 417 ff. sowie Abbildung 1.

geraden Jahre im Zeitraum von 1996 bis 2006 erfasst.

Aus theoretischer Sicht lassen sich Mehrfachmandate sowohl als Kennzeichen guter als auch als Kennzeichen schlechter Corporate Governance auffassen. So könnte sich ein negativer Einfluss von Mehrfachmandaten auf den Unternehmenserfolg allein dadurch ergeben, dass Mehrfachmandatsträger ihre Arbeitszeit auf mehrere Unternehmen verteilen müssen. Gerade in Krisenzeiten, in denen zeitgleich erhöhter Handlungsbedarf bei einer Vielzahl von Unternehmen entsteht, können Mehrfachmandate insofern zu Problemen führen. Zudem liegt es nahe, dass in vielen praktischen Situationen durch Mehrfachmandate Interessenkonflikte entstehen können. Die Wahl eines Lieferanten oder Investitionsentscheidungen dürften eher den persönlichen Mix der Interessenlagen aller vertretenen Unternehmen reflektieren als nur die Interessen des die Entscheidung treffenden Unternehmens. Darüber hinaus könnten Mehrfachmandate eine größere Machtstellung der betreffenden Mandatsträger widerspiegeln und in einer Art „Managerverschanzung“ zu einer Ausweitung des Agency-Problems führen.⁸

Für einen positiven Zusammenhang zwischen Mehrfachmandaten und Unternehmensleistung spricht hingegen das Argument, dass mit zusätzlichen Mandaten von den Mandatsträgern tendenziell breitere Erfahrungen, Kenntnisse und spezifische Informationen erworben werden.⁹ Hiervon könnten prinzipiell alle vertretenen Unternehmen profitieren,¹⁰ denn es entsteht die Möglichkeit, mit Mehrfachmandaten eine größere Management- bzw. Kontrollexpertise aufzubauen. Neben diesen gegenläufigen Effekten von Mehrfachmandaten spricht auch die Argumentation von *Fama* und *Jensen* (1983), die Mehrfachmandate als einen Teil des Marktes für Topmanager und somit als Reputationssignal für eine positive Assoziation mit dem Unternehmenserfolg sehen. Demnach erhalten gerade diejenigen Manager zusätzliche Mandate, die besonders kompetent sind. Somit könnten auch für deutsche Aufsichtsräte und Vorstände, viele parallele Mandate eine hohe Kompetenz signalisieren.

⁸ Vgl. ausführlich zum Managermachtansatz *Bebchuk/Grinstein/Peyer* (2006a), *Bebchuk/Grinstein/Peyer* (2006b), *Bebchuk* und *Cohen* (2005), *Bebchuk* und *Fried* (2004) sowie *Bebchuk* und *Fried* (2003).

⁹ Ähnlich auch *Canyon* und *Read* (2006), die mit ihrem Modell jedoch zugleich zeigen, dass zumindest für Vorstände ein Anreiz besteht, mehr parallele Mandate anzunehmen als für das entsendende Unternehmen optimal ist.

¹⁰ Dieses Argument wurde bereits im Zuge der Novellierung des Aktiengesetzes von 1965 gegen eine zu scharfe Begrenzung der Zahl zulässiger Mandate aufgegriffen, vgl. hierzu Schriftlicher Bericht des Rechtsausschusses (12. Ausschuss) zu BT-Drs. IV/3296 vom 28. April 1965, S. 16.

Zusammengefasst gibt es für Mehrfachmandate von Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden sowohl Argumente für positive als auch für negative Effekte. Vieles spricht dafür, dass bei einer erheblichen Ausweitung von Mehrfachmandaten der Aspekt der zeitlichen Verzettelung die Überhand gewinnen dürfte. Bei begrenztem Mehrfachengagement erscheint die Vermutung, dass eher die fähigeren Manager zusätzliche Mandate erhalten, also einer großen Rolle unbeobachteter Heterogenität, sehr plausibel. Nicht zuletzt wird gerade von Seiten der Praktiker immer wieder auf die Erfolge von Unternehmen mit Mehrfachmandatsträgern hingewiesen.¹¹ Man sollte daher nicht allzu überrascht sein, wenn der Zusammenhang zwischen der Anzahl der beobachteten Mehrfachmandate und dem Unternehmenserfolg einen konkaven Verlauf aufweist. Aufgrund des ubiquitären Problems der unbeobachteten Heterogenität ist es allerdings anzuraten, in jedem Falle von einer Assoziation, statt von den „Effekten“ von Mehrfachmandaten zu sprechen.

In jüngerer Zeit sind zahlreiche empirische Studien veröffentlicht worden, die sowohl für US-amerikanische als auch deutsche Unternehmen eine starke Bedeutung der personellen Unternehmensverflechtung für die Corporate Governance nachweisen.¹² *Schonlau* und *Singh* (2009) untersuchen für US-amerikanische Firmen den Zusammenhang zwischen personellen Unternehmensverflechtungen und der Unternehmensleistung akquirierender Unternehmen im Zuge von Fusionen und Übernahmen. Personell besser vernetzte Unternehmen tätigen demnach signifikant profitablere Unternehmenszükäufe. Nach *Fich* und *Shivdasani* (2006) weisen Unternehmen mit einer Mehrzahl von externen Aufsichtsratsmitgliedern, die drei oder mehr Kontrollmandate parallel ausüben, unterdurchschnittliche Erfolge auf. Zudem ist in derartig verflochtenen Unternehmen die Kopplung zwischen Unternehmensleistung und Managerwechsel geringer als in nicht über Mehrfachmandate verflochtenen Unternehmen. Dies wird ebenfalls als Zeichen ineffektiver Kontrolltätigkeit durch Mehrfachmandatsträger interpretiert.

¹² Neben personellen Verflechtungen wurden bereits zahlreiche weitere Eigenschaften der obersten Unternehmensorgane wie z.B. die Größe des Vorstandes, vgl. *Yermack* (1996), das Verhältnis von ausführenden zu kontrollierenden Vorständen, vgl. *Ryan* und *Wiggins* (2004), die Stellung des CEOs innerhalb des Vorstandes, vgl. *Core/Holthausen/Larcker* (1999), der Grad der Verschanzung des CEOs, vgl. *Bebchuk* und *Cohen* (2005) sowie *Shleifer* und *Vishny* (1989), Vorstandsmitglieder aus dem Kreis von Eigentümerfamilien, vgl. *Francisco* (2006), oder die Anzahl und Art externer Kontrollmandate, vgl. *Faccio* (2006), *Hallock* (1997) und *Kaplan* und *Reishus* (1990) empirisch untersucht. Vgl. für die Wirksamkeit personeller Verbindungen: *Cohen/Frazzini/Malloy* (2008).

Eine weitere Studie stammt von *Perry und Peyer (2005)*, die für US-amerikanische Unternehmen mit differenzierten Merkmalen einer unterdurchschnittlichen Corporate Governance negative Renditen ermitteln, sobald diese Unternehmen Vorstandsmitglieder in andere Unternehmen entsenden. Dies gilt allerdings nicht für Unternehmen mit geringen Agency-Problemen. Anteilseigner dieser Unternehmen können von einer Entsendung der Vorstandsmitglieder in ein anderes Unternehmen profitieren. Keinen Zusammenhang zwischen Mehrfachmandaten und Unternehmensleistung können *Ferris, Jagannathan und Pritchard (2003)* feststellen. *Barnea und Guedj (2009)* zeigen, dass Vorstandsvorsitzende in personell besser vernetzten Unternehmen eine überdurchschnittlich hohe Vergütung erhalten und ihr Wechsel in geringerem Umfang an die Unternehmensleistung gekoppelt sind. Zudem werden Manager mit Mehrfachmandaten eher in andere Aufsichtsräte berufen. Auch *Core, Holthausen und Larcker (1999)* weisen einen positiven Zusammenhang zwischen Mehrfachmandatsträgern im Aufsichtsrat und dem Gehalt des Vorstandsvorsitzenden nach.

Für deutsche Unternehmen liegt lediglich eine empirische Studie von *Beyer (1996)* vor, die sich mit einem direkten Zusammenhang zwischen personeller Unternehmensverflechtung und –erfolg beschäftigt. Anhand eines Querschnitts von 694 deutschen Unternehmen aus dem Jahr 1992 kann kein signifikanter Leistungsunterschied zwischen verflochtenen und nicht verflochtenen Unternehmen festgestellt werden. Anhand eines aktuelleren Datensatzes für die Jahre 1994 bis 2004 zeigen *Bresser und Thiele (2008)*, dass eine stärkere Verknüpfung von Vorstandswechseln und Unternehmensleistung in denjenigen Unternehmen vorzufinden ist, in denen der Aufsichtsratsvorsitzende ein ehemaliges Vorstandsmitglied desselben Unternehmens ist.

Dittmann, Maug und Schneider (2009) haben eine umfangreiche Untersuchung der besonderen Stellung von Bankern in Aufsichtsräten deutscher Unternehmen vorgenommen. Demnach besteht ein negativer Zusammenhang zwischen der Anzahl der Banker in den Aufsichtsräten und der Unternehmensleistung der betreffenden, nicht in der Finanzwirtschaft tätigen Unternehmen. Banken vergeben zudem mehr Kredite in Branchen, in die sie Mitarbeiter als Aufsichtsräte entsandt haben. *Balsmeier und Peters (2009)* zeigen anhand eines Paneldatensatzes der größten deutschen Unternehmen für die Jahre 2000 bis 2006, dass die beobachteten Vorstandsgehälter tendenziell mit der

Anzahl der Unternehmen steigen, in denen die betreffenden Vorstände zusätzliche Aufsichtsratsmandate ausüben. Dies spräche eigentlich für eine wichtige Rolle der aus Sicht des Ökonometrikers (nicht der bestellenden Unternehmern) unbeobachteten Kompetenzen. Der Erfolg der entsendenden Unternehmen hat zudem keinen Einfluss auf die Erlangung zusätzlicher Kontrollmandate.

3. Datengrundlage

Für die empirische Analyse werden Daten aus unterschiedlichen Quellen herangezogen. Die Abgrenzung des Untersuchungskreises erfolgt auf Grundlage von Untersuchungen der Monopolkommission im Rahmen ihrer Konzentrationsberichterstattung. Die Monopolkommission erhebt für die geraden Jahre branchenübergreifend und unabhängig von der Rechtsform Angaben über die personelle Verflechtung der 100 größten Unternehmen in Deutschland, gemessen an der inländischen Wertschöpfung. Ergänzend werden Merkmale zur Unternehmensgröße, Kapitalverflechtungen sowie personelle Verbindungen über Kontrollorgane ausgewiesen.¹³ Der Anteil von durchschnittlich 17,9 Prozent der Unternehmen unserer Stichprobe an der Wertschöpfung aller inländischen Unternehmen im Zeitraum von 1996 bis 2006 verdeutlicht ihr gesamtwirtschaftliches Gewicht.

Da die Monopolkommission in ihren Untersuchungen zur personellen Verflechtung von Großunternehmen nur wenige Begleitmerkmale erfasst, wurden für den Untersuchungszeitraum 1996 bis 2006 fehlende Angaben und Kontrollgrößen den Angaben in veröffentlichten Geschäftsberichten, der Datenbank AMADEUS von Bureau van Dijk sowie verschiedenen Jahrgängen der Publikationen „Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften“, „Handbuch der Großunternehmen“ und „Companies & Sectors“ des Hoppenstedt-Verlages entnommen.

In einem zweiten Schritt wurden diejenigen Unternehmen aus der Stichprobe entfernt, die unter der Kontrolle einer ausländischen Konzernobergesellschaft im Sinne des § 290 HGB stehen. Dieses Vorgehen ist bedingt durch den häufigen Verzicht dieser inländischen Tochterunternehmen auf die Veröffentlichung eines konsolidierten inländischen Teilkonzernabschlusses bzw. durch die Ausrichtung der inländischen Rechnungslegung auf den ausländischen Mutterkonzern und die sich hieraus ergebende

¹³ Stimmt das Kalenderjahr nicht mit dem Bilanzstichtag eines Unternehmens überein, werden diejenigen

beschränkte Möglichkeit zur Berechnung relevanter Profitabilitätsmaße. Zudem ist anzunehmen, dass Vorstände der betreffenden Tochterunternehmen durch strategische Vorgaben der ausländischen Obergesellschaften in ihrer Handlungsautonomie beschränkt sind und eine vergleichsweise schwächere Position in der Unternehmenshierarchie einnehmen.¹⁴

Darüber hinaus wurden alle Banken und Versicherungen aus dem Datensatz entfernt, um keine Verzerrung durch unvergleichbar hohe Rentabilitätswerte der Finanzbranche zu erhalten. Ferner wurden den Anforderungen der durchzuführenden Fixed-Effects-Schätzungen entsprechend diejenigen Unternehmen ausgeschlossen, für die weniger als zwei Beobachtungszeitpunkte vorliegen. Insgesamt verbleiben damit 246 Beobachtungen für 57 im Datensatz vorkommende Unternehmen.

In Abbildung 1 sind die Mittelwerte der Eigenkapitalrendite und der Rendite für betriebsnotwendiges Kapital (Return on Capital Employed – ROCE)¹⁵ sowie der durchschnittlichen Anzahl externer Mandate der Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden im Zeitablauf dargestellt.¹⁶ Die Eigenkapitalrentabilität und der ROCE weisen einen weitgehend analogen Verlauf auf. Beide fallen im Jahr 2000 deutlich ab, steigen seitdem wieder an und sind im Jahr 2006 immer noch unter dem Niveau, das sie Ende der 1990er Jahre aufgewiesen hatten. Die relativ niedrigen Werte im Jahr 2000 können vermutlich auf das Ende des New-Economy-Booms zurückgeführt werden.

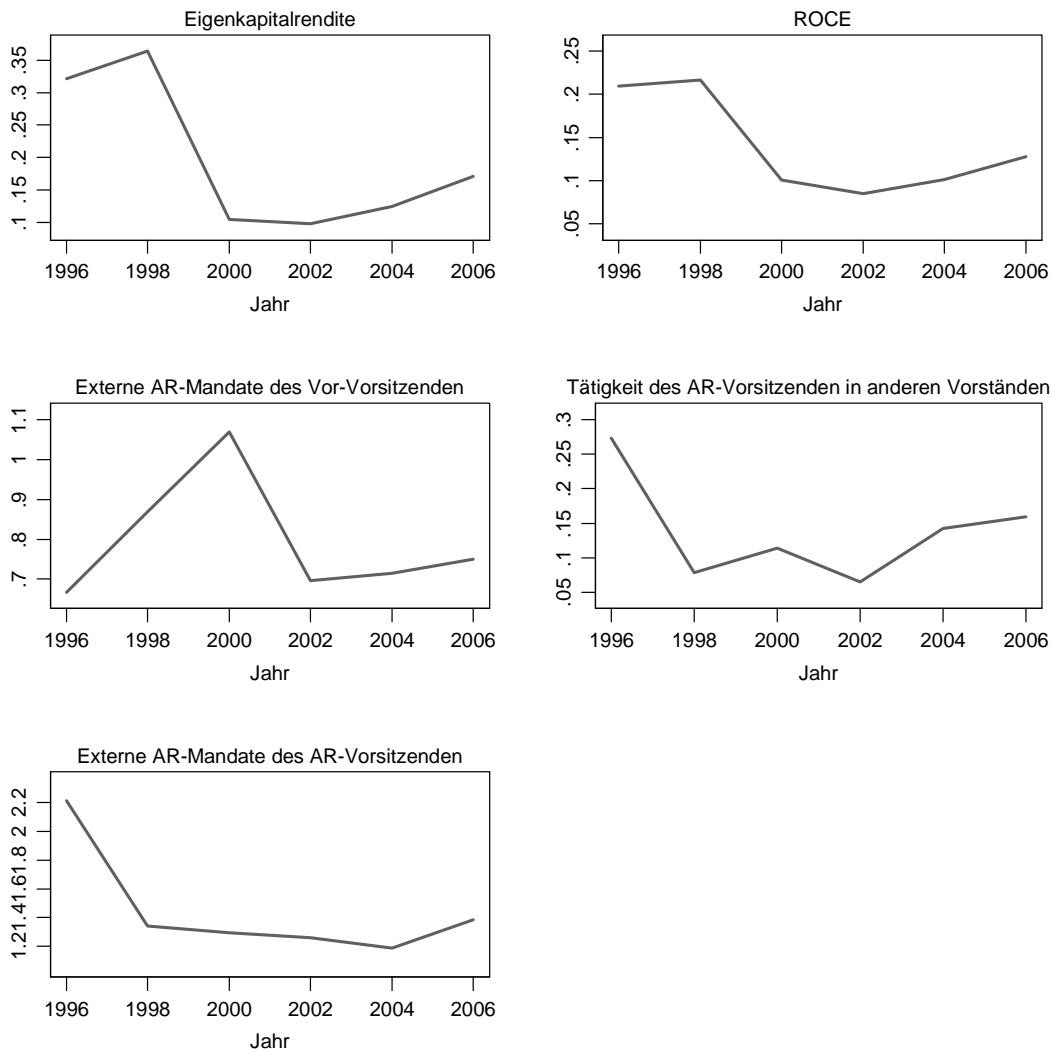
Die durchschnittliche Anzahl der Aufsichtsratsmandate der Vorstandsvorsitzenden steigt von 0,7 im Jahr 1996 auf knapp über 1 im Jahr 2000. Im Jahr 2002 fällt die Anzahl wieder auf das Niveau von 1996 und erhöht sich seitdem wieder leicht.

Jahresabschlüsse berücksichtigt, die den 30. Juni des jeweiligen geraden Kalenderjahres einschließen.

¹⁴ Durch die strenge Ausrichtung an den Geschäftsführungs- und Kontrollorganen ausschließlich der Konzernobergesellschaften wird zudem das Problem der Berücksichtigung von Doppelmandaten innerhalb eines Konzerns vermieden.

¹⁵ Die Eigenkapitalrendite ist als Jahresüberschuss dividiert durch das Eigenkapital definiert. Die Rendite für betriebsnotwendiges Kapital ist folgendermaßen definiert: $ROCE = (\text{Jahresüberschuss vor Steuern} + \text{Zinsaufwand}) / (\text{Gesamtkapital} - \text{kurzfristige Verbindlichkeit})$.

¹⁶ Deskriptive Statistiken aller bei der Schätzung verwendeten Variablen befinden sich für den gepoolten Datensatz in der Tabelle im Anhang 1.

Abbildung 1: Deskriptive Analyse

Anmerkung: ROCE: Rendite für betriebsnotwendiges Kapital, Vor: Vorstand, AR: Aufsichtsrat.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Erhebungen der Monopolkommission, Datenbank AMADEUS von Bureau van Dijk, Hoppenstedt „Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften“, „Handbuch der Großunternehmen“, „Companies & Sectors“ (jeweils versch. Jahrgänge), Geschäftsberichte der Unternehmen, veröffentlichte Jahresabschlüsse im Bundesanzeiger (versch. Ausgaben).

In Bezug auf den Aufsichtsratsvorsitzenden wird zwischen externen Vorstandsmandaten und externen Aufsichtsratsmandaten unterschieden. Im Jahr 1996 hatten rund 25 Prozent der Aufsichtsratsvorsitzenden einen weiteren Vorstandsposten inne. Bis zum Jahr 2004 sinkt dieser Wert auf unter 10 Prozent und erhöht sich bis 2006 auf ungefähr 15 Prozent. Aufsichtsratsvorsitzende waren zudem im Jahr 1996 durchschnittlich in 2,2 weiteren Unternehmen als Aufsichtsrat tätig. Die Anzahl zusätzlicher Aufsichtsratsmandate eines Aufsichtsratsvorsitzenden sinkt um eins bis

zum Jahr 2004 und steigt auf durchschnittlich 1,4 im Jahr 2006. Die Größe des Vorstandes und des Aufsichtsrates sind im Zeitablauf relativ konstant (nicht aus der Abbildung ersichtlich).

4. Empirische Modellierung

Der empirische Zusammenhang zwischen Mehrfachmandaten der Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden und dem Unternehmenserfolg wird in dieser Analyse mit Hilfe verschiedener Paneldatenregressionen modelliert. Um auch einen konkaven Verlauf des Einflusses externer Mandate abbilden zu können, wird neben der absoluten Anzahl der externen Kontrollmandate des Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden auch das Quadrat der Anzahl der Mandate in die Schätzungen aufgenommen. In Bezug auf externe Vorstandsmandate der Aufsichtsratsvorsitzenden erübrigt sich dieses Vorgehen, da in unserem Datensatz grundsätzlich nicht mehr als ein paralleles Vorstandsmandat vorkommt.

Neben den Verflechtungsvariablen sind weitere Kontrollvariablen integriert, die bereits in früheren Studien als wichtige Determinanten der Unternehmenskontrolle und -steuerung identifiziert wurden. Zunächst wird die Größe des Vorstandes und des Aufsichtsrates in das Schätzmodell integriert. Des Weiteren werden die logarithmierte Mitarbeiterzahl als Proxy für die Unternehmensgröße und eine Dummyvariable für die Mitgliedschaft im größten deutschen Aktienindex hinzugefügt. Schließlich wird für den Einfluss verschiedener Anteilseignergruppen auf den Unternehmenserfolg kontrolliert. Hierbei unterscheiden wir zwischen dem Anteil des Eigenkapitals, der sich im Streubesitz befindet, dem Unternehmensanteil, der im Besitz von Einzelpersonen oder Familien steht, dem Anteil im Besitz der öffentlichen Hand und den Kapitalbeteiligungen innerhalb der 100 größten Unternehmen. Zur Kontrolle von Konjunkturreffekten dienen Periodendummies.

Um zusätzlich für unbeobachtete Unternehmenseigenschaften wie z. B. Standortvorteilen oder der Produktpalette kontrollieren zu können, werden alle Panelmodelle mit fixen Unternehmenseffekten geschätzt. Alle Schätzungen wurden unter Verwendung von robusten Standardfehlern berechnet und die Ergebnisse sind in Tabelle 1 dargestellt.

Die Ergebnisse legen nahe, dass es einen konkaven Zusammenhang zwischen der

Anzahl an Aufsichtsratsmandaten des Vorstandsvorsitzenden und dem Unternehmenserfolg gibt. Der Erfolg ist tendenziell höher, wenn der Vorstandsvorsitzende ein externes Aufsichtsratsmandat erfüllt. Die stärkste Assoziation zwischen Erfolg und externem Engagement zeigt sich zwischen einem und zwei externen Mandaten. Bei mehr als drei externen Mandaten wird diese Assoziation sogar negativ. Dieses Muster ist mit den theoretischen Ansichten zur Wirkung von Mehrfachmandaten der Vorstandsvorsitzenden kompatibel, denen zufolge zunächst die positiven Effekte zusätzlicher Erfahrung und Managerexpertise aus externen Mandaten überwiegen, es aber mit zunehmender Anzahl zu einer immer knapper werdenden Zeit zur effektiven Ausübung des Vorstandsmandates kommt.

Wenn der Aufsichtsratsvorsitzende ein externer Manager ist, zeigt sich tendenziell ein höherer Unternehmenserfolg. Dies steht durchaus mit der Hypothese steigender Expertise und damit besserer Kontroll- und Beratungstätigkeit der Mehrfachmandatsträger im Einklang. Dies könnte sowohl auf ein besseres Urteilsvermögen bei der Kontrolle der Vorstandstätigkeit als auch auf eine Einbringung eigener Erfahrungen und Expertise im Sinne einer Beratungsfunktion zurückzuführen sein. Ob der Aufsichtsratsvorsitzende weitere Aufsichtsratsposten wahrnimmt, ist nach unseren Schätzungen zu urteilen für den beobachteten Unternehmenserfolg ohne Belang. Es sieht also nicht so aus, als ob die breitere Erfahrung, die durch die Ausübung paralleler Aufsichtsratsmandate erworben werden kann, einen messbaren Einfluss auf die Unternehmensleistung aufweist.

Eine kausale Interpretation dieser Muster stößt allerdings insoweit an ihre Grenzen, als die hier beobachteten Mehrfachengagements keineswegs zu Studienzwecken zufällig zugeordnet werden, sondern einen bewussten Auswahlprozess widerspiegeln, der vermutlich stark von den – für uns unbeobachtbaren – Kompetenzen der betrachteten Persönlichkeiten geprägt ist. Allerdings sprechen diese Assoziationen bereits eindeutig dafür, dass ein völliges Verbot von Mehrfachmandaten wohl kaum sinnvoll wäre.

Neben den Verflechtungsvariablen weisen auch die Kontrollvariablen einige interessante Ergebnisse auf. Unternehmen mit größeren Aufsichtsgremien weisen tendenziell eine signifikant schlechtere Performance auf als ihre Konkurrenten. Dies deutet darauf hin, dass eine effektive Kontrolle der Vorstände mit der Größe des Aufsichtsrates abnimmt, beispielsweise aufgrund schwierigerer Abstimmungen oder

einer geringeren Kontrollintensität des Einzelnen. Die in der Politik geforderte Verringerung der Aufsichtsratsgröße findet hier eine empirische Stütze. Die Ergebnisse könnten insofern als Motivation für eine tiefergehende Analyse zur Aufsichtsratszusammensetzung dienen. Die Größe des Vorstands hat hingegen offenbar keinen Einfluss auf die Performance. Ein signifikant positiver Zusammenhang besteht zwischen der Mitarbeiteranzahl und der Unternehmensleistung nur bei Regressionen mit ROCE als Erfolgsmaß. Unternehmen, die Mitglied im DAX30 sind, weisen zudem keine über- oder unterdurchschnittliche Leistung auf, was die Vermutung einer Sonderstellung im DAX gelisteter Unternehmen zumindest in dieser Hinsicht widerlegt.

Bezüglich der Eigentümerstruktur sind die verwendeten Variablen durchweg insignifikant. Der Anteil des im Streubesitz befindlichen Anteilsvermögens weist keinen Zusammenhang mit dem Erfolg des Unternehmens auf. Sehr ähnlich sieht es für die Kapitalbeteiligungen von anderen Unternehmen aus dem Untersuchungskreis aus. Die häufig geäußerte Vermutung negativer Effekte der Kapitalverflechtungen zwischen den größten Unternehmen in Deutschland findet sich hier nicht bestätigt. Eine Assoziation von Unternehmenserfolg und der Intensität der Beteiligungen von Familien oder des Staates kann ebenfalls nicht bestätigt werden.

Tabelle 1: Ergebnisse der Fixed-Effects-Schätzungen

Endogene Variable	Eigenkapitalrendite				ROCE	
Verflechtungsvariablen						
Externe Aufsichtsratsmandate des Vorstandsvorsitzenden	0,130*	0,146*			0,192**	0,069**
	(1,72)	(1,81)			(2,02)	(2,18)
quadriert	-0,048**	-0,053**			-0,065**	-0,023**
	(-2,04)	(-2,11)			(-2,28)	(-2,34)
Tätigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden in anderen Vorständen			0,299**	0,293***	0,337***	0,148***
			(2,64)	(2,73)	(3,35)	(3,96)
Externe Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden			0,045	0,031	0,030	0,013
			(0,67)	(0,46)	(0,49)	(0,56)
quadriert			-0,007	-0,005	-0,006	-0,004
			(-0,60)	(-0,41)	(-0,55)	(-1,00)
Vorstandsgröße	0,037	0,036	0,041	0,040	0,043	0,020
	(0,86)	(0,81)	(0,99)	(0,94)	(1,03)	(1,37)
Aufsichtsratsgröße	-0,029**	-0,024	-0,031**	-0,027*	-0,029*	-0,015***
	(-2,01)	(-1,59)	(-2,28)	(-1,82)	(-1,97)	(-2,79)
Mitgliedschaft im DAX 30	0,215**	0,147	0,102	0,074	0,093	0,066
	(2,59)	(1,16)	(1,39)	(0,73)	(0,87)	(1,25)
Anzahl Mitarbeiter, logarithmiert	0,022	-0,002	0,100	0,088	0,086	0,075**
	(0,22)	(-0,02)	(0,89)	(0,82)	(0,87)	(2,18)
Eigentümerstruktur						
Streubesitz		0,001		0,001	0,001	0,001
		(0,46)		(0,68)	(0,60)	(1,50)
Kreis der 100 Größten		0,005		0,003	0,004	0,001
		(1,30)		(0,84)	(1,05)	(0,65)
Familienbesitz		0,002		0,002	0,002	0,000
		(1,00)		(0,98)	(0,90)	(0,22)
Öffentliche Hand		-0,001		0,000	-0,001	0,001
		(-0,43)		(0,03)	(-0,30)	(0,64)
Zeitdummies	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Beobachtungen	246	246	246	246	246	246
Anzahl der Unternehmen	57	57	57	57	57	57
Bestimmtheitsmaß insgesamt	0,127	0,087	0,074	0,063	0,069	0,062
Bestimmtheitsmaß within	0,172	0,190	0,182	0,192	0,226	0,289
Bestimmtheitsmaß between	0,096	0,039	0,020	0,009	0,016	0,015
	Hausman Test					
chi2	1,540	34,890	23,010	41,080	68,130	25,960
Prob > chi2	1,000	0,002	0,028	0,001	0,000	0,101

Anmerkungen: In allen Schätzungen wurden Periodendummies (Referenzkategorie ist das Jahr 2000) verwendet (hier nicht angegeben), t-Werte in Klammern, ***, **, *: signifikant auf 1, 5, 10% Niveau

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Erhebungen der Monopolkommission, Datenbank AMADEUS von Bureau van Dijk, Hoppenstedt „Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften“, „Handbuch der Großunternehmen“, „Companies & Sectors“ (jeweils versch. Jahrgänge), Geschäftsberichte der Unternehmen, veröffentlichte Jahresabschlüsse im Bundesanzeiger (versch. Ausgaben).

5. Fazit

Die Fraktionen der großen Parteien im Deutschen Bundestag sind sich einig, dass weiterer Handlungsbedarf im Hinblick auf Fragestellungen der Corporate Governance besteht. In diesem Zusammenhang wird auch eine Reduktion der gesetzlich maximal zulässigen Anzahl paralleler Aufsichtsratsmandate gefordert. Der vorliegende Artikel liefert erstmalig für deutsche Unternehmen empirische Belege für den Zusammenhang zwischen Mehrfachmandaten und dem Unternehmenserfolg. In verschiedenen Panelschätzungen wird zwischen der Anzahl externer Aufsichtsratsmandate des Vorstandsvorsitzenden und des Unternehmenserfolges ein konkaver Zusammenhang belegt. Wenige externe Aufsichtsratsmandate des Vorstandsvorsitzenden gehen typischerweise mit einer guten Unternehmensleistung einher. Mit zunehmender Anzahl der Mandate nimmt die Höhe dieses positiven Zusammenhangs jedoch ab. Das Maximum ist bei zwei Aufsichtsratsmandaten erreicht.

Aufsichtsratsvorsitzende, die parallel ein Vorstandsmandat ausüben, kontrollieren tendenziell erfolgreichere Unternehmen. Dies mag daran liegen, dass diese Unternehmen von der gewonnenen Managementexpertise profitieren. Zusätzliche Mandate des Aufsichtsratsvorsitzenden in anderen Aufsichtsräten zeigen keinen Zusammenhang mit der Unternehmensleistung. Insgesamt sprechen die präsentierten Ergebnisse daher nicht gegen eine positive Beurteilung der personellen Verflechtungen zwischen den größten Unternehmen Deutschlands. In unserem Datensatz zeigen sich allerdings durchweg auch recht moderate Mehrfachengagements. Daher verbietet sich eine Extrapolation der Ergebnisse weit außerhalb des Stützbereichs.

Der Artikel enthält zahlreiche Anhaltspunkte für weitergehende Forschungsarbeiten. So könnte zukünftig beispielsweise die Verflechtung von Stakeholdern wie Lieferanten, Betriebsräten und Gewerkschaftsvertretern über verschiedene Aufsichtsräte betrachtet werden. Von Interesse wären zudem Einflussfaktoren der Rekrutierung neuer Aufsichtsräte und Vorstände und der Verweildauer bestimmter Interessenvertreter in den entsprechenden Gremien. Auch hier könnten Mehrfachmandate eine wichtige Rolle spielen. In der vorliegenden Untersuchung werden zudem relativ einfache Maße der personellen Unternehmensverflechtung betrachtet. Mit Hilfe spezieller netzwerkanalytischer Verfahren könnten zum Beispiel auch Dreiecksbeziehungen oder Ringverflechtungen untersucht werden. Diese Verfahren würden zudem eher eine Identifikation von Managerzirkeln erlauben. Schließlich könnte eine Analyse des

Zusammenhangs zwischen personeller Verflechtung und Unternehmensstrategien aufschlussreiche Erkenntnisse im Hinblick auf die Art der Einflussnahme von Mehrfachmandatsträgern liefern.

Anhang 1: Deskriptive Statistiken

	Minimum	Median	Mittelwert	Maximum	Standardabweichung
Eigenkapitalrendite	-2,488	0,132	0,188	2,819	0,415
Rendite für betriebsnotwendiges Kapital	-0,202	0,101	0,135	1,058	0,156
Verflechtungsvariablen					
Externe Aufsichtsratsmandate des Vorstandsvorsitzenden	0,000	0,000	0,798	6,000	1,182
quadriert	0,000	0,000	2,028	36,000	4,727
Tätigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden in anderen Vorständen	0,000	0,000	0,134	1,000	0,341
Externe Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden	0,000	1,000	1,417	7,000	1,902
quadriert	0,000	1,000	5,611	49,000	10,848
Vorstandsgröße	2,000	6,000	6,417	26,000	3,359
Aufsichtsratsgröße	3,000	20,000	17,069	24,000	4,313
Mitgliedschaft im DAX 30	0,000	0,000	0,389	1,000	0,488
Anzahl Mitarbeiter	6656	44786	92395	502763	110096
Eigentümerstruktur					
Streubesitz	0,000	23,000	30,872	94,800	32,706
Kreis der 100 Größten	0,000	1,000	11,679	100,000	22,030
Familienbesitz	0,000	0,000	25,930	100,000	36,993
Öffentliche Hand	0,000	0,000	12,520	100,000	29,024

Anmerkungen: Die Anzahl der Beobachtungen in unserem Datensatz ist 246.

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Erhebungen der Monopolkommission, Datenbank AMADEUS von Bureau van Dijk, Hoppenstedt „Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften“, „Handbuch der Großunternehmen“, „Companies & Sectors“ (jeweils versch. Jahrgänge), Geschäftsberichte der Unternehmen, veröffentlichte Jahresabschlüsse im Bundesanzeiger (versch. Ausgaben).

Literatur

Balsmeier, B. und H. Peters (2009) *Personelle Unternehmensverflechtung und Vorstandsgehälter*, wird erscheinen in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 79 (9).

Barnea, A. Und I. Guedj (2007) *Director Networks*, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper, Austin.

Bebchuk, L., A. und A. Cohen (2005) *The Costs of Entrenched Boards*, Journal of Financial Economics, 78 (2),409-433.

Bebchuk, L., A., A. Cohen und A. Ferrell (2009) *What Matters in Corporate Governance?*, Review of Financial Studies, 22 (2), 783-827.

Bebchuk, L., A. und J. M. Fried (2003) *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, 17 (3), 71-92.

Bebchuk, L., A. und J. M. Fried (2004) *Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London.

Bebchuk, L., A., Y. Grinstein und U. C. Peyer (2006a) *Lucky CEOs*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, No. 566, <http://ssrn.com/abstract=945392> (Stand: 30.04.2009).

Bebchuk, L., A., Y. Grinstein und U. C. Peyer (2006b) *Lucky Directors*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 573. <http://ssrn.com/abstract=952239> (Stand: 30.04.2009).

Bernhardt, W. (1997) *Wenig Neues – Zu wenig? Kleine Aktienrechtsreform, Corporate Governance und Konzernwirklichkeit*, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67 (8), 803-816.

Bertrand, M. und S. Mullainathan (2003) *Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences*, Journal of Political Economy, 111 (5), 1043-1075.

Beyer, J. (1996) *Governance Structures – Unternehmensverflechtungen und Unternehmenserfolg in Deutschland*, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB-Ergänzungsheft 3/96, 79-101.

Bresser, R. K. F. und R. V. Thiele (2008) *Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels*, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 78 (2), 175-203.

Canyon, M. J. und L. E. Read (2006) *A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships*, Journal of Corporate Finance, 12 (3), 645-659.

Cohen, L., A. Frazzini und C. Malloy (2008) *The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns*, Journal of Political Economy, 116 (5), 951-979.

Core, J., E., R. W. Holthausen und D. F. Larcker (1999) *Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance*, Journal of Financial Economics, 51 (3), 371-406.

Denis, K., D. (2001) *Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting*, Review of Financial Economics, 10 (3), 191-212.

Dittmann, I., E. Maug und C. Schneider (2009) *Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They are Worth, and Why They are (Still) There*, wird erscheinen in: Review of Finance.

Faccio, M. (2006) *Politically Connected Firms*, American Economic Review, 96 (1), 369-386.

Fama, E., F. und M. C. Jensen (1983) *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 26 (2), 301-325.

Ferris, S., P., M. Jagannathan und A. C. Pritchard (2003) *Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments*, The Journal of Finance, 58 (3), 1087-1112.

Fich, E. Und M. A. Shivdasani (2006) *Are Busy Boards Effective Monitors?*, The Journal of Finance, 61 (2), 689-724.

Francisco, P. (2006) *Inherited Control and Firm Performance*, American Economic Review, 96 (5), 1559-1588.

Hallock, K., F. (1997) *Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 32 (3), 331-344.

Hermalin, E., B. (2005) *Trends in Corporate Governance*, Journal of Finance, 60 (5), 2351-2384.

Hopt, K. J. und M. Roth (2006) §§ 100-101, in: Hopt, K. J. und H. Wiedemann (Hrsg.): *Aktiengesetz, Großkommentar, Viertes Band, §§ 95-117*, 4. Aufl., Berlin, 150-239.

Jensen, M., C. und W. H. Meckling (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3 (4), 305-360.

Kaplan, S., N. und D. Reishus (1990) *Outside directorships and Corporate Performance*, Journal of Financial Economics, 27 (2), 389-410.

Monopolkommission (1980) *Fusionskontrolle bleibt vorrangig*, Hauptgutachten 1978/79, Baden-Baden.

Monopolkommission (1998) *Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem*, Sondergutachten der Monopolkommission gemäß § 24 b Abs. 5 Satz 4 GWB, Sondergutachten 26, Baden-Baden.

Monopolkommission (2008) *Weniger Staat, mehr Wettbewerb. Gesundheitsmärkte und staatliche Beihilfen in der Wettbewerbsordnung*, Hauptgutachten 2006/2007, Baden-Baden.

Perry, T. und U. Peyer (2005) *Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective*, The Journal of Finance, 60 (4), 2083-2123.

Ryan Jr., H., E. und R. A. Wiggins III (2004) *Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring*. Journal of Financial Economics, 73 (3), 497-524.

Schonlau, R. und P. V. Singh (2009) *Board Networks and Merger Performance*, SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1322223> (Stand: 22.04.2009).

Shleifer, A. und R. W. Vishny (1997) *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance, 52 (2), 737-783.

Shleifer, A. und R. W. Vishny (1989) *Management Entrenchment - The Case of Manager-Specific Investments*, Journal of Financial Economics, 25 (1), 123-139.

Yermack, D. (1996) *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, Journal of Financial Economics, 40 (2), 185-211.