

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

**„Corporate Governance, Unternehmensleistung
und CEO-Wechsel –
Ein Einblick in die jüngste empirische Literatur“**

Verfasser

Bernhard Koppler

Angestrebter akademischer Grad

**Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)**

Wien, im November 2008

Studienkennzahl lt. Studienblatt:
Studienrichtung lt. Studienblatt:
Betreuer:

A157
Internationale Betriebswirtschaft
Univ.-Prof. Dr. Franz Wirl

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benützung anderer, als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher weder im In- oder Ausland in gleicher oder ähnlicher Form einer anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Datum

Unterschrift

Danksagung

An dieser Stelle möchte ich mich bei jenen Menschen bedanken, die mich nicht nur während meines Studiums, sondern auch in allen anderen Situationen meines Lebens begleitet und unterstützt haben. Dieser Dank gilt in erster Linie meiner Familie, meiner Freundin sowie meinem engsten Freundeskreis.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	10
2	Theoretische Grundlagen	12
2.1	Corporate Governance	12
2.1.1	Definitionen	12
2.1.2	Ebenen der Unternehmensverfassung	13
2.1.3	Koalitionspartner und deren Interessen.....	14
2.2	Prinzipal-Agenten-Theorie	17
2.3	Die wechselseitige Beziehung zwischen Performance und Managementwechsel.....	19
2.4	Basisliteratur – Beispiele	22
2.4.1	Gründe für einen Managementwechsel.....	22
2.4.1.1	Individuelle Charakteristiken des CEOs	22
2.4.1.2	Unternehmenscharakteristiken	23
2.4.1.3	Faktoren der Unternehmensumwelt	23
3	Corporate Governance, Unternehmensleistung und CEO- Wechsel.....	24
3.1	Darstellung der empirischen Studien.....	24
3.1.1	Studie 1: Dedman/Lin (2001).....	25
3.1.1.1	Überblick	25
3.1.1.2	Untersuchung	26
3.1.1.3	Methoden und Ergebnisse.....	28
3.1.1.3.1	Deskriptive Analyse	28
3.1.1.3.2	Event Study	32
3.1.1.3.3	Regressionsanalyse	33
3.1.2	Studie 2: Suchard/Singh/Barr (2001).....	35
3.1.2.1	Überblick	35
3.1.2.2	Untersuchung	36
3.1.2.3	Methoden und Ergebnisse.....	39
3.1.2.3.1	Logit-Modell.....	40
3.1.2.3.2	Event Study	43
3.1.3	Studie 3: Lausten (2002)	46
3.1.3.1	Überblick	46
3.1.3.2	Corporate Governance in Dänemark.....	47

3.1.3.3	Untersuchung	48
3.1.3.4	Methoden und Hypothesen	50
3.1.3.5	Ergebnisse	51
3.1.4	Studie 4: Brunello/Graziano/Parigi, (2003)	55
3.1.4.1	Überblick	55
3.1.4.2	Corporate Governance in Italien.....	55
3.1.4.3	Untersuchung	56
3.1.4.3.1	Datenquellen	56
3.1.4.3.2	Unternehmenssample	56
3.1.4.3.3	CEO-Wechsel.....	57
3.1.4.3.4	Informationen zu CEOs	57
3.1.4.3.5	Leistungskennzahlen.....	58
3.1.4.3.6	Eigentümerstruktur	58
3.1.4.4	Deskriptive Statistik	58
3.1.4.5	Empirische Untersuchung	59
3.1.4.6	Ergebnisse	59
3.1.4.6.1	CEO-Wechsel und Unternehmensperformance	59
3.1.4.6.2	CEO-Wechsel und Eigentümerkonzentration	60
3.1.4.6.3	CEO-Wechsel und CEO-Charakteristiken	60
3.1.4.6.4	CEO-Wechsel und CEO-Eigentum.....	60
3.1.5	Studie 5: Muravyev, (2003)	61
3.1.5.1	Überblick	61
3.1.5.2	Untersuchung	62
3.1.5.3	Methoden und Ergebnisse.....	65
3.1.6	Studie 6: Knezevic/Pahor (2004)	70
3.1.6.1	Überblick	70
3.1.6.2	Untersuchung	72
3.1.6.3	Methoden	76
3.1.6.4	Ergebnisse und empirische Analyse.....	77
3.1.6.4.1	Wechsel von zumindest einem Mitglied der Geschäftsführung, unter Berücksichtigung aller möglichen Gründe für den Wechsel	77
3.1.6.4.2	CEO-Wechsel.....	78
3.1.6.4.3	Auswechselung der gesamten Geschäftsführung	79
4	Vergleichende Analyse	80
4.1	Die Gründe für das Ausscheiden eines CEOs.....	80

4.2	Corporate Governance, Unternehmensleistung und CEO-Wechsel.....	81
4.2.1	Die Veröffentlichung eines CEO-Wechsels und deren Auswirkungen	86
5	Schlussbetrachtung	88
6	Literatur	90

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht Unternehmensverfassung.....	14
Tabelle 2: Interessen interner und externer Koalitionspartner	16
Tabelle 3: Reasons for CEO departures, partitioned by whether the firm made an official announcement and whether other news is announced simultaneously	28
Tabelle 4: Group characteristics tests	29
Tabelle 5: CEO departure announcements and company failure prediction	30
Tabelle 6: Mean performance measures for different sub-samples for 7 years surrounding CEO departure. Year 0 is the last full accounting period in which the CEO held office.	32
Tabelle 7: Mean abnormal returns for different samples for the test period (T statistics in parentheses).....	32
Tabelle 8: Regression models considering the effect of past market and accounting performance on the market reaction to CEO departure announcements.....	34
Tabelle 9: Composition of 89 Australian Boards 1989-1995	37
Tabelle 10: Characteristics of CEO change	38
Tabelle 11: Results of logit models - current period performance measured in the four quarters (the year) preceding CEO turnover for 89 firms from 1989 to 1995 (T-statistics in parentheses).....	40
Tabelle 12: Results of logit models - lagged return as performance measure	41
Tabelle 13: Results of logit models - large firms.....	43
Tabelle 14: Abnormal return and measures of variance change around the announcement of CEO change	44
Tabelle 15: Abnormal return from announcement of CEO change by board type and prior performance for 59 firms over 1989 to 1995.....	45
Tabelle 16: The analysed data set on Danish CEO's, 1992-1995	49
Tabelle 17: Descriptive statistics on the Danish managers, 1992-1995 ^a	50
Tabelle 18: Results of the logit model on CEO turnover ^a	52
Tabelle 19: Logit model estimations of CEO turnover, sample split at 50 years of age ^a	54
Tabelle 20: CEO turnover by ownership characteristics	59

Tabelle 21: Most recent replacement of CEOs in the sampled companies ^a	63
Tabelle 22: Insider ownership ^a and CEO turnover ^b	64
Tabelle 23: Insider Directorship and CEO turnover ^a	64
Tabelle 24: Relationship between control change and CEO turnover	65
Tabelle 25: Determinants of CEO turnover - regressions with ownership variables	67
Tabelle 26: Determinants of CEO turnover - regressions with board variables	69
Tabelle 27: Management turnover in the sample period (1998-2002)	73
Tabelle 28: Management characteristics in the sample period (1998-2002)	74
Tabelle 29: Accounting and economic measures of companies' performance in the sample period (1998-2002)	74
Tabelle 30: Ownership structure and concentration in the sample period (1998-2002)	75
Tabelle 31: Size and structure of Supervisory Boards in the sample period (1998-2002)	76

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Agenturverhältnis für ein managergeführtes Unternehmen	18
Abbildung 2: Wechseltypen	21

Abkürzungen

AR	Aufsichtsrat
ASX	Australian Stock Exchange
Aufl.	Auflage
bzw.	beziehungsweise
bzgl.	bezüglich
CEO	Chief Executive Officer
d. h.	das heißt
DKK	Dänische Kronen
et al.	et alii (und andere)
etc.	et cetera
Hrsg.	Herausgeber
Jg.	Jahrgang
KPI	Key Performance Indicator
LTS	Logarithm of Total Sales
LSE	London Stock Exchange
OLS estimation	Ordinary Least Squares estimation (Methode der kleinsten Quadrate)
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
S.	Seite(n)
SIT	Slowenischer Tolar
u.U.	unter Umständen
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume (Band)
z.B.	zum Beispiel

1 EINLEITUNG

Liefert eine Fußballmannschaft schlechte Ergebnisse, heißt es für den Trainer Abschied nehmen. Jedem Sportinteressierten ist dieses Vorgehen geläufig. Die Erwartungshaltung gegenüber dem kommenden, neuen Trainer ist immer groß – und wird oftmals enttäuscht. Auch die Wissenschaft hat sich bereits dieses Themas angenommen und kommt nicht immer zu signifikanten Ergebnissen¹.

Auch bei anderen Organisationen, wie Unternehmen, ist diese Vorgangsweise gang und gäbe. Nimmt die Unternehmensleistung ab, ist ein Austausch des Top-Managements keine Seltenheit. Kein CEO hat also seine Funktion auf Dauer gepachtet. Dies verdeutlicht sich im Alltag immer wieder – gerade in jüngster Zeit finden sich verhäuft Schlagzeilen in den Medien, die von einem Austausch eines Geschäftsführers aufgrund schlechter Performance berichten².

Welche Umstände führen jedoch tatsächlich zu einem Austausch der Geschäftsführung? In welchem Umfeld laufen CEOs am meisten Gefahr, durch eine andere Person ersetzt zu werden? Und inwiefern gleichen sich die Ergebnisse der untersuchten Studien? Diese Diplomarbeit verfolgt das Ziel, durch die Gegenüberstellung von sechs ausgewählten Studien, diese und weitere Fragen zu diesem Thema zu beantworten. Die bearbeiteten Artikel stammen allesamt aus einschlägigen Wissenschaftszeitschriften und wurden im Zeitraum von 2000 bis heute publiziert.

Der erste Teil der Arbeit beschäftigt sich mit den theoretischen Grundlagen zu Corporate Governance und der Beziehung zwischen Unternehmenleistung und dem Wechsel einer Spitzenführungskraft. Außerdem werden Beispiele zu themenrelevanten Studien angeführt, die bereits vor dem Jahr 2000 erste Erkenntnisse in diesem Bereich geliefert haben.

¹ Vgl. Audas et al., (2001) oder Koning, (2003)

² Vgl. z.B. den Geschäftsführerabgang der Immofinanz/Immoeast-Gruppe am 6. Oktober 2008, nachdem die beiden Aktien im ATX, aufgrund der jüngsten weltweiten Finanzmarktentwicklungen, auf einen historischen Tiefststand abgerutscht sind.

Die Ausarbeitung der untersuchten Studien ist Inhalt des zweiten Teils der Arbeit. Der Schwerpunkt dabei liegt vor allem darin, die Kernaussagen sowie die verwendeten Analysemethoden in verständlicher Form wiederzugeben. Die gewählten Studien verfolgen im Allgemeinen dieselben Forschungsfragen, weichen allerdings in einigen untersuchten Variablen voneinander ab. Dies bietet die Möglichkeit, nicht nur die einzelnen Studien hinsichtlich ihres gemeinsamen Forschungsschwerpunktes miteinander zu vergleichen, sondern auch weitere Aspekte eines CEO-Wechsels in die Diskussion mit einfließen zu lassen.

Somit ergibt sich auch schon das Thema des dritten Teils der Arbeit, nämlich die kritische Gegenüberstellung der einzelnen Untersuchungen. Die angewendeten Analysemethoden werden miteinander verglichen und eventuelle Unterschiede in den Ergebnissen werden aufgezeigt.

Die Analyse der bearbeiteten Studien erfolgt auf Basis folgender Forschungsfragen:

1. Welcher Zusammenhang besteht zwischen der Unternehmensleistung und dem Ausscheiden eines CEOs?
2. Was sind die Gründe für ein Ausscheiden eines CEOs?
3. Welche Rolle spielt dabei die Corporate Governance eines Unternehmens?
4. Gibt es länderspezifische Unterschiede in den empirischen Ergebnissen?

2 THEORETISCHE GRUNDLAGEN

2.1 Corporate Governance

Die Corporate Governance, oder Unternehmensverfassung, stellt den institutionellen Rahmen dar, innerhalb dessen betriebliche Entscheidungs- und Durchsetzungsprozesse durchgeführt werden³. Die, in der Unternehmensverfassung verankerten Normen haben den Zweck, menschliche Arbeitsprozesse zu organisieren und zu koordinieren. Sie legt fest, mit welchem Potenzial die Interessengruppen in die Unternehmensentscheidungen über die Zielsetzung und –erreichung sowie über die Ergebnisverwendung eingreifen können⁴.

Die Normen der Corporate Governance sind in länderspezifischen Kodizes niedergeschrieben. Darüber hinaus stehen den Interessensgruppen bindende Übereinkünfte auf Basis des gesetzten Rechts zur Verfügung. Solche Übereinkünfte sind z.B. Satzungen, Geschäftsordnungen, Tarifverträge und Betriebsvereinbarungen⁵.

2.1.1 Definitionen

Abhängig davon, aus welcher Perspektive der Begriff Unternehmensverfassung betrachtet wird, existieren dazu verschiedene Definitionen:

Chmielewicz (1993) definiert Unternehmensverfassung als „die Gesamtheit der grundlegenden (konstitutiven) und langfristig gültigen Strukturregelungen der Unternehmung“.

Frese (1993) versteht darunter „das System gesetzlicher und vertraglicher Regelungen, das die Entscheidungs- und Anreizstruktur der Kerngruppe einer Unternehmung festlegt“.

³ Vgl. Schewe, (2005), S. 1.

⁴ Vgl. Macharzina, (2003), S. 135.

⁵ Vgl. Macharzina, (2003), S. 135.

Schewe (2005) definiert Unternehmensverfassung, in Anlehnung an Hauschildt⁶, wie folgt:

Unter einer Unternehmensverfassung wird die Menge aller gesetzlichen und bewusst gesetzten Regelmechanismen verstanden, die das Verhalten des Unternehmens bzw. seiner Repräsentanten gegenüber den relevanten Interaktionsgruppen bestimmen.

2.1.2 Ebenen der Unternehmensverfassung

Corporate Governance gliedert sich in 2 Bezugsebenen⁷:

1. Den Systembezug
2. Den Wirkungsbezug

Ad 1.: Ähnlich wie sich eine Staatsverfassung, wie der Name verrät, auf einen Staat bezieht, nimmt auch eine Unternehmensverfassung Bezug auf ein System – auf ein Unternehmen.

Ad 2.: Unter dem Wirkungsbezug hingegen versteht man, welche Funktionen eine Verfassung innerhalb ihres Systems, in diesem Fall, innerhalb des Unternehmens, erfüllen soll. Diese Funktionen erstrecken sich auf vier Aspekte (Ordnungsfunktion, Integrationsfunktion, Kontrollfunktion und Anpassungsfunktion), von denen vor allem die Kontrollfunktion starken Einfluss auf die Absetzung beziehungsweise den Austausch eines CEOs hat

	Unternehmensverfassung
Einzubeziehende Kräfte	Unternehmensleitung, Anteilseigner und Arbeitnehmer
Kanalisation der Kräfte	Errichtung von Organen mit Leitungs- und Kontrollkompetenzen

⁶ Vgl. Hauschildt, (2001), S. 8. zitiert nach: Schewe, (2005), S. 9.

⁷ Vgl. Schewe, (2005), S. 3ff.

Integrationsabsicht	Verhinderung einer Pattsituation der einzelnen Organe
Stabilität und Anpassung	Nicht Vermeidung des Konfliktes, sondern Ermöglichung eines geordneten Ablaufes auf dem Wege der Anpassung an neue Anforderungen

Tabelle 1: Übersicht Unternehmensverfassung⁸

2.1.3 Koalitionspartner und deren Interessen

Wie oben bereits erwähnt, legt die Unternehmensverfassung fest, in welchem Ausmaß die einzelnen Interessensgruppen in betriebliche Entscheidungen eingreifen können. Dabei unterscheiden sich diese Gruppen natürlich durch ihre individuellen Interessen und Ansprüche, die sie an das Unternehmen stellen. Das Modell des Stakeholder-Ansatzes berücksichtigt die vielfältigen Einflussnahmen interner und externer Gruppen auf die Unternehmensführung. Im Hinblick darauf ist dieses Modell hinsichtlich der Entscheidungsfindung in Unternehmen von hoher Relevanz.⁹

Tabelle 2 gibt einen Überblick, wer die internen und externen Koalitionspartner eines Unternehmens sind.

Koalitionspartner	Typische Interessen
Top-Management	Einfluss auf das Unternehmen und seine Umwelt; Prestige; hohes Einkommen; Verwirklichung schöpferischer Ideen
Bereichsleitung/Spezialisten	Einfluss auf den eigenen und andere Unternehmensbereiche sowie das Top-Management; Anwendung und Erweiterung professioneller Kenntnisse und Fähigkeiten; Prestige; hohes Einkommen

⁸In Ahnlenung an Schewe, (2005), S. 9.

⁹Vgl. Macharzina, (2003), S. 9f.

Übrige Mitarbeiter	Hohes Einkommen; soziale Sicherheit; Selbstentfaltung am Arbeitsplatz; zufriedenstellende Arbeitsbedingungen und zwischenmenschliche Beziehungen
Eigenkapitalgeber	Hohe Gewinnausschüttung; Teilnahme an Wertsteigerung durch Kursentwicklung und günstige Angebote bei Kapitalerhöhungen; Einfluss auf das Top-Management
Fremdkapitalgeber	Hohe Verzinsung; pünktliche Rückzahlung und Sicherheit des zur Verfügung gestellten Kapitals
Lieferanten	Günstige Lieferkonditionen; Zahlungsfähigkeit; anhaltende Liefermöglichkeiten
Kunden	Qualitativ hochstehende Leistungen zu günstigen Preisen; Nebenleistungen wie Konsumentenkredite, Service, Ersatzteile oder Beratung; gesicherte Versorgung
Kommunalbehörden	Bereitstellung von Arbeitsplätzen; Beiträge zur Infrastruktur und zu Kultur- und Bildungsinstitutionen
Staat	Einhaltung gesetzlicher Vorschriften; hohes Exportniveau; Steuereinnahmen
Gewerkschaften	Anerkennung der Gewerkschaftsvertreter als Verhandlungspartner; Verhandlungsfairness; Möglichkeit, Gewerkschaftsanliegen im Unternehmen zu artikulieren und Mitglieder zu werben
Arbeitgeberverbände	Ausrichtung unternehmerischer Entscheidungen an eigenen Interessen;

	Beitragszahlung
--	-----------------

Tabelle 2: Interessen interner und externer Koalitionspartner¹⁰

Wie in der obigen Abbildung dargestellt wird, bestehen Unterschiede in den Interessen der einzelnen Gruppen. Konflikte um die Verwirklichung derartiger Ansprüche sind demnach unausweichlich. Die Aufgabe des Managements ist es daher nicht nur, Ansprüche der einzelnen Gruppen zu erkennen und sie bewusst zu machen, sondern auch, auftretende Interessenskonflikte im Rahmen eines effizienten Konfliktmanagements zu lösen¹¹.

Es ist also davon auszugehen, dass die Regelungen der Unternehmensverfassung das Ergebnis eines Konfliktaustragungsprozesses darstellen. Um Corporate Governance ökonomisch beurteilen zu können, müssen ökonomische Überlegungen herangezogen werden.

Die „neue“ Institutionenökonomie befasst sich mit der Analyse von Institutionen, in denen ökonomische Austauschbeziehungen stattfinden. Sie ist somit der zentrale Ansatzpunkt zu diesem Thema. Sie analysiert einerseits die Struktur einer Institution, andererseits auch die Verhaltenswirkungen der einzelnen Interessensgruppen. Ziel ist es, die Effizienz bzw. den Wandel von Institutionen zu erklären. Zur Erreichung dieses Ziels bedient sich die Institutionenökonomie der folgenden drei Theorien¹²:

1. Theorie der Verfügungsrechte (property rights theory)
2. Prinzipal-Agenten-Theorie (agency theory)
3. Transaktionskostentheorie (transaction cost analysis)

Im Rahmen der Unternehmensverfassung bzw. der ökonomischen Analyse spielen die ersten beiden Theorien sicherlich die zentrale Rolle. Nachdem auch die in dieser Arbeit dargestellten, empirischen Untersuchungen als Prinzipal-

¹⁰ Quelle: Macharzina, (2003), S. 11.

¹¹ Vgl. Schewe, (2005), S. 28f.

¹² Vgl. Schewe, (2005), S. 48f.

Agenten-Beziehung modelliert sind, möchte ich im folgenden Abschnitt auf dieses Modell näher eingehen.

2.2 Prinzipal-Agenten-Theorie

In den untersuchten Studien findet die Agency Theory Anwendung. Die Agency-Beziehung zwischen Spitzenführungskraft und kontrollierendem Aufsichtsrat bzw. Eigentümern wird konkret für den Wechselzusammenhang an der Unternehmensspitze analysiert.

Die Beziehung zwischen Eigentümer und Management wird als Agenturverhältnis bezeichnet. Ein Agenturverhältnis besteht allerdings nicht zwingend nur zwischen diesen Interessensgruppen. Vielmehr besteht es immer dann, wenn eine Person oder Gruppe (Prinzipal) an eine andere Person oder Gruppe (Agent) Aufgaben und Entscheidungsverantwortung delegiert. Ein gemeinsam vereinbarter Kontrakt legt die Rechte und Pflichten beider Vertragspartner fest¹³.

Der Arbeitseinsatz des Agenten beeinflusst zwar das erzielte Ergebnis, wegen der Unsicherheit zukünftiger Ereignisse ist es allerdings nicht vollständig davon abhängig. Der Prinzipal ist außerdem nicht, oder nur unter sehr hohen Kosten, in der Lage, das Verhalten und somit die Anstrengungen des Agenten zu beobachten (Informationsasymmetrien)¹⁴.

Die folgende Abbildung zeigt die Struktur, die typisch für ein managergeführtes Unternehmen ist.

¹³ Vgl. Salomo, (2001), S. 33.

¹⁴ Vgl. Macharzina, (2003), S. 61. Vgl. auch Salomo, S., S. 34.

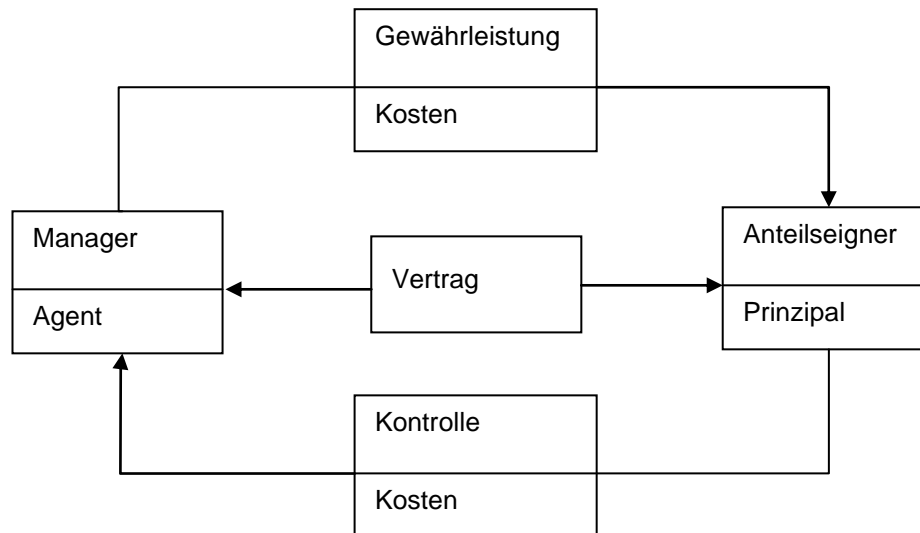


Abbildung 1: Agenturverhältnis für ein managergeführtes Unternehmen¹⁵

Ziel des Agency-Ansatzes ist es, den Vertrag zwischen Agent und Prinzipal so zu gestalten, dass die Kosten („Agency Cost“) möglichst gering gehalten werden.

Der Agency-Ansatz basiert auf folgenden Annahmen¹⁶:

1. Die Akteure sind individuelle Nutzenmaximierer und sind somit von Eigeninteressen gelenkt.
2. Vor allem der Agent zeigt risikoaverses Verhalten.

Aus diesen Annahmen lässt sich das „Agency-Problem“¹⁷ ableiten, das aus zwei grundlegenden Bedingungen besteht. Wie bereits weiter oben erwähnt, kommt es einerseits zu Informationsasymmetrien zwischen Prinzipal und Agent. Andererseits entstehen Zielkonflikte, die sich einfach dadurch erklären lassen, dass ein Agent stets versuchen wird, seine individuelle Nutzenfunktion zu maximieren. Diese steht jedoch im Widerspruch zu jener des Prinzipals.

Legt man nun die Tatsache zugrunde, dass eine Kontrolle des Agenten nur sehr schwer möglich ist, bleibt dem Aufsichtsrat als Prinzipal nur der Ausweg, die Leistung der Geschäftsführung anhand eines anderen Instrumentariums zu messen. Da die Geschäftsführung mit einer vertraglich vereinbarten Leitung des

¹⁵ Quelle: Macharzina, (2003), S. 61.

¹⁶ Vgl. Salomo, (2001), S. 33.

¹⁷ Vgl. Eisenhardt, (1989), S. 58.

Unternehmens betraut wurde, ist die Überwachung der Performance des Unternehmens ein naheliegendes Instrument der Kontrolle. Dies soll gleichzeitig als Überleitung zum nächsten Abschnitt dienen, in dem auf die Beziehung von Unternehmensleistung auf den Wechsel der Spitzenführungskraft eingegangen wird.

2.3 Die wechselseitige Beziehung zwischen Performance und Managementwechsel

Prinzipal und Agent stehen sich in einer komplexen Entscheidungssituation gegenüber. Auf Basis des Agency-Problems versuchen die Beteiligten Entscheidungsprozesse zu vereinfachen, wobei innerhalb der Bedingungen der beschränkten Rationalität rationales Verhalten angestrebt wird¹⁸. Um auf diese beschränkte Rationalität der beteiligten Individuen zu reagieren, gibt es die Möglichkeit der Bildung von Anspruchsniveaus¹⁹. Per Definition ist ein Anspruchsniveau der niedrigste Erfolg, der vom Entscheider gerade noch akzeptiert wird. Während realisierte Erfolge, die oberhalb des Anspruchsniveaus liegen, als zufriedenstellend gewertet werden, werden Erfolge unterhalb des Anspruchsniveaus als Verlustsituation eingeschätzt²⁰.

Geht es nun, wie auch in den folgenden ausgearbeiteten Studien, darum, ein Anspruchsniveau für den Unternehmenserfolg festzusetzen, lassen sich zwei Maßstäbe für deren Bildung unterscheiden²¹:

1. Im Vergleich zu einer Referenzgruppe („Betriebsvergleich“)
2. Im Vergleich zu vergangener Performance („Zeitvergleich“)

In den vorliegenden Untersuchungen dominiert der Vergleich der Unternehmensleistung mit historischen Referenzen. Als Anspruchsniveau wird z.B. ein bestimmter ROA der vergangenen Periode definiert, den es in der aktuellen Periode zu erreichen gilt.

¹⁸ Vgl. Salomo, (2001), S. 38.

¹⁹ Vgl. Simon, (1959), S. 262f..

²⁰ Vgl. Salomo, (2001), S. 39.

²¹ Vgl. Greve, (1998), S. 60.

Nach der Bildung eines Anspruchsniveaus gilt es zu untersuchen, welche Faktoren Einfluss auf den Zusammenhang von Performance und CEO-Wechsel haben.²²

Ein Faktor dabei ist das Entscheidungsverhalten unter Risiko. Dem Aufsichtsrat obliegt es, die Konsequenzen einer personellen Veränderung an der Unternehmensspitze abzuschätzen. Die Konsequenzen eines Wechsels des CEOs sind mit größerer Unsicherheit behaftet, als die Konsequenzen personeller Kontinuität.

Ein weiterer Faktor, der Einfluss auf den untersuchten Zusammenhang nimmt, ist jener der organisationalen Rigiditäten. Negative Performancesignale verlangen in der Regel nach entsprechender Aktivität des Entscheidungsträgers, also in diesem Fall des Aufsichtsrates. Doch auch diese Herausforderung wird nicht immer von rationalem Verhalten begleitet. Oftmals, wie auch die Studien in dieser Arbeit zeigen, besteht eine gewisse Resistenz des Aufsichtsrates gegenüber negativen Performancesignalen. Dies kann unter anderem im Commitment der Entscheidungsträger gegenüber der aktuellen Situation bzw. der aktuellen Spitzenführungskraft, begründet sein. So führt eine persönliche Beziehung zwischen Aufsichtsrat und Management zu einer höheren Wahrscheinlichkeit, dass eine schnelle Reaktion auf negative Performance verhindert wird. Wie einzelne Studien beweisen, spielen dabei Faktoren wie die Amtszeit eines CEO oder die Zusammensetzung und Größe von Boards und Aufsichtsräten eine entscheidende Rolle. Auch die Eigentümerstruktur, vor allem im Fall familiengeführter Unternehmen, kann Einfluss auf die Abberufungsreaktion im Falle schlechter Performance nehmen.

Nicht jeder Wechsel findet allerdings aufgrund einer Abberufung durch ein Kontrollorgan statt. Vielmehr ist zwischen unfreiwilligen, unabdingbaren und freiwilligen Wechseln zu unterscheiden.²³

²² Vgl. Salomo, (2001), S. 42f.

²³ Vgl. Salomo, (2001), S. 45f.

Der unfreiwillige Wechsel entspricht den bisherigen Erläuterungen und wird zu einem großen Teil durch den Unternehmenserfolg in Relation zu Anspruchsniveaus beeinflusst.

Der unabdingbare Wechsel wird hingegen durch Faktoren oder Ereignisse ausgelöst, die die Fähigkeit einer Spitzenführungskraft zur Unternehmensleitung einschränken. Unter diese Ereignisse fallen z. B. das Alter des Managers, gesundheitliche Probleme oder der Tod.

Ein freiwilliges Ausscheiden eines Geschäftsführers kann in unterschiedlichen Beziehungen zwischen Unternehmenserfolg und nachfolgendem Wechsel stehen. Zum einen kann ein Geschäftsführer einer drohenden Entlassung vorgreifen und ihr durch ein freiwilliges Ausscheiden ausweichen. Zum anderen steigt mit steigendem Unternehmenserfolg die Reputation des CEO auf dem Arbeitsmarkt²⁴. Mit dem Angebot attraktiver Beschäftigungsmöglichkeiten in anderen Unternehmen steigt auch die Wahrscheinlichkeit eines freiwilligen Wechsels²⁵. Schlussendlich besteht noch die Möglichkeit eines freiwilligen Ausscheidens aus persönlichen Motiven.

Initiierende Kraft	Wechseltyp	Beispiel	Hypothesen zum Erklärungsbeitrag der Performance
Kontrollorgan (zB. AR)	Unfreiwillig	Differenzen über Geschäftspolitik	Vorhanden
Objektives Kriterium	Unabdingbar	Pensionierung	Nicht vorhanden
Ausscheidende Spitzenführungskraft	Freiwillig	Wechsel in den Vorstand eines anderen Unternehmens	u.U. vorhanden

Abbildung 2: Wechseltypen²⁶

²⁴ Vgl. Franke, (1993), S. 42f.

²⁵ Vgl. Friedman/Singh, (1989), S. 725.

²⁶ Quelle: Salomo, (2001), S. 46.

2.4 Basisliteratur – Beispiele

Bereits vor dem Jahr 2000 haben sich einige Autoren mit der Beziehung zwischen Unternehmensleistung und CEO-Wechsel befasst. Der Fokus der finanzwirtschaftlichen Literatur bezieht sich also auf das Thema, inwieweit eine Absetzung eines CEOs als Kontrollmechanismus herangezogen werden kann und welche Faktoren eine derartige Absetzung beeinflussen. Bereits Mitte der 80er Jahre befassten sich Coughlan/Schmidt, (1985) mit diesem Thema. Weisbach, (1988) untersuchte in seiner Studie den Zusammenhang zwischen dem Monitoring von CEOs durch Insider- und Outsider-Vorstände und einem CEO-Wechsel. Die Untersuchung ergab, dass in Unternehmen, deren Boards mit Outsidern besetzt sind, eine höhere Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels infolge schlechter Performance besteht, als in Unternehmen mit Insider-Boards. Warner/Watts/Wruck, (1988) lieferten statistische Beweise für eine inverse Relation von Unternehmensleistung, gemessen an der Aktienperformance, zu einem CEO-Wechsel.

2.4.1 Gründe für einen Managementwechsel

Harrison/Torres/Kukalis, (1988) spezifizierten drei Hauptgründe für eine Absetzung des CEOs:

1. Individuelle Charakteristiken des CEOs
2. Unternehmenscharakteristiken
3. Faktoren der Unternehmensumwelt

2.4.1.1 Individuelle Charakteristiken des CEOs

Murphy, (1999) untersuchte in seiner Studie den Einfluss des Alters auf eine Auswechslung des CEOs. Er kam zu dem Ergebnis, dass die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels um 30 Prozent zunimmt, wenn ein CEO die Altersgrenze von 64 Jahren überschritten hat. Auch die Amtszeit nimmt Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Kim, (1996) fand heraus, dass die Absetzung eines CEOs in den ersten Jahren seiner Amtszeit, sowie dann wieder

nach 10 Jahren im Amt, am unwahrscheinlichsten ist. Harrison et al., (1988) erachteten auch die Vergütung eines CEOs als einflussnehmende Variable für einen CEO-Wechsel.

2.4.1.2 Unternehmenscharakteristiken

Im Mittelpunkt der Unternehmenscharakteristiken steht natürlich die Unternehmensleistung. Kaplan, (1994) untersuchte erstmalig die Performance-Wechsel-Beziehung für Unternehmen außerhalb der USA und bewies eine inverse Relation der beiden Variablen für deutsche Firmen. Auch die Firmengröße wird in vielen Untersuchungen mit einem CEO-Wechsel in Verbindung gebracht. Obwohl Weisbach, (1988) keinen signifikanten Einfluss der Firmengröße auf einen Wechsel gefunden hat, dokumentiert die Untersuchung von Warner et al., (1988) eine höhere Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels in größeren Unternehmen. Harrison et al., (1988) zogen auch den Fremdfinanzierungsgrad eines Unternehmens als Einflussvariable des CEO-Wechsels in Betracht. Sie erwarteten insofern einen Zusammenhang, dass die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels mit dem Grad der Fremdfinanzierung zunehmen sollte. Die Untersuchung dieser Relation führte allerdings zu keinen signifikanten Ergebnissen.

2.4.1.3 Faktoren der Unternehmensumwelt

Harrison et al., (1988) haben neben den bisherigen Variablen auch jene des Wettbewerbes in ihre Untersuchungen inkludiert. Sie unterstellten, dass höhere Unsicherheit hinsichtlich des Wettbewerbes die Wahrscheinlichkeit eines Austausches des CEOs erhöht, da durch die Unsicherheit der Druck auf die CEOs steigt und sich dadurch deren Aufgaben schwieriger gestalten. Doch auch diese Annahme führte zu keinen signifikanten Ergebnissen.

Wie aus den kurzen Erläuterungen zu der älteren Literatur ersichtlich, werden die aufgestellten Hypothesen nicht immer in ihren Annahmen bestätigt. Auch die im folgenden Abschnitt ausgearbeiteten Studien, die allesamt nach dem Jahrtausendwechsel veröffentlicht wurden, verfolgen das Ziel, die Auswirkungen verschiedener Einflussvariablen auf einen CEO-Wechsel zu untersuchen. Inwiefern die aufgestellten Hypothesen zu signifikanten Ergebnissen führen, kann sich der Leser auf den nächsten Seiten überzeugen.

3 CORPORATE GOVERNANCE, UNTERNEHMENSLEISTUNG UND CEO-WECHSEL

3.1 Darstellung der empirischen Studien

Der folgende Abschnitt dieser Diplomarbeit soll Einblick in 6 bestehende Studien geben, die im Zeitraum 2001 bis 2004 veröffentlicht worden sind. Es sollen dabei anhand von vier Forschungsfragen die wichtigsten daraus gewonnen Erkenntnisse über den Austausch von Spitzenführungskräften analysiert werden. Die Zusammenfassungen der einzelnen Studien, welche in dieser Arbeit dargestellt werden, stammen allesamt aus englischsprachigen Studien, wie sich auch aus folgender Auflistung der Zeitschriften erkennen lässt.

- Journal of Corporate Finance
- Pacific-Basin Finance Journal
- Journal of Banking & Finance
- Economic and Business Review
- International Journal of Industrial Organization
- Comparative Economic Studies

Die Artikel sind nach ihrer Aktualität geordnet, mit der ersten Publikation beginnend.

3.1.1 Studie 1: Dedman/Lin (2001)

3.1.1.1 Überblick

In ihrem Artikel untersuchen Dedman und Lin²⁷ die Rahmenbedingungen und Folgen des Ausscheidens von 331 CEOs britischer Aktiengesellschaften innerhalb des Zeitraumes von 1990 bis 1995. Der Fokus der Untersuchung liegt in der Beantwortung folgender drei Forschungsfragen:

1. In welchen Fällen wird der Abgang eines CEO's veröffentlicht, in welchen nicht, und welche Folgen hat die jeweilige Entscheidung auf den zukünftigen Unternehmenserfolg?
2. Wie reagiert der Markt auf die offizielle bzw. inoffizielle Nachricht über den Abgang des CEO's?
3. Wie ist die Performance des Unternehmens nach dem Ausscheiden des CEO's?

Bereits zuvor durchgeführte Studien belegten den Verdacht, dass Unternehmen gezielt derartige Informationen vor der Veröffentlichung zurückhalten. So bewiesen beispielsweise Lewellen et al. (1996)²⁸ in einer von ihnen durchgeführten Studie eigennütziges Verhalten seitens der Firmen im Bezug auf die Veröffentlichung von Performance Benchmarks.

Andere empirische Studien zu diesem Thema dokumentieren, dass Manager öfter positive Neuigkeiten veröffentlichen als schlechte und dass diese positiven Veröffentlichungen in der Regel eine ebensolche Reaktion des Aktienmarktes nach sich ziehen²⁹.

Auch zu Frage zwei, wie der Markt auf die Nachricht eines Geschäftsführer-Ausscheidens reagiert, sind bereits interessante Resultate aus vorherigen Studien bekannt. Reinganum (1985)³⁰ untersuchte Shareholder Wealth-Effekte von Unternehmen, die einen Management-Abgang veröffentlichten, dabei aber auch

²⁷ Vgl. Dedman, E., Lin, S. W.-J., 2001, S. 81 – 104.

²⁸ Vgl. Lewellen, W., Park, T., Ro, B., 1996, S. 227 – 251.

²⁹ Vgl. Lev, B., Penman, S., 1990, S. 49 – 76.

³⁰ Vgl. Reinganum, M.R., 1985, S. 46 – 60.

den jeweiligen Nachfolger nannten. In diesem Fall konnte keine signifikante Reaktion des Aktienkurses festgestellt werden. Anders jedoch die Konsequenzen, wenn keine Nennung des Nachfolgers erfolgt, wie beispielsweise Borstadt (1985)³¹ beweist. Hier konnte eine signifikant negative Reaktion des Aktienmarktes nachgewiesen werden.

Die Reaktionen des Aktienmarktes auf das Ausscheiden eines Top Managers sind andererseits aber auch immer davon abhängig, aus welchem Grund die Spitzenführungskraft ausgeschieden ist. Johnson et al. (1985)³² untersuchten die Veröffentlichungen von 53 plötzlichen Todesfällen von CEOs und entdeckten dabei insignifikant positive Änderungen des Aktienkurses. Sant (1988)³³ beobachtete signifikant negative Entwicklungen des Marktes aufgrund von 140 untersuchten CEO-Rücktritten in den USA zwischen 1980 und 1986. Auf ein ähnliches Ergebnis kam Furtado (1985)³⁴ bei einer Untersuchung von 402 Rücktrittsveröffentlichungen, die ebenfalls eine negative Beeinflussung des Aktienkurses nach sich zogen.

Auch die Frage, wie sich die Performance eines Unternehmens infolge eines Management-Wechsels entwickelt, war bereits zentrales Thema einiger Studien. Ein gemeinsamer Nenner bisheriger Erkenntnisse ist jener, dass neu eingesetzte Manager die Ausgaben in der ersten Periode ihres Schaffens möglichst hoch halten, beispielsweise durch erhöhte Abschreibungsraten und Vermögensabschreibungen. Diese außergewöhnlich hohen Ausgaben können durch Managementfehler des Vorgängers gerechtfertigt werden, die steigenden Gewinne in den Folgeperioden kommen dem neuen Management zugute. Zu diesem Ergebnis kam beispielsweise Pourciau (1993)³⁵.

3.1.1.2 Untersuchung

Diese Studie basiert auf einer Stichprobe aus Unternehmen, die im Financial Times All Share Index gelistet sind. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich

³¹ Vgl. Borstadt (1985) zitiert nach: Furtado, E., Karan, V., 1990, S. 60 – 75.

³² Vgl. Johnson, W., Magee, R., Nagarajan, N., Newman, H., 1985, S. 151 – 174.

³³ Vgl. Sant (1988), zitiert nach: Furtado, E., Karan, V., 1990, S. 60 – 75.

³⁴ Vgl. Furtado (1985), zitiert nach: Furtado, E., Karan, V., 1990, S. 60 – 75.

³⁵ Vgl. Pourciau, S., 1993, S. 317 – 336.

dabei auf die Jahre 1990 bis 1995, Vergleichsmonat ist der Monat April. Als Ergebnis des anfänglichen Auswahlprozesses, ergab sich eine Anzahl von 864 Unternehmen und 3000 Unternehmensjahren. In einem zweiten Schritt, verglich man die CEOs am Ende eines Jahres mit jenen, die am Ende des darauffolgenden Geschäftsjahres aufschienen. Bei jenen Unternehmen, die diesbezüglich Differenzen aufwiesen, wurde ein Managementwechsel angenommen. Als Datenquellen dienten das Handelsregister und Jahresberichte der jeweiligen Unternehmen. Schlussendlich identifizierte man 331 CEO-Abgänge, was einer jährlichen Turnover-Rate von 11 Prozent entspricht.

Nach dieser Identifikation potentieller Untersuchungsobjekte wurde nach offiziellen Verlautbarungen über die CEO-Abgänge recherchiert. Dabei stellte man fest, dass nur 152 von den insgesamt 331 Abgängen offiziell durch die Extel Datenbank verlautbart wurden. Von den verbleibenden 179 Unternehmen, konnten zu 133 entsprechende, inoffizielle Artikel in der Financial Times gefunden werden. Diese Tatsache erlaubte es den Autoren, auch diese Unternehmen in der Untersuchung zu berücksichtigen. Von den letztlich verbliebenen 285 Firmen, mussten 34 aufgrund mangelnder Informationen zu Aktieneträgen ausgeschlossen werden, wodurch sich die endgültige Anzahl auf 251 Unternehmen reduzierte. Von diesen gaben nur 32 den Nachfolger des ausscheidenden Geschäftsführers an.

In einem nächsten Schritt, wurde nach dem Grund für das Ausscheiden des jeweiligen CEO's recherchiert. Die Gründe für das Ausscheiden wurden in folgende Klassen unterteilt:

- Pensionierung
- Der Wechsel auf die Position eines Chairman
- Unfreiwilliger Austritt
- Ein Abtreten, ohne genauere Informationen zu den Gründen gefunden zu haben
- Eine neue Position in einem anderen Unternehmen
- Die Aufgabe der Position (in Fällen, in denen ein und dieselbe Person die Funktionen eines CEO als auch eines Chairman inne hatte).
- Tod oder Krankheit

3.1.1.3 Methoden und Ergebnisse

3.1.1.3.1 Deskriptive Analyse

Die folgende Tabelle zeigt zunächst, welche Gründe für das Ausscheiden eines CEO bestanden und ob dies offiziell in Extel oder inoffiziell in der Financial Times veröffentlicht wurde.

Departure reasons	Official announcers (i.e. reported to Extel)			Non-official announcers (i.e. news story in FT)		
	Non-contaminated	Contaminated	Total	Non-contaminated	Contaminated	Total
Column #	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>
Dismissal	9	13	22	15	5	20
Resignation	18	17	35	10	7	17
Retirement	15	12	27	7	2	9
Split	16	15	31	14	12	26
Succession	5	7	12	10	13	23
Illness/death	2	3	5	1	1	2
New jobs	4	4	8	6	1	7
Unclassified	4	1	5	2	0	2
Total	73	72	145	65	41	106

Tabelle 3: Reasons for CEO departures, partitioned by whether the firm made an official announcement and whether other news is announced simultaneously³⁶

Um zu ermitteln, ob Unternehmen dazu tendieren, gleichzeitig mit einer Meldung eines CEO Abganges, auch andere Unternehmensinformationen zu veröffentlichen, beispielsweise positive Nachrichten um das Anlegervertrauen aufrecht zu erhalten, wurden chi²-Tests der Spalte 1 gegen die Spalte 2 durchgeführt. Als Ergebnis lässt sich beobachten, dass, im Falle der offiziellen Verlautbarungen, die Veröffentlichung anderer Informationen unabhängig vom Grund des Ausscheidens des Geschäftsführers ist. Daraus schließen die Autoren, dass der Grund des Abganges keinen signifikanten Einfluss darauf hat, ob ein Unternehmen verwirrende Informationen veröffentlicht.

Basierend auf diesem Ergebnis, wurde mit der Durchführung eines weiteren chi²-Tests (Spalte 3 gegen Spalte 6) festgestellt, ob Unternehmen manche Gründe des Ausscheidens eher offenbaren als andere, also ob die offizielle Verlautbarung der Informationen unabhängig vom Grund des Ausscheidens ist. Dabei wurde

³⁶ Quelle: Dedman/Lin, (2002), S. 88.

festgestellt, dass der Abgang aus einigen bestimmten Gründen eher verlautbart wird, als aus anderen. So werden beispielsweise der Rücktritt oder die Pensionierung eher veröffentlicht, als der Aufstieg auf den Posten eines Vorstandsvorsitzenden bzw. stellvertretenden Vorsitzenden.

Tabelle 4 gibt Aufschluss darüber, durch welche Charakteristiken sich Firmen, die eine offizielle Verlautbarung über einen CEO-Abgang abgeben, von solchen, deren CEO-Ausscheiden nur über die Presse veröffentlicht wird, unterscheiden.

Panel A examines 251 announcements reported in Extel vs. FT.

Panel B excludes contaminated announcements and examines 138 announcements.

	CAR day – 1 – day + 1	CAR-250 days	CAR-500 days	Market value ^a	ROA	Gearing
<i>Panel A, N = 251</i>						
Reported in Extel (145)	– 0.29%	– 9.40%	– 10.20%	1,014,772	10.55%	309.5%
Reported in FT (106)	– 2.07%	– 25.47%	– 30.58%	1,178,851	9.65%	162.07%
<i>T</i> statistics	1.24	2.53 **	2.43 **	– 0.42	0.83	1.53
<i>Panel B, N = 138</i>						
Reported in Extel (73)	0.05	– 7.29%	– 8.28%	1,344,450	9.88%	248.44%
Reported in FT (65)	– 2.30	– 30.51%	– 37.53%	817,228	9.70%	145.04%
<i>T</i> statistics	1.87 *	2.53 **	2.40 **	1.04	0.12	0.99

^a Unit = £1000.

* *T* statistic significant at the 10% level.

** *T* statistic significant at the 5% level.

Tabelle 4: Group characteristics tests³⁷

Die Ergebnisse aus Tabelle 4 lassen sich so zusammenfassen, dass Unternehmen, die offiziell an Extel berichten, in der Regel geringere, jedoch nicht signifikant andere, Erträge während des Untersuchungszeitraumes erzielen als solche, die nicht offiziell berichten, jedoch in der Financial Times Beachtung finden. Es lässt sich weiters beobachten, dass Financial Times-Veröffentlicher in den 2 Jahren vor Ausscheiden des CEOs signifikant geringere Aktienerträge aufweisen, als offizielle Verlautbarer. Daraus lässt sich schließen, dass der vorangegangene Unternehmenserfolg mit ausschlaggebend dafür ist, ob ein Unternehmen ein Ausscheiden eines Geschäftsführers offiziell verlautbart oder nicht. Die Studie liefert somit auch den Beweis, dass Unternehmen, deren Performance in den vergangenen Jahren schlecht war, weniger gewillt sind, einen CEO-Abgang freiwillig zu veröffentlichen.

³⁷ Quelle: Dedman/Lin, (2002), S. 89.

Anhand Tabelle 5 prüfen die Autoren, ob die Ankündigung eines Geschäftsführer-Abganges ein Indikator dafür ist, dass ein bevorstehender Konkurs des Unternehmens droht.

CEO departure announcements and company failure prediction

Panel A: firms who were taken over, delisted, or dead by June 2000

	Live	%
Extel	112/145	77
FT	52/106	49
Financial reports	21/43	49
Total	185/294	63

Chi-squared statistic = 25.14 ($p = 0.001$)

Panel B: association between firm failure and CEO departure reasons

	Live	%
Dismissal	24/42	57
Resignation	38/59	64
Retirement	21/37	57
Split	51/74	69
Succession	27/38	71
Illness and death	5/9	56
New job	9/15	60
Unclassified	10/20	50
Total	185/294	63

Chi-squared statistic = 5.17 ($p = 0.46$)

Panel C: differences in pre-departure financial characteristics between firms which survive/fail after CEO departure

	CAR day – 1 – day + 1	CAR-250 days	CAR-500 days	Market value ^a	ROA	Gearing
Live firms (164)	0.29%	– 10.12%	– 13.65%	1,326,221	10.71%	140.00%
Dead firms (87)	– 3.55%	– 27.62%	– 28.54%	429,792	9.46%	394.76%
<i>T</i> statistics	2.30 **	2.55 **	1.65	3.26***	1.08	– 2.00 *

^a Unit = £1000.

* *T* statistic significant at 10% level.

** *T* statistic significant at 5% level.

*** *T* statistic significant at 1% level.

Tabelle 5: CEO departure announcements and company failure prediction³⁸

Wie in Panel A ersichtlich, laufen Unternehmen, deren CEO-Ausscheiden nur in der Financial Times oder in Jahresberichten veröffentlicht wurde, eher Gefahr, übernommen, nicht mehr gelistet oder insolvent zu werden, als solche, die offiziell über Extel über den Abgang berichtet haben.

³⁸ Quelle: Dedman/Lin, (2002), S. 92.

Panel B geht der Verbindung zwischen Ausscheidungsgründen und Unternehmenskonkursen auf den Grund. Chi²-Tests liefern jedoch keine Beweise für einen diesbezüglichen Zusammenhang.

Panel C vergleicht die überlebenden mit den insolventen Unternehmen hinsichtlich ihrer Charakteristiken. Es wurde beobachtet, dass Unternehmen, die später einen Konkurs erleiden, sowohl zum Zeitpunkt des CEO-Abganges, als auch das Jahr zuvor, höhere negative Aktienerträge aufweisen. Ebenso verfügen sie über eine geringere Marktkapitalisierung und einen höheren Verschuldungsgrad. Diese Erkenntnisse decken sich mit den Ergebnissen früherer Studien in diesem Bereich.³⁹

Weiters wurde der Beweis erbracht, dass CEO-Abgänge durch die Analyse von Bilanzkennzahlen vorhergesagt werden können. Diese Erkenntnis ist besonders wichtig, um direkte Vergleiche mit den Ergebnissen der noch folgenden Studien anstellen zu können. Die Autoren bedienten sich zu diesem Zweck des ROA (Return on total assets) und kamen zu folgenden Ergebnissen:

Year	Measures	Performance % for different samples			
		Non-contaminated (n = 138)	Contaminated (n = 113)	Total (n = 251)	Clean (n = 32)
- 3	Lag3ROA	13.68	13.56	13.63	13.32
- 2	Lag2ROA	12.70	12.97	12.82	11.79
- 1	Lag1ROA	11.13	11.93	11.50	10.03
0	ROA	9.80	10.62	10.17	7.73
+ 1	Lead1ROA	7.35	6.43	6.93	- 1.52
+ 2	Lead2ROA	8.21	4.12	6.28	3.44
+ 3	Lead3ROA	8.17	7.57	7.88	3.80
- 3	Lag3ROA1	1.79	1.92	1.85	0.28
- 2	Lag2ROA1	1.55	1.85	1.68	- 0.18
- 1	Lag1ROA1	0.93	1.62	1.24	- 0.02
0	ROA1	- 0.04	1.06	0.46	- 2.10
+ 1	Lead1ROA1	- 2.31	- 2.26	- 2.29	- 10.09
+ 2	Lead2ROA1	- 0.61	- 4.28	- 2.34	- 3.94
+ 3	Lead3ROA1	- 1.07	- 1.51	- 1.28	- 4.60
- 1	CAR-500 days	- 22.06	- 14.85	- 18.81	- 52.03
0	CAR-250 days	- 18.23	- 13.69	- 16.18	- 37.28

ROA = net profit before extraordinary and exceptional items, divided by the book value of total assets.

ROA1 = the sample firms' industry-adjusted return on total assets. We adjust for industry by subtracting from each firm's ROA the mean ROA for all Datastream firms in the same industry reporting in the same calendar year.

CAR-500 days is the market adjusted stock return for the 2 years prior to the departure announcement day.

CAR-250 days is the market adjusted stock return for 1 year prior to the departure announcement day.

³⁹ Vgl. Jones, (1987), Lennox, (1999), Zmijewski, (1984)

Tabelle 6: Mean performance measures for different sub-samples for 7 years surrounding CEO departure. Year 0 is the last full accounting period in which the CEO held office.⁴⁰

In allen Fällen ist ein sinkender ROA in den drei Jahren vor dem Ausscheiden des CEOs beobachtbar. Diese Erkenntnisse decken sich mit vorangegangenen Beobachtungen, wonach die Wahrscheinlichkeit des Austrittes eines CEOs mit einer rückgängigen Performance des Unternehmens signifikant ansteigt⁴¹.

3.1.1.3.2 Event Study

In diesem Abschnitt bedienen sich die Autoren der Event Study-Untersuchungsmethodik, mit dem Ziel, etwas über die Reaktion des Marktes auf Meldungen über das Ausscheiden von CEOs zu erfahren.

Sample	Total (n = 251)	Contaminated (n = 113)	Non-contaminated (n = 138)	Non-contaminated Extel (n = 73)	Non-contaminated FT (n = 65)	Clean (n = 32)
Day -1	-0.64% (-3.62)***	-0.55% (-2.16)**	-0.71% (-2.92)**	0.00 (0.01)	-1.50 (-3.41)***	-2.33% (-3.92)***
Day 0	-0.72% (-4.11)***	-0.68% (-2.68)**	-0.76% (-3.12)***	-0.01 (-0.03)	-1.60 (-3.63)***	-1.92% (-3.23)***
Day +1	0.31% (1.78)*	0.40% (0.79)	0.20% (1.67)*	0.05 (0.22)	0.80 (1.82)*	0.28% (0.48)
3 days	-1.04% -3.44***	-1.03% (-2.34)**	-1.06% (-2.52)**	0.05 (0.12)	-2.30 (-3.02)***	-3.97% -3.85***

* Significant at the 10% level.

** Significant at the 5% level.

*** Significant at the 1% level.

Tabelle 7: Mean abnormal returns for different samples for the test period (T statistics in parentheses)⁴²

Bei allen Stichproben sind signifikant negative Marktreaktionen zu vermieden, mit Ausnahme jener 73 Unternehmen, die offizielle Verlautbarungen an die London Stock Exchange (LSE) machten, und die gleichzeitig Informationen, den Nachfolger betreffend, veröffentlichten. Dies hat zur Folge, dass der negative Markteffekt des CEO-Abganges durch den positiven der Nennung seines Nachfolgers ausgeglichen wird. Die größten Einbußen erlitten jene Unternehmen, die außer der Nachricht über den CEO-Abgang, überhaupt keine weiteren (positiven) Nachrichten an die Öffentlichkeit brachten. Zusätzlich zu diesen Ergebnissen lässt sich deutlich erkennen, dass hauptsächlich solche Meldungen

⁴⁰ Quelle: Dedman/Lin, (2002), S. 93.

⁴¹ Vgl. Coughlin/Schmidt, (1985); Warner et al., (1988); Weisbach, (1988).

⁴² Vgl. Dedman/Lin, (2002), S. 96.

stark negative Reaktionen des Marktes hervorrufen, die inoffiziell über die Financial Times an die Öffentlichkeit drangen. Daraus resultiert, dass es für Unternehmen ratsam ist, dass diese, für den Fall, dass kein Konkurs droht, die Nachricht über einen CEO-Abgang besser offiziell herausgeben.

In einem weiteren Schritt geht man der Frage nach, inwieweit der Grund für das Ausscheiden Einfluss auf die Reaktion des Marktes hat. Sehr stark negative Reaktionen bewirkt die gezwungene Entlassung eines CEO. Dies deckt sich zwar nicht mit den Ergebnissen einer in den USA durchgeführten Untersuchung⁴³, ist aber gleichzeitig ein Hinweis darauf, dass der Arbeitsmarkt für Manager in UK ein dünnerer ist.

Ebenfalls negative Effekte zieht der Wechsel eines CEO in einen neuen Job nach sich. Der Markt schließt in diesem Fall darauf, dass CEOs deswegen ein Unternehmen verlassen, weil dieses entweder nicht in der Lage sei, einen guten CEO zu halten, oder es durch eine bevorstehende Krise bedroht wird.

Auch unvollständige Informationen werden negativ ausgelegt. Wenn der Markt nur unvollständige Informationen über das Ausscheiden eines CEOs erhält, unterstellt er gleichzeitig das Verheimlichen schlechter Nachrichten.

Diese Untersuchungsergebnisse führen letztlich zum Schluss, dass das Ausmaß dessen, wie der Markt auf die Meldung eines CEO-Wechsels reagiert, maßgeblich vom Ausscheidungsgrund abhängig ist. Diese Verbindung wird anhand eines Regressionsmodells näher untersucht.

3.1.1.3.3 *Regressionsanalyse*

In den vorangegangenen Analysen wurden einige Faktoren identifiziert, die Einfluss darauf nehmen, in welchem Ausmaß der Markt auf die Meldung eines CEO-Abganges reagiert:

- 1) Vorangegangene Unternehmensperformance
- 2) Finanzrisiken

⁴³ Vgl. Furtado/Rozeff, (1987).

- 3) Unternehmensgröße
- 4) Öffentliche Verlautbarung eines Nachfolgers
- 5) Veröffentlichung zusätzlicher, vom CEO-Wechsel ablenkender Informationen
- 6) Veröffentlichung des Ausscheidungsgrundes
- 7) Offizielle Verlautbarung des CEO-Abganges
- 8) Gefahr eines zukünftigen Bankrotts

Tabelle 8 fasst die Ergebnisse der durchgeführten OLS Regression zusammen:

Model A: Abnormal returns on day 0 = $a + b \cdot ROA + GEAR + MV + REPLACE + CONF + DISMISSAL + SPLIT + DATA + DEAD + e$.

Model B: Abnormal returns days -1 to +1 = $a + b \cdot ROA + GEAR + MV + REPLACE + CONF + DISMISSAL + SPLIT + DATA + DEAD + e$.

Variables	Model A (n=)	T value	P value	Model B (n=)	T value	P value
INTERCEPT	-0.0673	-1.73	0.0861	-0.0453	-0.86	0.3893
ROA	-0.2481	-1.41	0.1631	-0.1645	-0.69	0.4890
GEAR	0.0338	4.59	0.0001	0.044	4.43	0.0001
MV	0.0037	1.30	0.1966	0.001	0.27	0.7873
REPLACE	0.0218	2.03	0.0439	0.0498	3.44	0.0007
CONF	-0.0074	-0.86	0.3936	-0.0164	-1.42	0.1584
DISMISSAL	-0.0315	-2.64	0.0091	-0.0118	-0.73	0.4642
SPLIT	0.0128	1.17	0.2454	0.0049	0.34	0.7376
DATA	-0.0002	-0.02	0.9844	-0.0021	-0.17	0.8658
DEAD	0.0067	0.62	0.5372	-0.0016	-0.12	0.9061
F statistic	4.70		0.0001	4.08		0.0001
R-squared	18.62%			16.56%		
Adjusted R-squared	14.66%			12.5%		

ROA indicates average change in return on assets in the 3 years following CEO departure.

GEAR indicates change in gearing ratio in the 3 years prior to CEO departure.

MV denotes market value of the firm.

REPLACE is coded one when a successor is announced simultaneous to a departure, 0 otherwise.

CONF is 1 when the firm releases other (non-successor) information on the same day as a departure announcement.

DISMISSAL is 1 when the CEO departure is caused by dismissal; otherwise dismissal is 0.

SPLIT is 1 when the CEO departure is caused by split between chairman and CEO; otherwise split is 0.

DATA is 1 when CEO departures were announced in Extel; DATA is 0 when CEO departures were reported by FT.

DEAD is coded 1 if firm does not survive until June 2000; 0 if the firm does survive to this date.

Tabelle 8: Regression models considering the effect of past market and accounting performance on the market reaction to CEO departure announcements⁴⁴

Wie erwartet, ergibt die Analyse der Leistungskennzahlen ein negatives Vorzeichen. Die Ergebnisse sind allerdings insignifikant. Die Veränderung der

⁴⁴ Vgl. Dedman/Lin, (2002), S. 99.

Fremdkapitalbelastung in den drei Jahren vor Ausscheiden des CEOs steht in signifikant positiver Relation zu den Excess Returns der Periode. Daraus lässt sich ableiten, dass der Markt positiv auf den Abgang jener CEOs reagiert, die das finanzielle Risiko des Unternehmens erhöht haben. Die Unternehmensgröße, gemessen an der Marktkapitalisierung, hat keinen Einfluss auf die Veröffentlichung eines Wechsels. Hingegen zeigt die Variable für die Nennung eines Nachfolgers einen signifikant positiven Wert. Eine Firma versucht also, durch Nennung der CEO-Nachfolge, die negativen Auswirkungen infolge einer Veröffentlichung eines CEO-Abganges abzuschwächen. Die Untersuchungen der beiden Variablen, betreffend eine offizielle Verlautbarung und die Veröffentlichung zusätzlicher, ablenkender Informationen, liefert keine signifikanten Ergebnisse. Die Variable, die für einen Abgang durch Entlassung steht, ist negativ und signifikant. Hinsichtlich eines drohenden, zukünftigen Bankrotts des Unternehmens, konnte keine Abhängigkeit festgestellt werden.

3.1.2 Studie 2: Suchard/Singh/Barr (2001)

3.1.2.1 Überblick

Ziel dieser Untersuchung von Suchard/Singh/Barr, (2001) ist es, den asymmetrischen Zusammenhang zwischen einem CEO-Wechsel und vorangegangenem, schwachem Unternehmenserfolg darzustellen. Als Grundlage dazu dient eine Stichprobe australischer Unternehmen.

Ein Schwerpunkt liegt dabei in der Untersuchung der Rolle der Corporate Governance und deren Einfluss auf Unternehmensperformance und CEO-Wechsel. Auch marktspezifische Faktoren finden ihre Berücksichtigung im angewendeten Modell.

Australische Unternehmen ähneln, hinsichtlich ihrer Board-Strukturen und Mechanismen, US-amerikanischen bzw. britischen Unternehmen. Die Marktcharakteristiken entsprechen jedoch eher jenen, der japanischen oder deutschen Wirtschaftssysteme.

Australische Board-Members können grundsätzlich in zwei Klassen eingeteilt werden:

- Executives: Angestellte des Unternehmens.
- Non-Executives: Es ist kein Angestelltenverhältnis vorhanden. Weitere Kategorisierung möglich in:
- „Independents“: Kein Aktionär, Ex-Angestellter, externer Berater, Kunde oder Lieferant, sowie keine, in irgendeiner Form, vertragliche Bindung zum Unternehmen.
- „Non-Independents“: Aktionär, Ex-Angestellter, externer Berater, Kunde oder Lieferant, sowie keine, in irgendeiner Form, vertragliche Bindung zum Unternehmen.⁴⁵

An dieser Stelle sei vermerkt, dass jene Directors, die gleichzeitig die Eigenschaften von „independent non-executives“ inne haben, hinsichtlich ihrer Kontrollaufgaben die effektivste Performance abliefern.

3.1.2.2 Untersuchung

Die Stichprobe dieser Studie umfasste ursprünglich 93 der Top150 börsennotierten Unternehmen Australiens im April 1996. Die Zusammensetzungen der Boards of Directors wurde den einzelnen Jahresberichten entnommen. Der Untersuchungszeitraum erstreckte sich über die Jahre 1989 bis 1995. Gründe, warum Unternehmen nicht in die Stichprobe mit aufgenommen wurden, waren:

- Kein durchgehender Handel der Aktien an der Australian Stock Exchange (ASX) während des gesamten Untersuchungszeitraumes (Juni 1989 bis Juli 1995); bzw.
- Treuhandverwaltung

Die gesetzliche Regelung Australiens sieht vor, dass ein CEO-Wechsel zuerst an die ASX gemeldet werden muss, bevor Informationen darüber an die Medien dringen. Es gilt im Folgenden daher immer der Zeitpunkt der Meldung. Aktienkurse und Markt Index (All Ordinaries Accumulation Index) wurden der ASX-Datenbank entnommen.

⁴⁵ Quelle: Bosch, H., (1991), zitiert in: Suchard, et al., (2001), S. 4.

Vier Unternehmen wurden aus dem Sample genommen - zwei aufgrund von Übernahmen, eines aufgrund einer Fusion und eines wegen der Aussetzung des Handels an der Australian Stock Exchange. Bei den verbleibenden 89 Unternehmen wurden 77 CEO-Wechsel festgestellt, von denen 59 näher analysiert wurden. Bei zwei Wechseln konnte kein klares Veröffentlichungsdatum festgestellt werden und ein CEO-Wechsel fand zu einem Zeitpunkt statt, an dem das Unternehmen keinen öffentlichen Handel an der ASX betrieb. 15 weitere Wechsel wurden nicht in die Probe aufgenommen, da deren Bekanntmachungen durch Veröffentlichungen weiterer Informationen kontaminiert waren.

In der nachfolgenden Tabelle erhält man eine Übersicht über die Zusammensetzung der Boards der 89 untersuchten Unternehmen über den Beobachtungszeitraum:

	Executive (%)	Non-independent, non-executive (%)	Independent non-executive (%)
1989	33.2	36.0	30.8
1990	32.7	35.2	31.9
1991	31.9	34.9	33.2
1992	31.0	34.6	34.4
1993	29.7	32.6	37.7
1994	29.1	32.4	38.6
1995	28.9	32.2	38.9

The average percentage of executives, non-independent, non-executives and independent executives on the board are estimated for each year. Executives are employees of the firm and non-independent, non-executives are ex-employees, directors that have business dealings with the firm, or are related (by family) to management directors.

Tabelle 9: Composition of 89 Australian Boards 1989-1995⁴⁶

Wie aus den obigen Daten ersichtlich ist, hat sich die Zusammensetzung australischer Boards von 1989 bis 1995, im Hinblick auf bisherige Forschungsergebnisse und best-practice Beispiele, deutlich verbessert, was sich im vermehrten Einsatz von „independents“ bzw. in der Abnahme von „non-independents“ bemerkbar macht.

Boards australischer Unternehmen bestehen im Durchschnitt aus 8,5 Directors. 30,8 Prozent der Boards setzen sich aus Outsidern zusammen.

⁴⁶ Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 11.

Tabelle 10 gibt Aufschluss über die Charakteristiken eines CEO-Wechsels.

Panel A. Descriptive characteristics of incumbent CEO and replacement

	Current CEO				Replacement		
	Age	Tenure (CEO)	Tenure (director)	Years employed	Age	Tenure (director)	Years employed
Average	55.70	5.98	10.15	21.96	49.65	3.29	17.93
Median	56	4	8	20	50	3	18
Standard deviation	7.04	5.77	7.36	13.71	5.62	3.33	11.22
<i>N</i>	48	51	44	39	47	33	33

Panel B. Appointments and outsider replacement for CEO changes by year of change

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Appointed chairman	1	1	3	5	1	4	4
Not appointed chairman	2	3	4	7	6	4	6
Outsider replacement (data available)	1 (2)	0 (4)	0 (5)	6 (16)	3 (6)	6 (10)	3 (7)
Number of CEO changes	7	10	11	19	11	11	8

The age, the tenure of the incumbent CEO in his/her current position, the tenure of the CEO as a director on the board and the years employed by the firm are reported in the first set of columns. Similar characteristics of the replacement are reported in the second set of columns. The original sample is of 59 firms between 1989 and 1995. In panel B, the number of CEO changes (*n*) is not equal to 59 as data was not available for all CEO changes.

Tabelle 10: Characteristics of CEO change⁴⁷

Das Durchschnittsalter eines abgehenden CEOs beträgt 55,7 Jahre. Durchschnittlich war ein australischer CEO rund 22 Jahre im Unternehmen angestellt, sechs Jahre davon auf der Position des CEOs. Zehn Jahre war der durchschnittliche abgehende CEO Director im Board. In 30 Prozent der Unternehmen, für die entsprechende Daten zur Verfügung standen (65 Prozent), wurde der CEO zum Chairman des Unternehmens ernannt. 38 Prozent der CEO-Nachfolger waren Outsider. Im Falle eines Insider-Wechsels, war der Nachfolger für zwei Jahre Director und durchschnittlich elf Jahre als Arbeitnehmer im Unternehmen beschäftigt.

Nach dieser kurzen Übersicht über die Charakteristiken der Stichprobe, kommen die Autoren nun zur Aufbereitung der eigentlichen Untersuchung. Folgende drei Hypothesen wurden aufgestellt und getestet:

⁴⁷ Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 13.

H1: *Es besteht ein umgekehrter Zusammenhang zwischen vorangegangenem Unternehmenserfolg und der Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels.*

H2: *„Non-executive boards“ tendieren eher dazu, Manager besser zu überwachen und wegen schlechter Performance zu entlassen.*

H3: *„Independent directors“ tendieren eher dazu, einen CEO wegen schlechter Leistungen zu entlassen als „Non-independent directors“.*

3.1.2.3 Methoden und Ergebnisse

Als Untersuchungsmethode kommt zunächst eine multivariate Logit-Regression zum Einsatz. Die abhängige Variable ist ein Indikator, welcher den CEO-Wechsel beschreibt. Sie nimmt den Wert 1 an, wenn ein Wechsel stattgefunden hat, bzw. 0 wenn nicht. Die Zusammenstellung unabhängiger Variablen besteht aus einem marktspezifischen Umsatzmaß sowie aus Dummy-Variablen, die die Zusammensetzung des Boards beschreiben. Zwei verschiedene Ansätze zur Umsatzmessung werden verwendet. Der laufende Umsatz („Current return“) umfasst dabei die eigenen Aktienerträge, vermindert durch die Erträge am Aktienindex, für die letzten 4 Quartale vor jenem Quartal, in dem der CEO-Wechsel angekündigt wurde. Der vorangegangene Umsatz („Lagged return“) berücksichtigt diese Erträge für die Quartale fünf bis acht vor jenem des CEO-Wechsels. Die beiden Dummy-Variablen sind $D_{\text{Non-executives}}$, welche den Wert 1 annimmt, wenn der Vorstand zu mehr als 50 Prozent aus „Non-executives“ besteht, und $D_{\text{Independent}}$, welche den Wert 1 annimmt, wenn der Vorstand zu mehr als 50 Prozent aus „Independents“ besteht. Die Dummy-Variablen werden mit der Umsatzvariablen multipliziert.⁴⁸ Das Ergebnis daraus gibt Aufschluss darüber, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein, aus bestimmten Mitgliedern zusammengesetzter Vorstand, einen CEO, in Abhängigkeit eines bestimmten Unternehmenserfolges, entlässt.

Als weitere Untersuchungsmethode wird die Standard Event Study-Methode angewendet. Diese dient der Analyse der Entwicklung des Aktienkurses, in Abhängigkeit von der Veröffentlichung eines bevorstehenden CEO-Wechsels.

⁴⁸ Vgl. Weisbach, M., (1988)

3.1.2.3.1 Logit-Modell

Die nachfolgende Tabelle liefert die Ergebnisse des Logit-Modells. Grundlage für den Test der drei Hypothesen bildet in diesem Fall der laufende Unternehmenserfolg.

Results of logit models — current period performance measured in the four quarters (the year) preceding CEO turnover for 89 firms from 1989 to 1995 (*T*-statistics in parentheses)

Regression number	1	2	3
Constant	−3.32 *** (−28.56)	−4.33 *** (−9.41)	−3.43 *** (−24.70)
Return ^a	−0.13 (−0.67)	0.06 (0.45)	−0.11 (−0.47)
$D_{\text{Non-executives}}^b$		1.12 *** (2.36)	
$D_{\text{Non-executives}} * \text{Return}$		−0.41 (−1.15)	
$D_{\text{Independent}}^c$			0.40 * (1.58)
$D_{\text{Independent}} * \text{Return}$			−0.14 (−0.21)

^a Return is the adjusted return in the four quarters prior to the announcement period.

^b $D_{\text{Non-executives}}$ is a dummy variable that is 1 if the board contains more than 50% non-executive directors.

^c $D_{\text{Independent}}$ is a dummy variable that is 1 if the board contains more than 50% independent directors.

* Significant at 10%.

*** Significant at 1%.

Tabelle 11: Results of logit models - current period performance measured in the four quarters (the year) preceding CEO turnover for 89 firms from 1989 to 1995 (*T*-statistics in parentheses)⁴⁹

Regression eins testet, ob ein umgekehrter Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels und der aktuellen Unternehmensperformance besteht. Der Koeffizient der Umsatzvariablen ist, wie angenommen, negativ, jedoch insignifikant. Ein empirischer Beweis dafür, dass das Board einen CEO wegen schlechter laufender Performance feuert, kann daher nicht erbracht werden.

Auch die Resultate in Regression zwei stützen nicht die Hypothese, wonach „Non-executives“ eher dazu neigen, CEOs wegen schlechter Performance zu entlassen, als „Executives“.

Ähnlich verhält es sich in Regression drei. Die Umsatz-Koeffizienten für „Non-Independents“ (−0,11) und „Independents“ (−0,25 = −0,11 − 0,14) sind negativ, jedoch insignifikant.

⁴⁹ Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 15.

Somit scheint es, allgemein betrachtet, dass die aktuelle Börsenperformance eines Unternehmens keinen signifikanten Einfluss auf einen CEO-Wechsel hat, auch unabhängig davon, aus welchen Personen sich ein Vorstand zusammensetzt.

Nach der Untersuchung, welchen Einfluss die laufende Performance auf CEO-Ablöse-Entscheidungen nimmt, liefert die folgende Tabelle Ergebnisse auf Grundlage der vorangegangenen Umsätze aus Aktien, also für die Quartale fünf bis acht vor dem Ausscheiden eines CEO.

Results of logit models — lagged return as performance measure

Regression number	1	2	3	4
Constant	-3.34*** (-28.48)	-4.30*** (-9.54)	-3.45*** (24.65)	-3.24*** (-28.16)
Return ^a ₋₁	-0.44** (-1.49)	-0.43** (-1.40)	-0.45** (-1.53)	-0.54* (-2.41)
D ^b _{Non-executives}		1.07* (2.31)		
D _{Non-executives} * Return ₋₁		-0.33* (-1.00)		
D ^c _{Independent}			0.42* (1.66)	
D _{Independent} * Return ₋₁			-0.25 (-0.39)	

Lagged period performance measured in the eight to fifth quarter preceding CEO turnover for 89 firms from 1989 to 1995 (*T*-statistics in parentheses).

^aReturn₋₁ is the lagged market adjusted return.

^bD_{Non-executives} is a dummy variable that is 1 if the board contains more than 50% non-executive directors.

^cD_{Independent} is a dummy variable that is 1 if the board contains more than 50% independent directors.

* Significant at 5%.

** Significant at 10%.

*** Significant at 1%.

Tabelle 12: Results of logit models - lagged return as performance measure⁵⁰

In Regression eins ist der Leistungskoeffizient negativ und signifikant, was bedeutet, dass eine schlechte vorangegangene Unternehmensperformance, ungeachtet der Zusammensetzung der Boards, die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels erhöht. Somit wird die aufgestellte Hypothese bestätigt.

⁵⁰ Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 17.

In Regression zwei ist der Gewinnkoeffizient für „non-executive boards“ signifikant auf einem fünf Prozent-Level. Dies führt zu der Aussage, dass Boards, die hauptsächlich aus „non-executives“ zusammengesetzt sind, eher dazu neigen, einen CEO wegen schlechter Unternehmensperformance zu entlassen, als solche, die sich im größten Teil aus „executives“ zusammensetzen.

Ebenso tendieren „independents“ eher zur Entlassung von CEOs als „non-independents“, was aus den Ergebnissen von Regression drei herausgelesen werden kann.

Wie aus den vorangegangenen Ergebnissen ersichtlich ist, ist es eher die vorangegangene als die aktuelle Performance, die Einfluss auf die Entscheidung von Vorständen nimmt, einen CEO durch einen anderen auszutauschen.

Was sind nun also die Gründe, dass sich die aufgestellten Hypothesen teilweise beweisen lassen? Einer davon ist sicherlich jener, dass Unternehmen einer ständigen Prüfung durch Märkte unterliegen. Dabei sind größere Unternehmen den Untersuchungen durch Marktanalysten sicherlich stärker ausgesetzt, als kleine Unternehmen. Ebenso haben größere Unternehmen die Interessen mehrerer Stakeholder zu befriedigen, was wiederum ein stärkeres Monitoring durch Investoren nach sich zieht. Deshalb sprechen größere Unternehmen eher auf Performance-Schwankungen an und sind dadurch auch eher gezwungen, diesen Leistungsabfällen durch den Wechsel von CEOs Rechnung zu tragen.

Um diese Behauptungen zu untermauern, wurde die vorangegangene Analyse für kleine und große Unternehmen gesondert wiederholt. Die Ergebnisse für große Unternehmen sind der folgenden Tabelle zu entnehmen:

Regression number	1	2	3	4
Constant	-3.27 *** (-19.81)	-4.01 *** (-5.57)	-3.32 *** (-16.41)	-3.36 *** (18.49)
Return ^a ₋₁	-0.98 ** (-2.03)	-1.03 ** (-2.05)	-1.08 ** (-2.19)	-1.39 *** (-3.38)
D ^b _{Non-executives}		0.79 (1.08)		
D _{Non-executives} * Return ₋₁		-0.30 ** (-0.56)		
D ^c _{Independent}			0.34 (0.10)	
D _{Independent} * Return ₋₁			-1.73 ** (-1.62)	

Lagged return measured in the eight to fifth quarter preceding CEO turnover as performance measure for 44 firms from 1989 to 1995 (*T*-statistics in parentheses).

^aReturn₋₁ is the lagged market adjusted return.

^bD_{Non-executives} is a dummy variable that is 1 if the board contains more than 50% non-executive directors.

^cD_{Independent} is a dummy variable that is 1 if the board contains more than 50% independent directors.

** Significant at 5%.

*** Significant at 1%.

Tabelle 13: Results of logit models - large firms⁵¹

Die Ergebnisse in Regression zwei stützen die Hypothese, dass „non-executives“ einen CEO eher entlassen als „executives“, da der Koeffizient für die Variable der „non-executive“ dominierten Boards eine Signifikanz auf dem fünf Prozent-Level aufweist. Bestärkt wird dies zusätzlich durch Regression vier, deren Resultat bestätigt, dass eine länger andauernde schlechte Unternehmensperformance, die Wahrscheinlichkeit für einen CEO-Wechsel erhöht.

Ähnliche Regressionen wurden auch für kleine Unternehmen durchgeführt. Diese ergaben jedoch keine signifikanten Ergebnisse über die Zusammenhänge zwischen CEO-Wechseln, Performance und den verschiedenen Typen von Boards.

Die Resultate zeigen, dass die Boards in australischen Unternehmen effektive Mechanismen darstellen, um leistungsschwachen CEOs entgegen zu wirken. Dennoch muss festgestellt werden, dass diese Vorstände in größeren Unternehmen effektivere Maßnahmen setzen können als in kleineren.

3.1.2.3.2 Event Study

⁵¹ Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 18.

Tabelle 14 zeigt die Ergebnisse der durchgeführten Event Study. Untersucht wird dabei die Auswirkung der Bekanntgabe des CEO-Wechsels auf den aktuellen Aktienkurs.

Board	Number of CEO changes	Abnormal return ^a	Variance change return ^b	Abnormal change	Variance return	Abnormal change	Variance
Type		Day 0		Day 1		0 to 1	
All types (full sample)	59	0.16% (0.68)	2.10 (0.14)	-0.49%** (-2.03)	1.92** (2.15)	-0.33% (-0.96)	2.67 (1.42)
Non-independent board	40	0.26% (0.82)	1.96 (0.01)	-0.56%* (-1.75)	1.98 (1.45)	-0.30% (-0.66)	2.61 (1.02)
Independent board	19	-0.04% (-0.09)	2.41 (0.23)	-0.36% (-0.88)	1.79 (1.69)*	-0.39% (-0.69)	2.79 (1.03)

The sample comprises 59 firms between 1989 and 1995. Day 0 is the announcement to the Stock Exchange of the CEO change.

^a T-statistic in parenthesis.

^b Z-statistic in parenthesis.

* Significant at 10%.

** Significant at 5%.

Tabelle 14: Abnormal return and measures of variance change around the announcement of CEO change⁵²

Die Ergebnisse in Tabelle 14 zeigen eine insignifikant positive außergewöhnliche Rendite am Tag der Veröffentlichung. Im Gegensatz dazu, ist am darauf folgenden Tag eine signifikant negative außergewöhnliche Rendite zu verzeichnen, was darauf schließen lässt, dass auf die Meldung verzögert reagiert wird, bzw. dass die Information erst am nächsten Tag an die Öffentlichkeit dringt.

Eine Erklärung für den Negativeffekt könnte sein, dass die kurzfristigen Auswirkungen des Wechsels über die langfristigen dominieren. So wird für einen neuen CEO eine gewisse Einarbeitungsphase nötig sein. Möglicherweise wird eine Restrukturierung des Managements im Unternehmen stattfinden und im Allgemeinen wird die Konzentration auf die Kernaufgaben des Geschäfts für eine gewisse Dauer zu kurz kommen. Die Gründe für die Entlassung des Vorgängers mögen zunächst zwar noch existieren, langfristig jedoch sollte ein CEO-Wechsel eine Verbesserung der Unternehmensperformance nach sich ziehen. Sollte also eine Veröffentlichung eines Wechsels negative Auswirkungen haben, ist anzunehmen, dass der Markt die kurzfristigen, negativen Effekte als wichtiger einstuft als die langfristigen positiven Effekte.

⁵² Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 23.

Weiters wurde untersucht, wie sich die vorangegangene Entwicklung des Aktienkurses (sie lässt auf die Performance des Managements schließen) auf die Kundmachung auswirkte. Das Sample ist nach den Aktienerträgen des Vorjahres gegliedert und lässt sich wie folgt darstellen:

Prior performance	No. of CEO changes	Abnormal return	Abnormal return	Abnormal return	Abnormal return
Type		Day 0	Day 1	0 to 1	- 3 to 3
Positive	27	0.44 (1.28)	- 0.97 *** (- 2.82)	- 0.53 (- 1.09)	- 0.48 (- 0.53)
Negative	32	- 0.07 (- 0.19)	- 0.08 (- 0.23)	- 0.15 (- 0.30)	- 0.17 (- 0.18)
Independent board with negative	12	- 0.40 (- 0.77)	- 0.29 (- 0.55)	- 0.68 (- 0.93)	- 1.37 (- 1.00)
Independent board with positive	7	0.58 (1.01)	- 0.48 (- 0.83)	0.10 (0.13)	- 0.59 (- 0.39)
Non-independent board with negative	20	0.13 (0.25)	0.04 (0.07)	0.16 (0.23)	0.55 (0.40)
Non-independent board with positive	20	0.39 (0.93)	- 1.15 *** (- 2.71)	- 0.75 (- 1.26)	- 0.44 (- 0.40)

*** Significant at 1%.

Tabelle 15: Abnormal return from announcement of CEO change by board type and prior performance for 59 firms over 1989 to 1995⁵³

Wie schon zuvor, weist auch bei dieser Untersuchung nur Tag 1 signifikante außergewöhnliche Erträge auf. Unternehmen, die eine schlechte Performance aufwiesen und daraufhin einen CEO-Wechsel vornahmen, sehen sich insignifikanten Auswirkungen durch die Ankündigung gegenüber gestellt. Man darf allerdings annehmen, dass es sich um einen positiven Effekt handelt, da es sich immerhin um die Ankündigung des Abganges eines ineffektiven Managers handelt, was gleichzeitig eine Verbesserung der Performance des Unternehmens nach sich ziehen sollte. Andererseits könnte diese potentielle Verbesserung durch die Veröffentlichung bislang unbekannter, firmeninterner Faktoren neutralisiert werden. Die Annahme, dass die kurzfristigen Probleme die langfristigen Verbesserungen dominieren, tragen sicherlich zu dem insignifikanten Ergebnis bei.

Anders verhält es sich bei Firmen, deren Performance positiv verlaufen ist. Hier führt die Ankündigung eines CEO-Wechsels zu signifikant negativen Effekten.

⁵³ Quelle: Suchard, et al., (2001), S. 25.

Wird also ein erfolgreich performender Geschäftsführer ersetzt, sucht der Markt nach entsprechenden Gründen. Bei börsennotierten Unternehmen bedeutet dies eine Abwertung des Aktienkurses.

Allerdings kann man gerade aus dieser Konstellation - erfolgreicher Unternehmensverlauf sowie ein Vorstand des Typs „Non-Independent“ - Rückschlüsse darauf ziehen, dass eine tatsächliche Pensionierung des CEO stattgefunden haben könnte. Gerade ein „Non-Independent“-Vorstand ist am wenigsten Willens, einen CEO zu entlassen. Weiters liefert eine positive Performance einer Firma keinen rationellen Grund für eine solche Entlassung. Dies führt zu der Aussage, dass der negative Effekt der Verlautbarung daher rührt, dass die kurzfristigen Probleme, die die Ernennung eines neuen CEO nach sich zieht, die langfristigen Verbesserungen für das Unternehmen, die ein neuer CEO erwirken könnte, dominieren.

3.1.3 Studie 3: Lausten (2002)

3.1.3.1 Überblick

Diese, von Lausten, (2002) durchgeführte Untersuchung, verfolgt das Ziel, herauszufinden, ob der Austausch eines CEO mit der Unternehmensperformance in einem Zusammenhang steht. Wie bereits in den oben angeführten Studien, testet auch diese Untersuchung die Hypothese, dass die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels in negativer Relation zur Firmenperformance steht. Es ist dies die erste Arbeit, die diesen Zusammenhang für dänische Unternehmen überprüft. Obwohl sich dänische Unternehmen in ihrer Corporate Governance deutlich von, zum Beispiel US-Unternehmen, unterscheiden, ist es doch interessant zu sehen, wie ähnlich die Ergebnisse dieser Studie, mit jenen, bereits vorangegangener Untersuchungen, sind⁵⁴.

Die Autorin versucht auch, neue Aspekte der Corporate Governance und CEO Charakteristiken in ihrer Analyse zu berücksichtigen. So wird anfangs angenommen, dass der hohe Anteil an familiärem Eigentum in Dänemark einen Einfluss auf CEO-Wechsel haben könnte, da die Kontrollfunktion anders

⁵⁴ Vgl. Kaplan, (1997)

ausgeprägt sein könnte. Die Position des Vorstandsvorsitzenden spielt bei der Kontrolle eine wesentliche Rolle, die ebenso die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels beeinflusst.

3.1.3.2 Corporate Governance in Dänemark

Die gesetzliche Regelung in Dänemark sieht ein zweistufiges System der Corporate Governance vor: Ein Aufsichtsrat kümmert sich um die Interessen der Aktionäre, der Vorstand um das Tagesgeschäft des Unternehmens. Somit ist das dänische Modell mit dem deutschen vergleichbar, von dem es auch abstammt. Nichts desto trotz ist das dänische Modell einzigartig in Europa, als beide Instanzen gleichermaßen Verantwortung für die Geschäftsführung tragen. Der Vorstand folgt den Entscheidungen des Aufsichtsrats und hat bei Handlungen, die über diese Entscheidungen hinaus gehen, den Aufsichtsrat zu konsultieren.

Durchschnittlich besteht eine Vorstandsetage eines größeren Unternehmens aus 3, maximal aus 5 Mitgliedern. Diesen Mitgliedern sind verschiedene Zuständigkeiten zugeordnet. Ein Mitglied übernimmt die Aufgaben eines CEO. Kleinere Unternehmen werden lediglich und ausschließlich von einem CEO geführt. Das dänische System sieht in öffentlichen Unternehmungen eine strikte Trennung von Eigentümerschaft und Kontrolle vor. Der CEO kann demnach nicht gleichzeitig, ähnlich wie in den USA oder im UK⁵⁵ als Vorstandsvorsitzender fungieren.

Die Eigentümerstruktur unterscheidet sich deutlich von der angelsächsischen Struktur. Nur 17 Prozent der größten dänischen Unternehmen befinden sich im Streubesitz. Ende 1994 waren lediglich 253 Unternehmen an der Copenhagen Stock Exchange gelistet. Zehn von ihnen waren ausländische Unternehmungen. Diese Tatsache ist auf die relativ hohe Anzahl an kleinen und mittelständischen Unternehmen zurück zu führen.

Die meistverbreitete Unternehmensform ist die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die einen Anteil von etwa 30 Prozent aller produzierenden Unternehmen hält.

⁵⁵ Vgl. Conyon/Peck, (1998)

Viele, der im Schnitt relativ kleinen Unternehmensgruppen, haben als kleines Personenunternehmen begonnen und haben sich zu Unternehmen im Familienbesitz entwickelt. Die Familie kann auf 3 verschiedene Weisen Einfluss auf das Management nehmen: Durch direktes Eigentum am Unternehmen, durch Eigentum an der jeweiligen Holding, zu der das Unternehmen zählt, oder durch eine Familienstiftung als Eigentümer des Unternehmens.

3.1.3.3 Untersuchung

Die untersuchten Daten stammen aus zwei unterschiedlichen Quellen. Der größte Teil der Daten ist ein unbalanced Panel, das Informationen zu Managern enthält, die als CEOs, Vice Presidents, Higher-Level Manager und Lower-Level Manager in dänischen Unternehmen tätig sind. Untersucht wurden diese Daten über einen Zeitraum von 4 Jahren zwischen 1992 und 1995. Die Daten stammen aus den vertraulichen Akten eines der größten dänischen Beratungsunternehmen, Dansk Management Forum, und beinhalten detaillierte Informationen zu den individuellen Charakteristiken der Manager, ihren Gehältern, über die Firmen, in denen sie beschäftigt sind und die Position, die sie gerade inne hatten. Alle zusätzlichen Informationen, wie zum Beispiel Leistungskennzahlen zu den Unternehmen, Eigentumsverhältnisse und Vorstandsvorsitz entnahm die Autorin einem jährlich erscheinenden Handbuch mit Angaben zu allen größeren dänischen Unternehmen, dem Greens-Børsens h°andbog om dansk erhvervsliv.

Ein CEO-Wechsel wurde in der Untersuchung immer dann angenommen, wenn dieselbe Person nicht in 2 aufeinanderfolgenden Jahren als CEO aufschien. Dies wurde dadurch herausgefunden, indem das Alter, die Amtszeit und die Vergütung des aktuellen CEOs mit den entsprechenden Datensätzen des CEOs im darauffolgenden Jahr verglichen wurden. Zusätzlich wurden dem Greens-Handbuch natürlich auch noch die entsprechenden Namen entnommen. Schlussendlich ergibt sich daraus ein Dataset von 628 CEO-Beobachtungen in 243 Firmen. Von diesen CEOs unterlagen im beobachteten Zeitraum 77 einem Wechsel.

	Number of CEO's	Number of turnovers	Percentage of CEO's experiencing turnover
1992	155	17	11
1993	152	16	10.5
1994	165	21	12.7
1995	156	23	14.7
Total	628	77	12.3

Tabelle 16: The analysed data set on Danish CEO's, 1992-1995⁵⁶

In dem Sample wurden nur jene Firmen berücksichtigt, für die vollständige Informationen in Bezug auf die Unternehmensperformance (buchhalterische Gewinne und Umsätze der Periode) zur Verfügung standen. Die geringe Anzahl an Unternehmen, die an der Copenhagen Stock Exchange gelistet sind, schlägt sich auch im Datensatz dieser Studie nieder. Nur 17 Unternehmen des Samples – das entspricht einem Anteil von 7 Prozent – sind an der Börse gelistet. In 6 von diesen 17 Firmen, hat ein CEO-Wechsel stattgefunden.

Tabelle 17 zeigt die durchschnittlichen Eigenschaften der CEOs im Sample.

	CEO's staying in the firm		CEO's leaving the firm	
	Mean	Median	Mean	Median
Age	49.51 (6.00)	48	50.95 (7.07)	50
Tenure in current position (full years)	6.65 (6.19)	4	7.61 (5.97)	5
Tenure in firm (full years)	9.71 (8.31)	6	10.68 (7.94)	7
Salary (DKK 1000)	1027.86 (341.39)	951	995.10 (288.20)	951
Percentage change in salary	4.86 (7.02)	3	3.48 (6.14)	1
Total compensation (DKK 1000)	1172.67 (407.52)	1098	1181.41 (368.26)	1088
Percentage change in total compensation	6.01 (10.14)	3.8	5.32 (7.26)	3.5
Bonuses (only positive bonuses included) (DKK 1000)	187.05 166.82	140	179.34 179.73	115
Number of CEO's		551		77

⁵⁶ Quelle: Lausten, (2002), S. 400.

Tabelle 17: Descriptive statistics on the Danish managers, 1992-1995⁵⁷

Der durchschnittliche CEO ist 50 Jahre alt, 10 Jahre im Unternehmen und davon 7 Jahre in der Funktion des CEOs tätig. Die Managervergütung liegt bei etwa einer Million DKK pro Jahr und unterliegt einer Änderung von vier Prozent pro Jahr. CEOs, die ein Unternehmen verlassen, sind in der Regel älter, länger im Amt und ihre jährliche Gehaltsanpassung liegt deutlich unter jener von im Unternehmen verbleibenden CEOs.

Die Eigentümerschaft des Unternehmens ist in 6 Kategorien aufgeteilt: Fremdeigentum, Privateigentum, Eigentum durch ein anderes Unternehmen oder eine Holding, Unternehmen im Eigentum eines Fonds, Streubesitz und verstaatlichte Unternehmen oder Genossenschaften. 42 Prozent der Firmen sind im Eigentum einer anderen Unternehmung oder einer Holding, 28 Prozent sind im Fremdbesitz.

Auch die Vorstandsvorsitzenden lassen sich kategorisieren: Der Vorsitzende kann entweder CEO der Unternehmensgruppe sein; eine Person der Muttergesellschaft; ein ehemaliger CEO - entweder desselben Unternehmens oder eines anderen - ein CEO eines anderen Unternehmens, ein Anwalt oder auch eine vollkommen andere Person. Firmen, deren Vorstandsvorsitzender gleichzeitig CEO einer Unternehmensgruppe oder eine Person des Eigentümer-Unternehmens oder Anwalt ist, unterliegen einem CEO-Wechsel am häufigsten.

3.1.3.4 Methoden und Hypothesen

Da es sich beim CEO-Wechsel um eine dichotome Variable handelt, wurde das Modell für den CEO-Wechsel als Logit-Modell festgelegt:

$$\ln\left(\frac{P(\text{Turnover})}{1 - P(\text{Turnover})}\right) = \left(\begin{array}{l} \text{Performance variables,} \\ \text{CEO - specific variables,} \\ \text{Firm - specific variables} \end{array} \right) + \varepsilon$$

Wobei $P(\text{Turnover})$ die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels ist. Die abhängige Variable CEO turnover gleicht 1, wenn sich der CEO in seinem letzten

⁵⁷ Quelle: Lausten, (2002), S. 400.

Jahr in dieser Position befindet, und 0, wenn der CEO weiterhin in seinem Amt bleibt. Auf den Grund für einen CEO-Wechsel, kann aufgrund unzureichender Informationen, nicht eingegangen werden.

Die Regressionen beinhalten auch ein zeitveränderliches Set an Scheinvariablen. Die Performance-Variablen stehen in Relation zu den Marktgegebenheiten im betreffenden Jahr. Auch auf die einzelnen Industriezweige (Produktion, Handel, Dienstleistung) wird mithilfe von Scheinvariablen Rücksicht genommen.

Es sind folgende Hypothesen, die die Autorin auf Ihre Gültigkeit untersucht:

H1: Die Relation zwischen CEO-Wechsel und Unternehmensperformance ist erwartungsgemäß negativ. Je schlechter die Unternehmensperformance, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels.

H2: Die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels ist abhängig von den unterschiedlichen Eigentumsverhältnissen verschiedener Unternehmen.

H3: In Unternehmen, die im Familieneigentum stehen, ist die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels gering.

H4: Ob der Vorstandsvorsitzende ein „Insider“ oder ein „Outsider“ ist – was die Eigentümerschaft am Unternehmen angeht – hat Einfluss auf einen CEO-Wechsel.

H5: Je größer das Unternehmen ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels.

H6: Ältere CEOs mit einer längeren Amtszeit und größerer Erfahrung in ihrem Amt, werden mit geringerer Wahrscheinlichkeit ersetzt. Junge CEOs sehen sich einer höheren Wahrscheinlichkeit für ihre Auswechslung gegenüber gestellt.

3.1.3.5 Ergebnisse

Die folgende Tabelle (Modell eins) zeigt die Ergebnisse der zugrunde liegenden Basisgleichung für CEO-Wechsel. In Modell zwei ist eine Scheinvariable für

Familieneigentum integriert, um zu testen, ob die Beziehung zwischen CEO-Wechsel und Unternehmensperformance durch Familienbande beeinflusst wird.

	Model 1	Model 2
Intercept	-4.77** (0.84)	-4.66** (0.85)
log (1 + profit/sales) in t	-3.41** (1.39)	-3.51** (1.38)
Dummy for negative performance in $t-1$ and $t-2$	0.84** (0.33)	0.90** (0.33)
Size variable (log of sales) in t	0.20* (0.11)	0.20* (0.11)
Dummy for family ownership	–	-0.60* (0.35)
Dummy for subsidiary company	0.83** (0.29)	0.77** (0.29)
Tenure in current job	0.14** (0.05)	0.14** (0.05)
Tenure squared/100	-0.36* 0.21	-0.36* 0.21
Time dummies	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes
Number of observations/turnovers	628/77	628/7
-2 log Likelihood	433.78	430.59
Probability that coefficients = 0	0.0004	0.0002

^a t refers to the year in concern, $t-1$ refers to the previous year, and $t-2$ refers to year two years ahead of the year in concern. Standard deviations in parentheses. ** indicates significance at 5% level. * indicates significance at 10% level.

Tabelle 18: Results of the logit model on CEO turnover^{a58}

Das wichtigste Resultat, das aus Tabelle 16 hervorgeht, ist die inverse Relation zwischen CEO-Wechsel und Unternehmensperformance. Das Ergebnis stützt somit auch Hypothese eins. Als Leistungskennzahl steht der Bruttogewinn zugrunde. Sinkt der Bruttogewinn, steigt die Wahrscheinlichkeit für einen CEO-Wechsel signifikant.

Die Untersuchungsergebnisse zu Hypothese fünf warten mit einer Überraschung auf. Im Gegensatz zu früheren Forschungsergebnissen⁵⁹, ergab die Untersuchung dänischer Unternehmen, dass die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels

⁵⁸ Quelle: Lausten, (2002), S. 405.

⁵⁹ Vgl. Cosh/Hughes, (1997), S. 469 ff.

zunimmt, je größer das Unternehmen ist. Dieses Ergebnis gilt unabhängig von der angewendeten Messgröße (Anzahl der Beschäftigten, Jahresumsatz).

Die soeben vorgestellten Ergebnisse gelten auch für Modell zwei mit der inkludierten Variable für Familieneigentum. Der Koeffizient zu der entsprechenden Variable ist negativ und signifikant. Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit für einen CEO-Wechsel in Unternehmen, die von Familien kontrolliert werden, niedriger ist. Die Hypothese drei wird somit bestätigt.

Der Koeffizient der Variable Amtszeit (Tenure) weist einen signifikant positiven Wert auf, wodurch bewiesen wird, dass die Wahrscheinlichkeit für einen CEO-Wechsel höher ist, je länger der CEO seine Position inne hat.

Was das Alter und einen bevorstehenden Ruhestand eines CEO betrifft, erfolgte ein Test der Hypothese durch eine Schätzung des Logit-Modells, unter Berücksichtigung der Variablen Alter, Alter² und einer Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn der CEO älter als 57 Jahre ist. Dieses Modell konnte keine signifikanten Zusammenhänge zu einem CEO-Wechsel aufzeigen. Weitere Variablen müssen dabei für signifikante Ergebnisse hinzugezogen werden. Ein anderer Weg, den Einfluss des Alters auf einen CEO-Wechsel zu testen, ist jener, das Sample in jüngere und in ältere CEOs aufzusplitten. Wenn diese Teilung bei einer Altersgrenze von 50 Jahren stattfindet, führt dies zu unterschiedlichen Ergebnissen, wie in der folgenden Tabelle ersichtlich.

Variables	All CEO's ^b	Younger CEO's ^c	Older CEO's ^d
$\log(1 + \text{profit/sales})$ in t	-3.41** (1.39)	-1.61 (2.16)	-6.68** (2.15)
Dummy for negative performance in $t-1$ and $t-2$	0.84** (0.33)	1.29** (0.45)	0.19 (0.54)
CEO-specific characteristics	Yes	Yes	Yes
Firm-specific characteristics	Yes	Yes	Yes
Intercept, year and industry dummies	Yes	Yes	Yes
Number of observations/turnovers	628/77	327/34	301/43
-2 log Likelihood	433.78	187.76	224.66

^a Standard deviations in parentheses. ** indicates significance at 5% level; * indicates significance at 10% level.

^b Results the same as in Table 3, column 1.

^c CEO's younger than 50 years of age.

^d CEO's 50 years of age or older.

Tabelle 19: Logit model estimations of CEO turnover, sample split at 50 years of age⁶⁰

Die Resultate deuten an, dass für junge CEOs die Beziehung zwischen einem CEO-Wechsel und der Unternehmensleistung, auf den Bruttogewinnen der vorangegangenen Jahre basiert. Für ältere CEOs basiert die Beziehung jedoch auf dem Verhältnis von Bruttogewinnen zum Gesamtumsatz. Es scheint, als würden junge CEOs nur aufgrund steigender Gewinne bewertet werden, wo hingegen von älteren CEOs bessere Resultate, sowohl auf Seiten des Gewinns, als auch des Gesamtumsatzes, erwartet werden.

Eine weitere Hypothese, die es zu testen gilt, ist die, ob ein Unterschied darin besteht, ob sich ein CEO aus dem Unternehmen heraus entwickelt (Insider), oder ob dieser von außen in die Position eintritt (Outsider). Diesem Zweck dient wiederum eine Dummy-Variable, die dem Wert 1 entspricht, wenn der CEO aus den eigenen Reihen stammt und dem Wert 0, wenn der CEO von außerhalb in das Unternehmen eintritt. Obwohl ein negativer Einfluss der Dummy-Variable den Erwartungen entsprochen hätte, liefern die Ergebnisse keine Unterschiede für einen Wechsel von „Insider“ oder „Outsider“ CEOs.

Für einen Test von Hypothese 4, die dem Einfluss von Vorstandsvorsitzenden auf einen CEO-Wechsel nachgeht, ist es notwendig, das Sample in zwei Sub-Samples zu unterteilen. Im ersten Sub-Sample werden alle jene Unternehmen zusammengefasst, in denen der Vorstandsvorsitzende ein „Insider“ ist. Das andere Sub-Sample besteht aus jenen mit einem außenstehenden Vorstandsvorsitzenden.

Die Ergebnisse für Outsider-Vorsitzende bringen keine signifikanten Ergebnisse. Das zweite Sub-Sample mit den Insidern zeigt hingegen hohe Signifikanz und kommt zu denselben Ergebnissen wie das Modell, das für sämtliche CEOs gilt. Daraus lässt sich die Schlussfolgerung ableiten, dass Vorstandsvorsitzende im Endeffekt immer nach ihrer Performance ausgewählt werden.

⁶⁰ Quelle: Lausten, (2002), S. 407.

Bindet man die Variablen für Eigentümerschaft in das Basismodell ein, führt dies zum Ergebnis, dass die Variablen für Fremdeigentum und Privateigentum von Unternehmen, als einzige Signifikanz aufweisen. Ist also ein Unternehmen im fremden oder privaten Eigentum, steigert dies die Wahrscheinlichkeit für eine Auswechslung des CEOs. Ebenso hat die Amtszeit eines CEOs Einfluss auf dessen Risiko seine Position zu verlieren.

3.1.4 Studie 4: Brunello/Graziano/Parigi, (2003)

3.1.4.1 Überblick

Italiens Corporate Governance ist weitgehend durch Insider geprägt: Viele Unternehmen stehen im Familienbesitz. Die Familien sind aktiv in der Unternehmensführung tätig. Stimmrechte und Cash Flow Rechte sind voneinander getrennt.

Dies ist auch der Grund dafür, warum sich diese Studie von Brunello/Graziano/Parigi, (2003) hervorragend dazu eignet, CEO-Wechsel im Fall Insider-geführter Unternehmen zu untersuchen. Die Verfasser führten zu diesem Zweck eine ökonometrische Analyse durch, bei der der CEO-Wechsel mit Unternehmensperformance, Eigentümerkonzentration und CEO-Eigentum in Beziehung gesetzt wird. Grundlage für die Untersuchung bildet ein Sample aus Unternehmen, die während des Zeitraumes von 1988 bis 1996 an der italienischen Börse notiert waren. Die Studie untersucht, ob ein negativer Zusammenhang zwischen einem CEO-Wechsel und schwacher Unternehmensperformance besteht. Weiters wird der Einfluss der bestehenden Eigentumsverhältnisse, sowie jener eines CEOs als Mehrheitsaktionär, unter die Lupe genommen.

3.1.4.2 Corporate Governance in Italien

Das italienische System der Corporate Governance wird grundsätzlich als ein schlecht funktionierendes wahrgenommen. Ursachen dafür sind eine unzureichende rechtliche Absicherung kleiner Aktionäre⁶¹, die unterentwickelten Kapitalmärkte und die eingeschränkte Kontrollfunktion der Banken.

⁶¹ Vgl. La Porta et al, (1999)

Typischerweise sind italienische Unternehmen im Besitz von Gruppen, die oft als Pyramiden mit einer beherrschenden Holding an der Spitze organisiert sind. Die Holding wird oft durch eine Schachtelbeteiligung verbündeter Konzernunternehmen kontrolliert. Diese Umstände führen zu einer Trennung von Stimmrechten und Cash Flow-Rechten. Daraus resultiert, dass man aus der Kontrollfunktion in Italien größere Vorteile schlagen kann als anderswo: Aktien zum Beispiel genießen ein ungewöhnlich hohes Voting Premium. Zingales (1994)⁶² berichtet von einem 82 Prozent Premium in Verbindung mit den Stimmrechten von Aktien von Unternehmen, die an der Mailänder Börse gelistet sind. Das Premium in anderen Ländern bewegt sich hingegen zwischen 10 und 20 Prozent.

3.1.4.3 Untersuchung

3.1.4.3.1 Datenquellen

Die Identitäten der CEOs sowie die Messgrößen kennzahlenbasierter Unternehmensperformance wurden dem *Calepino dell’Azionista* (1987-1997)⁶³, einer jährlichen Publikation, über an italienischen Börsen gelistete Unternehmen, entnommen. Um Diskrepanzen zu vermeiden, wurden die Informationen, die CEOs betreffend, mit einem weiteren Börsenjahrbuch, *Taccuino dell’Azionista* (1987-1997), gegengeprüft⁶⁴ und mit der Unternehmenskartei der CONSOB, der italienischen Wertpapier- und Börsenbehörde, verglichen. Informationen zu Aktienkursen und Dividenden wurden der führenden italienischen Wirtschaftszeitung, *Sole 24 Ore* (1987-1998), entnommen.

3.1.4.3.2 Unternehmenssample

In Betracht kamen alle Firmen, die im Zeitraum zwischen 1988 und 1996 an den italienischen Börsen gelistet waren. Ausgenommen davon waren Banken, Versicherungen und Finanzholdings. Ebenso wurden verstaatlichte Unternehmen sowie solche, die nur über eine Teilperiode gelistet waren, aus dem Sample ausgeschlossen. Schlussendlich ergab sich ein Sample aus 60 Unternehmen, die diesen Anforderungen entsprachen. Dies entspricht in etwa einem Drittel aller

⁶² Vgl.: Brunello et al., (2003), S. 1029

⁶³ Vgl.: Brunello et al., (2003), S. 1032

⁶⁴ Vgl.: Brunello et al., (2003), S. 1032

gelisteten Unternehmen. Der durchschnittliche Umsatz der ausgewählten Firmen betrug im Jahr 1995 2166 Milliarden Lire. Die durchschnittliche Beschäftigtenzahl beträgt 5913 Mitarbeiter und die durchschnittliche Aktienmarktkapitalisierung 894 Milliarden Lire.

3.1.4.3.3 CEO-Wechsel

Brunello et al. (2003) konstruierten eine Messgröße für CEO-Turnover auf einem stabilen Level. Unglücklicherweise erlauben die Datenquellen keine Information zu den Gründen eines Wechsels, wie zum Beispiel gezwungener Abtritt, freiwillige Kündigung, Tod, Krankheit, Pensionierung, etc. Weiters gibt es keine Informationen darüber, ob in der Unternehmenssatzung ein verpflichtendes Rücktrittsalter vorgesehen ist. Der Wechsel ist daher als die Austrittsrate zwischen dem Jahr t und $t+1$ definiert. Folglich versteht man unter einem Wechsel den prozentuellen Anteil an CEOs, die innerhalb der untersuchten Periode den Vorstand verließen.

Da große Unternehmen mehr als nur einen CEO haben können, kann dieser Prozentsatz einen Wert zwischen 0 und 1 annehmen. Daher wurde die Platzhaltervariable CEO TURNOVER erstellt, die den Wert 1 annimmt, sobald ein Wechsel stattfindet und 0, wenn dies nicht der Fall ist.

3.1.4.3.4 Informationen zu CEOs

Seit 1983 werden von der CONSOB Informationen über jeden CEO gesammelt. Es stehen daher folgende Daten zur Verfügung: Amtszeit, sämtliche innehabende Vorstandsposten und das Alter. Daraus wurden folgende Variablen abgeleitet: Das durchschnittliche Alter (AGE); die durchschnittliche Amtszeit (TENURE) und die durchschnittliche Anzahl an Mitgliedschaften in anderen Vorständen (NUMBER OF DIRECTORSHIPS). Ebenso wurde eine weitere Variable, NUMBER OF CEOs, abgeleitet.

Um einen Bezug auf die Eigentümerstruktur herzustellen, wurde die Platzhaltervariable CEO OWNERSHIP konstruiert. Diese nimmt den Wert 1 an, wenn der CEO Mehrheitsaktionär oder ein Familienmitglied ist, bzw. 0, wenn nicht.

3.1.4.3.5 *Leistungskennzahlen*

Bei den Leistungskennzahlen wurde darauf Wert gelegt, sowohl Bilanz- als auch Marktkennzahlen zu berücksichtigen. Als Bilanzkennzahl wurde auf den Unternehmensgewinn EBITDA (Einnahmen vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Abgrenzung) zurückgegriffen. Als Marktkennzahl dient der Aktienertrag (STOCK RETURN), definiert als der prozentuelle Kapitalertrag pro Jahr plus der Dividendenertrag in Relation zur Branchenrendite.

3.1.4.3.6 *Eigentümerstruktur*

Es gibt die Information zur prozentuellen Aufteilung der Stammaktien der untersuchten Unternehmen. Daraus leiten sich die beiden Variablen LARGEST SHAREHOLDER und SECOND SHAREHOLDER ab. Nicht in jedem Unternehmen gibt es einen Anteilseigner mit einer absoluten Mehrheit. In diesen Fällen werden die wichtigsten Aktionäre durch ein Konsortium vertreten. Die Platzhaltervariable SYNDICATE nimmt den Wert 1 an, wenn die Hauptaktionäre durch ein Konsortium zusammengefasst sind und 0, wenn nicht.

3.1.4.4 Deskriptive Statistik

Das Durchschnittsalter der untersuchten CEOs beträgt 53,75 Jahre und sie sind durchschnittlich 4,89 Jahre im Amt. Die durchschnittliche Größe des Vorstandes beträgt etwas mehr als 10 Mitglieder, wovon im Schnitt 1,13 Mitglieder CEOs sind. Maximal sitzen vier CEOs im Vorstand. Die folgende Übersicht zeigt, in wie vielen Fällen und unter welchen Voraussetzungen ein CEO-Wechsel stattgefunden hat.

	Percentage of CEOs leaving the board in the period 1988–1996
All firms	9.85 [395]
CEO is owner	2.23 [123]
CEO is not owner	13.29 [272] (0.000)
With Syndicate	7.43 [121]
Without Syndicate	10.92 [274] (0.260)
Largest shareholder owns	
> 54% of shares	10.92 [164]
≤ 54% of shares	9.09 [231] (0.526)
Second shareholder owns	
> 9% of shares	7.71 [160]
≤ 9% of shares	11.31 [235] (0.214)

Tabelle 20: CEO turnover by ownership characteristics⁶⁵

3.1.4.5 Empirische Untersuchung

Um herauszufinden, ob und wie ein CEO-Wechsel von Firmenperformance und Eigentümercharakteristiken abhängt, spezifizierten Brunello et al. CEO-Wechsel im Unternehmen i zum Zeitpunkt t wie folgendes Modell:

$$\begin{aligned}
 CEO\ TURNOVER_{it} &= a_i + qX_{it} + bCEO\ OWNERSHIP_{it} + cSYNDICATE_{it} \\
 &+ dLARGEST\ SHAREHOLDER_{it} + eSECOND\ SHAREHOLDER_{it} + f_i\Pi_{it} \\
 &+ g_i\Pi_{it}|\Pi_{it}| + h_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Wobei X ein Vektor für die CEO-Charakteristiken ist. Π und $|\Pi|$ sind Maßänderungen der Unternehmensperformance und deren absoluter Wert. h ist ein aggregierter Effekt der Zeitänderung, ε ist eine Fehlergröße und a ist eine firmenspezifische, zeitlich unveränderliche Größe.

Unter der Annahme, dass ε normalverteilt ist, schätzten die Verfasser der Studie das folgende Probitmodell:

$$Pr(CEO\ TURNOVER_{it} = 1) = \Phi(Z'_{it}\beta)$$

wobei Z die erklärende Variable und β der Vektor der Parameter aus Gleichung (1) ist. Die Variable CEO TURNOVER nimmt den Wert 1 an, wenn der prozentuelle CEO-Wechsel in einem Unternehmen höher als 0 ist, und den Wert 0 wenn dies nicht der Fall ist.

3.1.4.6 Ergebnisse

3.1.4.6.1 CEO-Wechsel und Unternehmensperformance

⁶⁵ Quelle: Brunello et al., (2003), S. 1037.

Das wichtigste Ergebnis dieser Untersuchung ist eine negative und signifikante Beziehung zwischen einem CEO-Wechsel und Änderungen beim Betriebsergebnis. Eine negative Veränderung von ΔEBITDA führt zu einer steigenden Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Ebenso verhält es sich, wenn ΔEBITDA durch STOCK RETURN ersetzt wird und auch, wenn Regressionen mit beiden Messgrößen durchgeführt werden. Vice versa ergibt natürlich ein positiver Wert von STOCK RETURN eine signifikante Reduzierung der Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels.

3.1.4.6.2 CEO-Wechsel und Eigentümerkonzentration

Die wichtigste Erkenntnis in diesem Zusammenhang ist jene, dass die Häufigkeit eines CEO-Abganges signifikant niedriger ist, wenn der CEO gleichzeitig ein Hauptaktionär des Unternehmens ist. Dabei spielt die Größe der Beteiligung, sowohl des größten, als auch des zweitgrößten Aktionärs, keine signifikante Rolle.

3.1.4.6.3 CEO-Wechsel und CEO-Charakteristiken

Unabhängig von den Messgrößen für die Unternehmensperformance, führt die Untersuchung der Anzahl an CEOs zu einem statistisch signifikanten und positiven Koeffizienten. Während das Alter niemals signifikant ist, spielt die Amtszeit sehr wohl eine signifikante Rolle. Je länger ein CEO seit 1983 in seiner Position verweilt, desto höher war die Wahrscheinlichkeit für seine Auswechslung.

Keine signifikante Auswirkung ergibt sich daraus, wie viele Vorstandsposten ein CEO bekleidet. Ebenso verhält es sich mit der Variable Firmengröße, was bedeutet, dass das Verhalten betreffend einer Auswechslung von CEOs sowohl bei großen, als auch bei kleinen Unternehmen ähnlich ist.

3.1.4.6.4 CEO-Wechsel und CEO-Eigentum

Es wurde getestet, ob CEO-Eigentümerschaft sowohl die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels, als auch die Abhängigkeit zwischen einem Wechsel und Änderungen der Unternehmensperformance beeinflusst. Erreicht wurde dies durch die Beobachtung, wie die Platzhaltervariable CEO OWNERSHIP mit den non-linearen Messgrößen ΔEBITDA und STOCK RETURN interagiert. Die Resultate

der Regression bestätigen die Annahme, dass ein CEO, der gleichzeitig Hauptaktionär ist, mit geringerer Wahrscheinlichkeit eine Absetzung zu befürchten hat. Gleichzeitig sind die Koeffizienten der Zusammenhänge zwischen CEO OWNERSHIP mit sowohl Δ EBITDA, als auch STOCK RETURN negativ. Das bedeutet, dass die Anwesenheit eines CEOs, der gleichzeitig auch Hauptaktionär ist, die Abhängigkeit eines Wechsels von der Performance des Unternehmens, erhöht. Trotz allem bleibt auch in diesem Fall die Wahrscheinlichkeit für eine tatsächliche Absetzung gering.

Die einzelnen Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen: Das italienische System der Corporate Governance scheint dort effektiv zu sein, wo der CEO nicht gleichzeitig Eigentümer eines Unternehmens ist, weil die Vorstandsetagen hauptsächlich aus Insidern mit beherrschenden Unternehmensanteilen bestehen. Derartige Insider haben Zugang zu Informationen, können Strategien beeinflussen und haben alle Möglichkeiten zur Kontrolle und zum Austausch von leistungsschwachen außenstehenden CEOs. Im Gegensatz dazu, wenn der CEO auch gleichzeitig Eigentümer ist, zeigt das System all die negativen Aspekte von Insider-dominierten Vorständen auf. Das Hauptproblem dabei sind dann sicherlich die im Vordergrund stehenden, privaten Interessen des CEOs.

3.1.5 Studie 5: Muravyev, (2003)

3.1.5.1 Überblick

Muravyev⁶⁶ untersucht in seiner Studie Determinanten eines CEO-Wechsels in russischen Privatunternehmen. Wie bereits in den vorangegangenen Studien, wird auch in dieser der Einfluss der Firmenperformance auf einen Austausch des CEOs näher betrachtet.

Schlechtes Management kann auf zwei Hauptgründe zurückgeführt werden: Inkompetenz und unzureichende Incentives für die Manager – oder beides. Abhilfe schaffen ein kompetenteres Management, adäquatere Incentives oder eine Kombination aus beidem. Besondere Wichtigkeit hatten diese Änderungen in Transformationsländern, um die Effizienz und Performance in Unternehmen zu

⁶⁶ Vgl. Muravyev, (2003), S.148-172

verbessern, nachdem die Unternehmen ein mangelhaftes Management und Incentives-System aus dem ehemals zentralistischen Wirtschaftssystem übernommen hatten⁶⁷. In der sozialistischen Ära wurden Managementposten mit systemnahen Personen besetzt. Mit der Öffnung in den Neunzigerjahren traten oftmals Inkompetenzen diverser Manager zutage. Weitere Mechanismen, wie interne Kontrollsysteme, Wettbewerbsverhalten oder ein funktionierender Kapital- und Arbeitsmarkt, waren in der Übergangszeit zur Marktwirtschaft schwach bis nicht vorhanden.

Diese Untersuchung will ihren Teil dazu beitragen, wie die jeweiligen Variablen Einfluss auf die CEO-Wechsel in der privatisierten russischen Industrie nehmen.

Ein CEO-Wechsel kann verschiedenste Gründe haben. Die wichtigsten sind die reguläre Pensionierung, gesundheitliche Probleme, der Tod eines Geschäftsführers sowie der freiwillige und erzwungene Rücktritt. Vor allem der erzwungene Rücktritt steht im Fokus dieser Untersuchung, da er als einziger als Kontrollinstrument eingesetzt werden kann und somit einen negativen Anreiz für schlechte Performance eines CEOs bildet.

In der Literatur werden einige Faktoren für erzwungene Rücktritte genannt, die auch in der Untersuchung von Muravyev (2003) Beachtung finden:

- Unternehmensperformance
- Corporate Governance bzw. Corporate Control
- Eigentümerstruktur
- Größe und Zusammensetzung des Vorstandes bzw. Aufsichtsrates
- Einfluss von Kreditoren

3.1.5.2 Untersuchung

Die empirische Analyse, die vom Autor durchgeführt wurde, basiert auf einer Datenerhebung, mittels Befragung von 437 russischen Unternehmen. CEO-Wechsel definiert sich in der Erhebung durch die Frage „In welchem Jahr wurde

⁶⁷ Vgl. Roland, (2000), zitiert nach: Muravyev, (2003), S. 149

der CEO in seinen Posten einberufen?“. Durch eine derartige Formulierung der Frage, können nur die jüngsten CEO-Wechsel erforscht werden. Länger zurückliegende Wechsel kommen somit nicht in Betracht. Die Antworten der Befragten sind in folgender Tabelle zusammengefasst:

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^b
Number of firms changing CEO	22	34	37	44	53	23
In percentage to all firms	5	8	9	11	13	6

^aThe number of observations is 413.

^bColumn figures refer to January–May 2000.

Tabelle 21: Most recent replacement of CEOs in the sampled companies ^{a68}

Wie in der Tabelle ersichtlich, haben vor allem in den späten 90er Jahren vermehrt CEO-Wechsel stattgefunden. Im Zeitraum von Jänner 1998 bis Mai 2000 haben mehr als 29 % der beobachteten Unternehmen ihre CEOs ausgetauscht. Ältere CEOs, also solche, die bereits vor dem Jahr 1992 Unternehmen geführt haben, bleiben in 30 % des Samples in ihren Positionen. Die durchschnittliche Amtszeit von CEOs liegt bei rund sieben Jahren.

Die nächste Variable, deren Einfluss auf einen Austausch des CEOs untersucht wurde, ist die Eigentümerstruktur. Den Untersuchungsergebnissen zufolge, besteht ein Zusammenhang zwischen Insider-Eigentum und einem Geschäftsführerwechsel. Die nachfolgende Tabelle zeigt eine negative Korrelation zwischen den beiden Variablen:

Insider share (end 1999)	Number of firms in the sample	Number of firms changing CEO	Percentage
$0 \leq IO \leq 25$	68	23	34
$25 < IO \leq 50$	79	25	32
$50 < IO \leq 75$	62	9	15
$75 < IO \leq 100$	153	11	7
Total	362	68	19

^aIncluding ownership by former employees.

^bBetween January 1999 and May 2000.

⁶⁸ Vgl. Muravyev, (2003), S. 160

Tabelle 22: Insider ownership^a and CEO turnover^{b69}

Wie sich zeigt, ist ein CEO-Wechsel in jenen Unternehmen weniger wahrscheinlich, in denen Insider als Mehrheitsaktionäre beteiligt sind. Ein Großteil der Anteile wird dabei von Arbeitern der Firma gehalten. Manager haben kaum einen Anteil, der groß genug ist, um einen Austausch des Managements zu vermeiden.

Ähnliche Ergebnisse liefert der Austausch der Variable „Insider Ownership“ durch die Variable „Insider Directorship“:

Percent of inside directors (end 1999)	Number of firms	Number of firms changing CEO	Percentage
$0 \leq ID \leq 25$	36	15	42
$25 < ID \leq 50$	90	19	21
$50 < ID \leq 75$	76	15	20
$75 < ID \leq 100$	179	16	9
Total	381	65	17

^aBetween January 1999 and May 2000.

Tabelle 23: Insider Directorship and CEO turnover^{a70}

Wie man sieht, bestehen die Boards aus mindestens 3 und maximal 22 Mitgliedern, woraus sich ein Durchschnitt von 7,4 ergibt. Die Größe des Boards lässt allerdings keine Korrelation mit einem CEO-Wechsel erkennen.

Ein weiterer Zusammenhang, der aus der Analyse der Sample-Daten herausgelesen werden kann, ist jener zwischen einem Wechsel der Unternehmensleitung und einem CEO-Wechsel im jeweiligen Unternehmen. Ein Wechsel der Unternehmensleitung findet laut Definition dann statt, wenn eine Gruppe von Aktionären, die unmittelbar nach der Privatisierung einen Mehrheitsanteil hielten, diesen im Jahr 1999 nicht mehr inne hatten, bzw. vice versa. Wie in der nächsten Tabelle ersichtlich, ist in Firmen, in denen ein Wechsel der Leitung stattgefunden hat, auch häufiger ein CEO-Wechsel beobachtbar.

⁶⁹ Vgl. Muravyev, (2003), S. 161.

⁷⁰ Vgl. Muravyev, (2003), S. 161.

	Number of firms with control change	Number of firms without control change	All firms
Number of firms changing CEO after privatisation	82 (80%)	144 (64%)	226 (69%)
Number of firms not changing CEO after privatisation	21 (20%)	81 (36%)	102 (31%)
All firms	103 (100%)	225 (100%)	328 (100%)

Tabelle 24: Relationship between control change and CEO turnover⁷¹

3.1.5.3 Methoden und Ergebnisse

Der Frage, ob ein CEO-Wechsel in Beziehung zu schlechter Unternehmensleistung steht, liegt folgendes ökonometrisches Modell zugrunde:

$$\begin{aligned} & \textit{Prob}(\textit{CEO replacement}) \\ &= F(\textit{past performance of the firm, size, industry dummies}) \end{aligned}$$

Um den Einfluss verschiedener Mechanismen der Corporate Governance auf einen Austausch eines CEOs zu untersuchen, werden verschiedene Faktoren (Eigentümerstruktur, Zusammensetzung des Boards, Größe des Boards, Kontrollwechsel, finanzielle Beschränkungen) in das Modell inkludiert.

Analysiert werden CEO-Wechsel, die im Zeitraum zwischen Jänner 1999 und Mai 2000 stattgefunden haben. Um die vorangegangene Unternehmensleistung zu evaluieren, wurden die Finanzdaten von 1998 herangezogen. Eine binäre Variable nimmt den Wert 1 an, wenn der amtierende CEO im Beobachtungszeitraum ernannt wurde und 0, wenn dies nicht erfolgte.

Muravyev misst die Unternehmensleistung in Form von Arbeitsproduktivität⁷². Um branchenbedingte Abweichungen zu verhindern, wird der Indikator nach Branche gewichtet.

Die Eigentümer-Variable repräsentiert den Anteil der größten Gruppen externer Aktionäre am Unternehmenskapital.

⁷¹ Vgl. Muravyev, (2003), S. 162.

⁷² Vgl. Muravyev, (2003), S. 162: Unter Arbeitsproduktivität versteht man den Quotienten aus mengenmäßiger Leistung und mengenmäßigem Arbeitseinsatz.

Um finanzielle Beschränkungen in das Modell mit aufnehmen zu können, gibt es eine Variable, die den Quotienten aus überfälligen Verbindlichkeiten und Gesamtverbindlichkeiten darstellt. Je größer der Anteil überfälliger Verbindlichkeiten an den gesamten Verbindlichkeiten ist, desto höher läuft das Unternehmen Gefahr, dass Kreditoren den Konkurs anmelden.

Als Kontrollvariablen dienen Industrie-Dummies und der natürliche Logarithmus der Beschäftigung im Jahr 1998 als Maßeinheit der Firmengröße.

Die Analyse startet mit der Grundspezifikation. Weitere Variablen werden nach und nach hinzugefügt. Allen Modellen liegt die Probit-Methode zugrunde.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Resultate für die Grundspezifikation des Modells sowie mit integrierter Variable zur Eigentümerstruktur.

Dependent variable: new CEO	1	2	3	4	5
Labour productivity	-0.5364214 -3.39***	-0.6215189 -3.28***	-0.7531932 -3.47***	-0.6233659 -2.55**	-0.6459891 -1.52
Federal state		0.0243563 2.95***	0.0224894 2.68***	0.0264077 2.94***	0.0264054 1.48
Regional state		0.0281149 3.66***	0.0253324 3.04***	0.0178117 1.98**	0.0993742 3.05***
Russian firms		0.0139544 4.15***	0.0091888 2.25**	0.0077106 1.68*	0.0115396 1.36
Russian banks		0.0171921 3.09***	0.0119467 1.92*	0.0092405 1.31	0.0004898 0.05
Others		0.0138175 3.72***	0.0096303 2.09**	0.0089538 1.73*	0.0056208 0.66
Control change			0.4541739 1.98**	0.4436808 1.80*	0.4477638 1.81*
Financial constraints				0.6526935 2.21**	0.5338269 1.77*
Labour productivity × federal state					0.0012344 0.08
Labour productivity × regional state					-0.1154126 -2.36**
Labour productivity × Russian firms					-0.0037925 -0.41
Labour productivity × Russian banks					0.01158 1.45
Labour productivity × others					0.0057188 0.66
Size	-0.0014845 -0.02	-0.1670255 -1.68*	-0.1980465 -1.83*	-0.2983327 -2.46**	-0.3629355 -2.67***
Industry dummies	Yes**	Yes*	Yes**	Yes**	Yes**
Intercept	-0.6092339 -1.22	-0.2098085 -0.32	0.030028 0.04	0.2487245 0.33	0.6535449 0.78
Number of obs.	418	353	331	288	288
Wald χ^2	23.66	61.71	60.30	52.49	65.07
Prob> χ^2	0.0013	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Pseudo R^2	0.0725	0.1905	0.2157	0.2321	0.2596

z-Statistics are reported under the coefficients.

***Significant at the 1% level.

**Significant at the 5% level.

*Significant at the 10% level.

Tabelle 25: Determinants of CEO turnover - regressions with ownership variables⁷³

Regression 1 zeigt einen negativen Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit eines Austausches des CEOs und der Unternehmensleistung. Schlechte Unternehmensleistung erhöht demnach die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Da jedoch nicht nur gezwungene Rücktritte in die Untersuchung mit einfließen, wird das Ergebnis leicht verzerrt. Trotzdem ergibt die

⁷³ Vgl. Muravyev, (2003), S. 164.

Regressionsanalyse ein starkes und signifikantes Resultat. Firmengröße und Industrie-Dummies sind in dieser Regression insignifikant.

Regression 2 beinhaltet Variablen zur Eigentümerstruktur. Auch dieses Modell ergibt eine negative Korrelation zwischen Unternehmensperformance und CEO-Wechsel. Ist ein Unternehmen im Staatseigentum, übt dies viel mehr Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels aus, als dies der Falle wäre, befände sich das Unternehmen im Besitz anderer Eigentümergruppen. Die Variable zur Unternehmensgröße zeigt geringfügige Signifikanz. Demnach ist ein CEO-Wechsel in kleinen Unternehmen wahrscheinlicher.

In Regression 3 ist die Variable für einen Wechsel in der Unternehmensleitung inkludiert. Der Koeffizient dieser Variable ist positiv und signifikant. Das bedeutet, dass ein Kontrollwechsel zu einer höheren Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels führt. Weiters führen die beiden Variablen für Leistung und Eigentümerstruktur weiterhin zu denselben Ergebnissen wie in den vorangegangenen Regressionen.

Die Variable, die finanzielle Beschränkungen im Unternehmen berücksichtigt, ist in Regression 4 inkludiert. Der Koeffizient dieser Variable ist positiv und statistisch signifikant. CEOs laufen daher in solchen Unternehmen eher Gefahr, ersetzt zu werden, die einen hohen Anteil an überfälligen Verbindlichkeiten ausweisen. Die Performance-Variable bleibt weiterhin negativ und signifikant.

Regression 5 testet die Abhängigkeit der Leistungs-Wechsel-Beziehung von der Eigentümerstruktur des Unternehmens. Die Ergebnisse zeigen eine negative Beziehung von Leistung zu Wechsel mit geringer Insignifikanz. Bis auf den Koeffizienten für das Eigentum durch ein Bundesland, sind alle anderen Koeffizienten der Eigentums-Variablen insignifikant. Allerdings ergibt sich ein negativer und statistisch signifikanter Koeffizient, der für den Zusammenhang von Bundesländer-Eigentum und Performance steht. Folglich liefert dieses Ergebnis die Erklärung dafür, dass die negative Beziehung zwischen einem CEO-Wechsel und Unternehmensperformance zu einem großen Teil darauf zurückzuführen ist, dass ein Unternehmen im Besitz eines Bundeslandes steht.

Dieselben Rahmenbedingungen werden angewendet, um die Rolle zu analysieren, die die Boards beim Austausch von CEOs spielen. Die Ergebnisse sind in folgender Tabelle zusammengefasst.

Dependent variable: new CEO	1	2	3	4	5
Labour productivity	-0.5127587 -2.79***	-0.6842477 -3.10***	-0.5277937 -2.15**	-1.547526 -2.54**	-1.460181 -1.96**
Board size	0.007011 0.03	-0.141615 -0.42	-0.3781044 -1.01	-1.406199 -1.71*	-1.325916 -1.61
Federal state	0.0190138 1.96**	0.0201130 1.88*	0.0216652 1.79*	0.0236507 1.92*	0.0292522 1.03
Regional state	0.0277752 3.83***	0.0246532 3.11***	0.0212221 2.25**	0.0214002 2.26**	0.0391695 1.79*
Russian firms	0.0126977 3.44***	0.0067582 1.35	0.0064849 1.20	0.006516 1.21	0.0073435 0.72
Russian banks	0.0062778 1.27	0.0014907 0.27	0.0015783 0.24	0.0024768 0.38	-0.0051553 -0.57
Others	0.0120912 3.17***	0.0045212 0.89	0.0058729 1.12	0.0056308 1.08	0.0098704 0.97
Control change		0.7589007 3.40***	0.7243269 2.96***	0.7313929 2.95***	0.7269602 2.91***
Financial constraints			0.6172524 1.97**	0.6108544 1.94*	0.5645048 1.78*
Labour productivity × Board size				1.041983 1.75*	1.017273 1.75*
Labour productivity × Federal state					-0.0074305 -0.24
Labour productivity × Regional state					-0.0205517 -0.78
Labour productivity × Russian firms					-0.0006742 -0.06
Labour productivity × Russian banks					0.0085223 1.33
Labour productivity × Others					-0.0041793 -0.39
Size	-0.0727773 -0.78	-0.1579179 -1.36	-0.239724 -1.87*	-0.2299727 -1.78*	-0.2472653 -1.89*
Industry dummies	No	Yes*	Yes**	Yes**	Yes**
Intercept	-0.7929924 -1.31	-0.0762662 -0.10	0.2015957 0.26	1.127387 1.09	1.088855 1.00
Number of obs.	381	317	276	276	276
Wald χ^2	40.21	46.96	43.41	46.80	51.53
Prob> χ^2	0.0001	0.0000	0.0001	0.0001	0.0002
Pseudo- R^2	0.1513	0.2117	0.2287	0.2366	0.2430

z-Statistics are reported under the coefficients. *** Significant at the 1% level. ** Significant at the 5% level. * Significant at the 10% level.

Tabelle 26: Determinants of CEO turnover - regressions with board variables⁷⁴

⁷⁴ Vgl. Muravyev, (2003), S. 167.

Regression 1 testet den Einfluss von Unternehmensleistung, Board-Zusammensetzung und –Größe auf einen CEO-Wechsel. Die Ergebnisse ähneln jenen für die Eigentümerstruktur.

Regression 2 beinhaltet wiederum eine Variable für einen Wechsel in der Unternehmensleitung. Es sind nur kleine Veränderungen in der Beziehung zwischen Unternehmensleistung und CEO-Wechsel zu beobachten.

Ähnlich die Ergebnisse in Regression 3, mit einer inkludierten Variable für finanzielle Beschränkungen.

Regression 4 setzt die Board-Größe in Bezug zur Leistung-Wechsel-Beziehung. Die Ergebnisse zeigen, dass die Sensitivität der Beziehung von CEO-Wechsel zu Unternehmensperformance mit zunehmender Größe des Boards abnimmt. Je größer also das Board, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit für einen Austausch des CEOs.

In Regression 5 sind Variablen enthalten, die eine Wechselwirkung von Unternehmensperformance und Board-Zusammensetzung prüfen. Die jeweiligen Koeffizienten zeigen allerdings keine statistische Signifikanz.

3.1.6 Studie 6: Knezevic/Pahor (2004)

3.1.6.1 Überblick

Auch diese Studie von Knezevic/Pahor, (2004) verfolgt das Ziel, zu untersuchen, ob der Wechsel von Vorstandsmitgliedern mit der Corporate Governance eines Unternehmens in Beziehung steht. Die Datenbasis bildet eine Befragung von 204 der größten, slowenischen Unternehmen im Zeitraum von 1998 bis 2004.

Eine Hypothese, die in der Untersuchung behandelt wird, ist jene, dass die untersuchten Zusammenhänge in Schwellenländern durchaus mit jenen, in entwickelten Ländern, vergleichbar sind. REB Monitoring⁷⁵ fand heraus, dass ein steigender Einfluss von Managern in positiver Relation zu Insider-

⁷⁵ Vgl. REB-Monitoring, (2003), zitiert in: Knezevic/Pahor, (2004)

Eigentumsverhältnissen steht und negativ mit der Unternehmensperformance korreliert. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch diese Studie für Slowenien, auch wenn die meisten Managementwechsel persönliche Gründe aufweisen.

Vor der Privatisierung herrschte in Slowenien, sowie in anderen Staaten Ex-Jugoslawiens, ein sozialistisches System vor. Das heißt, die Eigentümer der bestehenden Unternehmen waren das Volk, wobei in der Praxis hohe Beamte sowie Manager und Arbeiter die Kontrolle über das Unternehmen inne hielten.

Mit dem Privatisierungsgesetz wurden 1992 die rechtlichen Rahmenbedingungen für eine Privatisierung der sozialistisch-geführten Unternehmen geschaffen. Nach dem neuen Gesetz wurden die Anteile an einem Unternehmen an verschiedene Shareholder aufgeteilt: 20 Prozent an Arbeiter, 20 Prozent an den Entwicklungsfonds, welcher die Anteile an Investmentfonds versteigerte, 10 Prozent gingen an den nationalen Pensionsfonds und 10 Prozent an einen Rückerstattungsfonds. Die restlichen 40 Prozent gingen an den Betriebsrat oder an den Vorstand, soweit vorhanden, um die Anteile für den Verkauf an Insider (Arbeiter) oder Outsider (mittels öffentlicher Ausschreibung) vorzusehen. Je nachdem, an wen die Anteile verkauft wurden, kann man zwischen einer Privatisierung durch Insider bzw. Outsider unterscheiden.

Nach der Privatisierungswelle wurde durch den Companies Act 1993 die rechtliche Grundlage für eine ordentliche Corporate Governance vorgestellt. Dieser erlaubte es Unternehmen, sowohl ein ein- als auch ein zweistufiges System der Corporate Governance zu installieren. Da sich die meisten slowenischen Firmen für die Unternehmensform einer Aktiengesellschaft entschieden, wurden fast zwangsläufig zweistufige Führungsgremien mit einem Aufsichtsrat eingesetzt. Außerdem war die Eigentümerstruktur der privatisierten Unternehmen sehr stark von Insidern dominiert. Etwa 80 Prozent der Firmen wurden innerbetrieblich privatisiert. Die wichtigsten Individual-Anteilseigner waren dabei Investmentfonds (durchschnittlich 18,12 Prozent) und staatliche Fonds (durchschnittlich 16,81 Prozent).

Forschungen belegen, dass Insider-Eigentum einen positiven und signifikanten Einfluss auf das Management eines Unternehmens nimmt. Dafür gibt es einen bestimmten Grund. Insider-Eigentum kennzeichnet sich dadurch, dass ein

größerer Unternehmensanteil von gegenwärtigen und ehemaligen Beschäftigten gehalten wird. Beschäftigte sind in der Regel passive Eigentümer, die vom Management durch Vertretungsstimmrecht repräsentiert werden. Sie vergrößern auf diese Weise ihre Macht in den Unternehmen. Diese Situation hat zur Folge, dass geschäftsführende Manager sowohl ihre eigenen Interessen, als auch jene der passiv handelnden Eigentümer vertreten.

3.1.6.2 Untersuchung

Die Daten für die Analyse wurden aus 2 getrennten Quellen gewonnen. Die Grunddaten bildet ein Panel. Die Paneldaten stammen dabei aus einem Fragebogen, der an ein Set von Unternehmen adressiert wurde. Durchgeführt wurde die Untersuchung durch das Institute for South-East Europe (ISEE) im Zeitraum August/September 2003. Die abgefragten Daten beinhalten Fragen zur Eigentümerstruktur, eine Evaluierung der Einflüsse verschiedener Eigentümergruppen, zu der Zusammensetzung des Aufsichtsrats, sowie zu Charakteristiken der Geschäftsführung (Ausbildung, persönliche Charakteristiken, Amtszeit, Managementwechsel, Bezahlung) im Zeitraum von 1998 bis 2002.

204 Fragebögen wurden schlussendlich retourniert. Dabei konnten rund 1000 Beobachtungen gemacht werden. 9,7 Prozent der Unternehmen blieben unter 50 Mitarbeitern, 76 Prozent waren mittelständische Unternehmen zwischen 51 und 1000 Mitarbeitern und 14,3 Prozent waren Großunternehmen mit mehr als 1000 Mitarbeitern. Die befragten Unternehmen repräsentierten 19,5 Prozent der Gesamtverkäufe und des Gesamtvermögens slowenischer Unternehmen. Finanzdaten (Bilanz, Einkommenserklärung) wurden von der Bank of Slovenia zur Verfügung gestellt. Aus einer bestehenden Datenbank, in der die Daten von mehr als 38.000 Unternehmen enthalten sind, wurden die Finanzdaten der 204 untersuchten Unternehmen bezogen.

Bei der Variablen, die für einen Managementwechsel steht, handelt es sich um eine Platzhaltervariable, die den Wert 1 annimmt, wenn ein CEO ersetzt wird, und 0, wenn keine Auswechslung stattfindet. Da der Fragebogen keine konkrete Frage zu CEO-Wechseln beinhaltete, wurde diese Information aus den Angaben zur CEO-Amtszeit abgeleitet.

Die folgende Tabelle zeigt, dass durchschnittlich 5,6 Prozent der CEOs ihren Posten während des Beobachtungszeitraumes (1998 – 2002) verlassen haben. MBM_TURN, eine abhängige Variable, zeigt den Wechsel von zumindest einem Vorstandsmitglied an, wobei keine Beschränkung auf bestimmte Gründe des Wechsels vorliegt. Die Streuung hier liegt etwas höher, da, wie beobachtet, in 14,4 Prozent der Beobachtungen ein Mitgliederwechsel im Vorstand stattgefunden hat. Als nächster Schritt werden all jene Wechsel ausgegrenzt, die auf der Pensionierung eines Vorstandsmitgliedes basieren (MBM_TURN_1). Schlussendlich bleiben 10,3 Prozent der Fälle über, in denen ein Wechsel aus anderen Gründen als dem Ruhestand eines Vorstandes, stattgefunden hat. Es gibt durchaus auch Fälle, in denen die gesamte Vorstandsmannschaft einem Wechsel unterlag. Dies war in 6,7 Prozent der Beobachtungen bzw. mehr als 25 Prozent der Unternehmen der Fall.

Variable	N	Frequency	Mean	Std. Dev.
CEO_TURN	1478	83	0.056	0.23
MBM_TURN	1051	151	0.144	0.35
MBM_TURN_1*	1049	108	0.1029	0.3040
M_B_TURN	782	53	0.067	0.25

Tabelle 27: Management turnover in the sample period (1998-2002) ⁷⁶

Tabelle 28 gibt Aufschluss über die Charakteristiken von Vorstandsmitgliedern. Die Geschäftsführung einer slowenischen Unternehmung besteht im Schnitt aus 2 Mitgliedern (mindestens 1, maximal 11), das Durchschnittsalter beträgt 47 Jahre, sie sind 9 Jahre im Amt und seit 14 Jahren im Unternehmen beschäftigt.

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
NUM_OF_MBM	815	2.02454	1.714768	1	11
MBM_AGE	775	47.65469	7.032364	30	60
MBM_TENURE	782	9.373708	7.202299	0	30
NUM_OF_MBM_Y_IN_C	782	14.7359	9.157447	0	30

⁷⁶ Quelle: Knezevic/Pahor, (2004), S. 305

Tabelle 28: Management characteristics in the sample period (1998-2002) ⁷⁷

Wie bereits in anderen Studien, bedienten sich Knezevic/Pahor (2004) den bekannten Kennzahlen ROA, ROE und des logarithmierten Gesamtumsatzes (LTS) zur Darstellung der Unternehmensleistung. Weiters wird in der folgenden Übersicht der Mehrwert pro Arbeitnehmer in SIT (VA_EMPL (v SIT)) und das Umsatzwachstum (DTS) berücksichtigt. Als zusätzlicher Controlling-Mechanismus wird der Verschuldungsgrad (D_A) herangezogen. Aufgrund der Tatsache, dass nicht alle untersuchten Unternehmen an der Börse gelistet sind, stehen keine Markt-basierten Variablen zur Verfügung.

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
ROA	1248	.0420783	0.0953129	-.9338509	1.290028
ROE	1249	.0508661	0.4328771	-1	13.12499
LTS	1240	14.74601*	1.522027	8.019613	18.73802
DTS	1010	0.1136257	.2363725	-.9996545	2.223158
VA_EMPL (v SIT)	1235	7397.51	23699.2	21288.46	-634432
D_A	1247	.4082891	.2430491	.0001668	1

Tabelle 29: Accounting and economic measures of companies' performance in the sample period (1998-2002) ⁷⁸

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal für die untersuchten Unternehmen sind die Eigentumsverhältnisse. Dabei kann man vier Kategorien unterscheiden: Eigentum durch den Staat und Investmentfonds (OWN_FUNDS); Internes Eigentum (Arbeitnehmer, frühere Arbeitnehmer, pensionierte Arbeitnehmer und deren Angehörige)(OWN_INTERNAL); Eigentum durch das Management (OWN_MANAGEMENT); und schlussendlich Eigentum durch aus- und inländische Unternehmen (juristische Personen, ausgenommen Banken)(OWN_D_F_COMP). Vergleicht man die Eigentumsverhältnisse mit jenen, aus der Zeit direkt nach der Privatisierungswelle, kann man feststellen, dass die Anteile von Staat und Investmentfonds, sowie jene von Insidern abnehmen. Die beiden anderen Gruppen hingegen bauen ihre Eigentumsanteile weiter aus. Die größten

⁷⁷ Quelle: Knezevic/Pahor, (2004), S. 306

⁷⁸ Quelle: Knezevic/Pahor, (2004), S. 306

Anteilseigner (C1) besitzen durchschnittlich 34,7 Prozent, wobei die fünf größten davon einen durchschnittlichen Anteil von 61,3 Prozent halten.

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
OWN_FUNDS	1136	28.52	26.75343	0	100
OWN_D_F_COMP	1135	32.8617	37.20512	0	100
OWN_INTERNAL	1135	17.39432	22.12241	0	100
OWN_MANAGEMENT	1135	4.011274	13.40791	0	100
C1	562	34.70509	20.15121	5.978	99.773
C5	556	61.30509	20.66918	10.000	100

Tabelle 30: Ownership structure and concentration in the sample period (1998-2002) ⁷⁹

Was die Zusammensetzung des Aufsichtsrates anbelangt, ist in slowenischen Firmen ein maßgeblicher Teil für firmeninterne Personen reserviert. Vertreter des Managements, sowie der Belegschaft (SB_INTER) haben einen Anteil von 38,89 Prozent. Der Staat, sowie Investmentfonds (SB_FUNDS), sind mit Ihren Repräsentanten zu 20,48 Prozent in Aufsichtsräten vertreten während unabhängige Experten (SB_INDEP) mit einem Prozentsatz von 24,8 in Aufsichtsräten sitzen. Weitere Mitglieder des Aufsichtsrates: Bankenvertreter (SB_BANKS) mit durchschnittlich 0,82 Prozent sowie Vertreter anderer Unternehmen (SB_NON_FIN) mit 9,6 Prozent. Der durchschnittliche Aufsichtsrat in Slowenien besteht aus 2,5 Mitgliedern (mindestens 0, maximal 17).

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
SB_SIZE	945	4.843386	2.539272	0	17
SB_BANKS	905	.8236429	4.541034	0	33.33333
SB_FUNDS	905	20.48298	22.66854	0	100
SB_NON_FIN	905	9.623736	20.91144	0	100
SB_INTER	905	38.89083	21.97612	0	100
SB_INDEP	905	24.82122	27.33509	0	100

⁷⁹ Quelle: Knezevic/Pahor, (2004), S. 306

Tabelle 31: Size and structure of Supervisory Boards in the sample period (1998-2002) ⁸⁰

3.1.6.3 Methoden

Managementwechsel definiert sich, wie bereits oben erwähnt, als dichotome Variable, der ein Logit Modell zugrunde liegt:

$$\ln\left(\frac{P(\text{Managementwechsel})}{1-P(\text{Managementwechsel})}\right) = f(\text{Leistungsvariablen}, \text{Eigentümerstrukturvariablen}, \text{Aufsichtsratsvariablen}, \text{Variablen von Managementcharakteristiken und Schulden}) + \varepsilon.$$

Obwohl ein Panel Datensatz vorliegt, wurde die Methode der kleinsten Quadrate angewandt, nachdem die Durchführung eines rho-Tests zur Panel Spezifikation keine signifikanten Ergebnisse lieferte.

Der Hauptzweck der Studie ist die Analyse folgender Hypothesen:

H1: *Es besteht ein umgekehrter Zusammenhang zwischen einem Managementwechsel und der Unternehmensperformance. Je schlechter die Unternehmensperformance, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit für einen Mitgliederwechsel in der Geschäftsführung.*

H2: *Je höher der Anteil an firmeninternen Eigentümern, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit für einen Mitgliederwechsel in der Geschäftsführung.*

H3: *Je höher der Eigentumsanteil von aus- und inländischen Unternehmen, desto höher die Wahrscheinlichkeit für einen Mitgliederwechsel in der Geschäftsführung.*

H4: *Die Zusammensetzung des Aufsichtsrates nimmt Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit für einen Mitgliederwechsel in der Geschäftsführung. Je höher die Konzentration an Beschäftigten im Aufsichtsrat, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit für einen Mitgliederwechsel in der Geschäftsführung.*

⁸⁰ Quelle: Knezevic/Pahor, (2004), S. 306

H5: *Bei älteren Managern, mit einer längeren Amtszeit, ist die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels geringer. Je länger ein Manager seine Position bereits inne hat, desto unwahrscheinlicher ist es, dass dieser durch einen anderen ersetzt wird. Ältere Manager, mit einer längeren Amtszeit, verbleiben in ihrer Position normalerweise bis zu ihrer Pensionierung.*

3.1.6.4 Ergebnisse und empirische Analyse

Knezevic/Pahor begründen ihre Prognose auf 2 Modellen.

Das erste Modell beinhaltet folgende unabhängige Variablen: Leistungsvariablen, Variablen der Eigentümerstruktur, die Bruttointensität M für die Umverteilung von Beteiligungen⁸¹, Variablen des Aufsichtsrats sowie Variablen zu Management Charakteristiken. Das Basismodell wurde erweitert, indem 2 zusätzliche Gruppen zu den Kontrollvariablen hinzugefügt wurden. Die erste Gruppe betrifft den Aufwand in Bezug auf die Unternehmenscharakteristiken im Jahr 1997. Die zweite Gruppe beinhaltet Kontrollvariablen zur Eigentümerkonzentration.

Im zweiten Modell wurde die Variable M herausgenommen. Stattdessen wurde eine Variable mit hinzugezogen, die Änderungen in der Eigentümerstruktur berücksichtigt. Alle anderen unabhängigen Variablen sowie die beiden zusätzlichen Kontrollvariablen sind gleich wie im ersten Modell.

Der folgende Teil der Studie gibt Aufschluss über die getesteten Variablen: Wechsel von zumindest einem Mitglied der Geschäftsführung, CEO-Wechsel und Austausch der gesamten Geschäftsführung.

3.1.6.4.1 Wechsel von zumindest einem Mitglied der Geschäftsführung, unter Berücksichtigung aller möglichen Gründe für den Wechsel

Die Ergebnisse zu dieser Frage stehen im Einklang mit der Principal-Agent Theorie und bestätigen die erste Hypothese H1. Der Koeffizient des ROA ist negativ und signifikant (auf einem 5 Prozent Signifikanz-Level) in den getesteten

⁸¹ $M(t) = \frac{1}{2} \sum_i |d_{ij}(t) - d_{ij}(t-2)|$, wobei $d_{ij}(t)$ und $d_{ij}(t-2)$ Anteile am Beteiligungskapital der Gruppe i am Unternehmen j in den Jahren t und $t-2$ sind und N die Gesamtheit aller untersuchten Unternehmen ist.

Modellen, ausgenommen jener, in denen die Eigentümerkonzentration als Kontrollvariable eingesetzt wurde. Die Wahrscheinlichkeit eines Management-Wechsels steigt, sobald der ROA eines Unternehmens negativ ist. Ein negativer und signifikanter (auf einem 10 Prozent Signifikanz-Level) Koeffizient des Umsatzwachstums (Δ_{TS}), eine weitere Alternative zur Messung der Performance, bedeutet, in Zusammenhang mit steigendem Umsatz, eine Abnahme im Management-Wechsel.

Was Änderungen bei den Eigentumsverhältnissen anbelangt, ist die Variable M positiv und signifikant im Basis-Modell sowie im Modell unter Berücksichtigung der Variable Unternehmensperformance von 1997. Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Management Wechsel steigt, sobald Eigentumsveränderungen eintreten. Ebenso wurden jene Einflüsse getestet, die bei einer Änderung einer bestimmten Eigentümergruppe auftreten. Die Ergebnisse stützen die Hypothese H3, wonach ein erhöhter Eigentumsanteil durch in- und ausländische Unternehmen eine steigende Wahrscheinlichkeit des Wechsels von Vorstandsmitgliedern zufolge hat.

Hinsichtlich der Charakteristiken von Vorstandsmitgliedern kamen Knezevic/Pahor zu folgenden Ergebnissen: Die durchschnittliche Amtszeit (Anzahl an Jahren in der Funktion) ist leicht negativ und signifikant (auf 5 und 10 Prozent Levels). Das bedeutet, dass Vorstandsmitglieder, die sich bereits seit längerer Zeit im Unternehmen befinden, mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit ersetzt werden. Die veränderliche Anzahl an Vorstandsmitgliedern ist positiv und signifikant. Aus je mehr Mitgliedern ein Vorstand also besteht, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Mitglied durch eine andere Person ersetzt wird.

3.1.6.4.2 CEO-Wechsel

Bei den Ergebnissen zum CEO-Wechsel zeigt sich ein anderes Bild. Die Wahrscheinlichkeit für einen CEO, durch eine andere Person ersetzt zu werden, korreliert nicht signifikant mit der Unternehmensperformance. Dies ergibt sich aus der Messung der ROA Variable. Nichtsdestotrotz korreliert der CEO-Wechsel signifikant und negativ mit den Wirtschaftlichkeitskennzahlen, was sich beispielsweise im Umsatzwachstum zeigt. In Bezug auf die

Unternehmensperformance kann die Hypothese H1 zumindest nicht verworfen werden.

Einige CEO-Charakteristiken zeigten Signifikanz in den angewandten Modellen. Die CEO-Amtszeit war in fast allen getesteten Modellen negativ und signifikant. Ebenso das Alter eines CEOs. Dies stützt die Hypothese H5. Die Anzahl an Jahren, die ein CEO im Unternehmen gearbeitet hat, hat ebenfalls einen negativen und signifikanten Koeffizienten.

Die Variable M war in 2 getesteten Modellen positiv und signifikant (nicht signifikant im Modell mit den Kontrollvariablen der Eigentümerkonzentration). Andere Variablen der Eigentümerstruktur haben keinen Einfluss auf einen CEO-Wechsel.

Interessante Ergebnisse lieferte die Untersuchung, inwieweit sich die Zusammensetzung der Geschäftsführungsmannschaft auf einen CEO-Wechsel auswirkt. Je höher der Anteil an unabhängigen Experten in der Geschäftsführung ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Dies führt zu dem Schluss, dass unabhängige Experten gute Kontrollorgane sind.

3.1.6.4.3 *Auswechslung der gesamten Geschäftsführung*

Der Austausch der gesamten Geschäftsführung steht im negativen Zusammenhang zur Unternehmensperformance. Was die Management-Charakteristiken angeht, zeigen die Anzahl an Vorstandsmitgliedern und die Anzahl der Jahre, in denen Manager im Unternehmen beschäftigt waren, Signifikanz und eine negative Beziehung zur Auswechslung der gesamten Geschäftsführung.

4 VERGLEICHENDE ANALYSE

4.1 Die Gründe für das Ausscheiden eines CEOs

Die allgemeine Literatur unterscheidet drei Typen für das Ausscheiden bzw. den Wechsel eines CEOs⁸²:

1. Unfreiwilliger Wechsel
2. Unabdingbarer Wechsel
3. Freiwilliger Wechsel

Im Fokus des Interesses stehen hauptsächlich die Ursachen des unfreiwilligen Wechsels, z. B. aufgrund schlechter Unternehmensperformance. Infolge unzureichenden Umfangs der herangezogenen Datenquellen, fällt es oftmals schwer, den genauen Grund eines CEO-Wechsels zu identifizieren. Dies ist auch der Grund dafür, dass sowohl unabdingbare Wechsel (Pensionierung, Tod) als auch freiwillige Wechsel, z. B. aus persönlichen Gründen, in den Untersuchungen der Autoren Berücksichtigung finden, wie dies z. B. bei BRUNELLO/GRAZIANO/PARIGI der Fall ist.

MURAVYEV zählt in seiner Studie einige Gründe für einen CEO-Wechsel auf. Er beruft sich dabei auf die wirtschaftswissenschaftliche Literatur und bleibt bei seiner Klassifizierung am bereits vorgestellten Modell. Als Gründe eines unfreiwilligen Wechsels führt er die Pensionierung, gesundheitliche Probleme sowie den Tod des CEOs an. Der Fokus seiner Studie liegt allerdings in der Untersuchung von erzwungenen CEO-Wechseln, die als negativer Anreiz eingesetzt werden, um unternehmensinterne Ungleichgewichte zu korrigieren.

DEDMAN/LIN gehen in ihrer Analyse einen etwas anderen Weg und untersuchen die Auswirkungen einer öffentlichen Verlautbarung eines CEO-Wechsels. Doch auch sie untersuchen den Einfluss verschiedener Ausscheidungsgründe auf die Reaktion des Marktes auf eine entsprechende Veröffentlichung der Information. In der Regel wird die Meldung über einen Austausch eines CEO zunächst durch

⁸² Vgl. Salomo, (2001) S. 46.

sinkendes Anlegervertrauen begleitet. Dies ist weitgehend unabhängig davon, aus welchem Grund dieser Austausch stattgefunden hat. Vielmehr spielt es in diesem Zusammenhang eine Rolle, in welcher Form die Veröffentlichung stattgefunden hat. Eine offizielle Verlautbarung wird von den Investoren besser angenommen als eine inoffizielle, bspw. infolge journalistischer Nachforschungen.

4.2 Corporate Governance, Unternehmensleistung und CEO-Wechsel

Wie bereits eingangs erwähnt, stellen die Regelungen einer Unternehmensverfassung das Ergebnis eines Konfliktaustragungsprozesses dar. Im Rahmen der neuen Institutionenökonomie, dient unter anderem die Prinzipal-Agenten-Theorie dazu, die Struktur und die Verhaltenswirkungen der beteiligten Interessensgruppen zu analysieren. Prinzipal und Agent sind vertraglich aneinander gebunden. Der Vertrag regelt die Delegation von Aufgaben des Prinzipals an den Agenten. Es ist daher naheliegend, dass der Prinzipal eine gewisse Kontrolle über den Agenten ausüben möchte, um die vertragsgemäße Erfüllung der delegierten Aufgaben zu überwachen. Tatsache dabei ist jedoch, dass eine Kontrolle des Agenten in der Regel nur sehr schwer möglich ist. Aus diesem Grund wählt der Prinzipal, in unserem Fall das Kontrollorgan im Unternehmen (Aufsichtsrat, Board), die Unternehmensperformance als Kontrollvariable zur Messung der Performance des Agenten (CEO).

Auf dieser Grundlage basieren auch die in die in dieser Diplomarbeit vorgestellten Studien. Die Ergebnisse, im Hinblick auf die Performance-Wechsel-Beziehung, werden in diesem Abschnitt miteinander verglichen und auf Unterschiede bzw. Gemeinsamkeiten untersucht.

DEDMAN/LIN bedienen sich zur Messung der Unternehmensperformance der Leistungskennzahl des Returns on total assets (ROA). In sämtlichen analysierten Unternehmen im UK, in denen ein CEO-Wechsel stattgefunden hat, konnte in den 3 Jahren vor dem Abgang ein rückläufiger ROA festgestellt werden. Auch im selben Jahr, in dem der CEO-Wechsel über die Bühne ging, war der ROA nochmals sinkend. Die Ursache dafür ist jedoch bereits beim Nachfolger des scheidenden CEOs zu suchen, der im ersten Jahr nach seinem Amtseintritt in

hohem Einkommen badet während er die Schuld für das schlechte Ergebnis noch auf seinen Vorgänger abwälzen kann.

SUCHARD/SINGH/BARR untersuchten den Zusammenhang von Corporate Governance, Unternehmensperformance und CEO-Wechsel in australischen Unternehmen. Australische Unternehmen ähneln, hinsichtlich ihrer Board-Strukturen und –Mechanismen, britischen Unternehmen. Von daher scheint es auch nur wenig verwunderlich, dass auch in dieser Untersuchung ein signifikanter, negativer Zusammenhang zwischen vorangegangener Performance und einem CEO-Wechsel bewiesen werden konnte. Dem Ergebnis liegt die Durchführung eines Logit-Modells zugrunde und die Performance wurde anhand der Aktienerträge der jeweiligen Unternehmen in der untersuchten Periode gemessen. Die Untersuchungen wurden durch die Einbeziehung unterschiedlicher Einflussgrößen variiert. Unter anderem berücksichtigten die Autoren den Einfluss unterschiedlicher Board-Strukturen auf die Beziehung zwischen Unternehmensperformance und CEO-Wechsel. Dabei wurde festgestellt, dass non-executive Directors und independent Directors die Monitoring-Aufgaben am besten erfüllen und somit die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels erhöhen. Ebenfalls in einem Logit-Modell, wurde der Zusammenhang zwischen aktueller Performance und CEO-Wechsel untersucht. Wie erwartet, nimmt der Koeffizient der Leistungsvariable einen negativen Wert an. Allerdings zeigt dieser keine Signifikanz, weshalb die Behauptung, dass ein Board einen CEO wegen schlechter laufender Performance feuert, nicht gestützt werden kann.

LAUSTEN untersucht ebenfalls, ob der Austausch eines CEOs in einer Beziehung zu vorangegangener Unternehmensperformance steht. Sie untersucht dies für ein Sample dänischer Unternehmen. Die dänische Corporate Governance unterscheidet sich deutlich von jener in den USA oder auch UK. Trotzdem liefert die Studie von LAUSTEN sehr ähnliche Ergebnisse, wie jene ihrer Vorgänger.

Die dänische Gesetzgebung sieht ein zweistufiges System der Corporate Governance vor. Dies unterscheidet dänische Unternehmen von jenen im UK oder in Australien. Viel eher entspricht es dem deutschen System, das auch als Vorbild für das dänische galt. Der Messung der Unternehmensperformance liegen die buchhalterischen Gewinne und Umsätze der entsprechenden Periode zugrunde.

Da es sich beim CEO-Wechsel um eine dichotome Variable handelt – d. h. sie kann entweder den Wert null oder eins annehmen – basiert auch diese Analyse auf der logistischen Regression. Trotz der Unterschiede in der Corporate Governance, wurde auch für dänische Unternehmen eine inverse Relation zwischen CEO Wechsel und Unternehmensleistung bewiesen. Somit deckt sich dieses Ergebnis mit den Aussagen der beiden vorangegangenen Studien von DEDMAN/LIN und SUCHARD/SINGH/BARR. In einer weiteren Regression wurde der Einfluss der Unternehmensgröße auf die Performance-Wechsel-Beziehung untersucht. Die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels steigt demnach mit zunehmender Unternehmensgröße. Auch SUCHARD/SINGH/BARR kamen zu dem Ergebnis, wonach größere Unternehmen eher auf Performance-Schwankungen ansprechen und sich demnach auch eher gezwungen sehen, diesen Leistungsabfällen durch den Wechsel des CEOs Rechnung zu tragen. Begründet wird dies dadurch, dass größere Unternehmen die Interessen mehrerer Stakeholder zu befriedigen haben, was wiederum ein stärkeres Monitoring durch Investoren zur Folge hat.

Italiens Corporate Governance steht im Fokus von Studie 4 von BRUNELLO/GRAZIANO/PARIGI. Viele der italienischen Unternehmen stehen im Familienbesitz und sind durch Insider geprägt. Von daher sind die Unternehmenscharakteristiken durchaus mit jenen der dänischen Unternehmen in der Studie von LAUSTEN vergleichbar. In ihrer Studie legen die Autoren einen besonderen Schwerpunkt darauf, in welchem Ausmaß ein CEO-Wechsel von Unternehmensperformance und der Eigentümerstruktur beeinflusst wird.

Als Leistungskennzahl dient in der Studie von BRUNELLO ET AL. der Unternehmensgewinn EBITDA (Einnahmen vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Abgrenzung). Um auch auf Markteinflüsse reagieren zu können, wurde die Variable STOCK RETURN (Aktienertag) in das Modell integriert. Infolge der binären Variable CEO-CHANGE schätzten die Autoren ein Probit-Modell, das im Wesentlichen als gleichwertige Alternative zum bisher eingesetzten Logit-Modell herangezogen werden kann.

Das wichtigste Ergebnis der Untersuchung ist ein negativer und signifikanter Zusammenhang zwischen einem CEO-Wechsel und Änderungen im

Betriebsergebnis. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Regression mit der Variable des EBITDA, des Aktienertrages oder mit beiden Variablen durchgeführt wird. Somit deckt sich auch dieses Resultat mit jenen der drei bereits vorgestellten Studien. Weitere durchgeführte Regressionen beinhalten Variablen zur Corporate Governance sowie zu CEO-Charakteristiken. Das Alter des CEOs spielt dabei niemals eine signifikante Rolle, wobei hingegen die Amtszeit sehr wohl Einfluss auf die Entscheidung über einen CEO-Wechsel nimmt. Je länger ein CEO in seiner Position verweilt, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit für seine Auswechslung. Dieses Ergebnis deckt sich auch mit dem Resultat von LAUSTEN, die ebenfalls diesen Nachweis erbracht hat. Auch bei ihr ließen sich keine signifikanten Einflüsse für die Rolle des Alters feststellen. Was die Firmengröße betrifft, decken sich die Ergebnisse von BRUNELLO/GRAZIANO/PARIGI nicht mit jenen ihrer Kollegen. Die Größe des Unternehmens hat bei einem CEO-Wechsel, laut ihren Erkenntnissen, keinen Einfluss. Dies könnte daran liegen, dass die Anzahl an großen Unternehmen nicht ausreichend ist, um zu signifikanten Ergebnissen zu gelangen.

Bisher wurden durchwegs Studien vorgestellt, die in westlichen Industrieländern durchgeführt wurden. MURAVYEV lässt durch seine Untersuchung von russischen Unternehmen einen Vergleich zu, in wie weit sich diese bisher gewonnenen Erkenntnisse, mit jenen, in ehemals sozialistischen Wirtschaftssystemen gewonnenen, decken. Russische Unternehmen wurden nach Ende des zentralistischen Systems Anfang der 90 Jahre privatisiert. Die Manager wurden oft aus den alten Strukturen übernommen. Nicht immer stellten diese Manager die optimale Besetzung der jeweiligen Leitungsfunktion dar, was Ende der 90er Jahre eine Welle an CEO-Wechseln nach sich zog.

Da MURAVYEV seinen Fokus auf gezwungene Abgänge von CEOs legte, spielen natürlich Leistungsvariablen sowie Variablen der Corporate Governance eine entscheidende Rolle. Im Zuge der Privatisierung der Unternehmen wurden Unternehmensanteile an die Belegschaft der Firmen übergeben. Die Frage, der auch MURAVYEV in seiner Untersuchung nachging, ist die, wie sich derartiges Insider-Eigentum auf die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels auswirkt. Wie sich zeigt, ist ein CEO-Wechsel in jenen Unternehmen weniger wahrscheinlich, in denen Insider als Mehrheitsaktionäre beteiligt sind.

Was die Performance-Wechsel-Beziehung angeht, zieht MURAVYEV eine andere als die bisher verwendeten Leistungsvariablen für sein Modell heran. Er misst die Unternehmensleistung in Form von Arbeitsproduktivität und gewichtet sie nach der jeweiligen Branche. Auch er zieht das Probit-Modell für seine Auswertungen heran.

Schlechte Unternehmensleistung erhöht die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Dies ist die zentrale Aussage auch in dieser Studie und somit deckt sich dieses Ergebnis wieder mit jenen der anderen Autoren in dieser Arbeit. Auch in Russland spielt die Firmengröße dabei keine signifikante Rolle. Sehr wohl eine Rolle spielt es, wenn innerhalb des Unternehmens ein Austausch der Unternehmensleitung stattfindet. Dies führt mit höherer Wahrscheinlichkeit zu einem CEO-Wechsel.

KNEZEVIC/PAHOR sehen sich in ihrer Untersuchung von slowenischen Unternehmen einer ähnlichen Problematik gegenübergestellt wie bereits zuvor MURAVYEV. Sie legen sogar in einer eigenen Hypothese fest, dass die untersuchten Zusammenhänge in Schwellenländern durchaus mit jenen in entwickelten Ländern vergleichbar sind. Nach der Privatisierungswelle Anfang der 90er Jahre, war die Eigentümerstruktur der Unternehmen sehr stark von Insidern geprägt, da etwa 80 Prozent der Firmen innerbetrieblich privatisiert wurden. Nachdem sich die meisten slowenischen Firmen für die Unternehmensform einer AG entschieden, wurden fast zwangsläufig zweistufige Führungsgremien eingesetzt.

Auch KNEZEVIC/PAHOR verwenden das Logit-Modell, nachdem auch bei ihnen die Variable für einen CEO-Wechsel nur binäre Werte annehmen kann. Zur Darstellung der Unternehmensleistung bedienen sie sich der bekannten Kennzahlen Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) sowie des logarithmierten Gesamtumsatzes. Als einzige der sechs untersuchten Studien, kommt diese zu keinen klaren Ergebnissen zur Performance-Wechsel-Beziehung. Je nachdem, welche Leistungsvariable in der Regression Berücksichtigung findet, erhält man unterschiedliche Resultate. Vor allem der ROA führt zu keinen signifikanten Schlüssen. Anders verhält es sich mit der Einbeziehung des Umsatzwachstums, welches signifikant und negativ mit einem CEO-Wechsel

korreliert, was wiederum den bisherigen Erkenntnissen entsprechen würde. Ein Zusammenhang von Unternehmensperformance und CEO-Wechsel kann demnach weder bestätigt noch verworfen werden.

Gemeinsamkeiten finden sich hingegen wieder hinsichtlich der Einflussvariablen der Amtszeit. Auch bei KNEZEVIC/PAHOR nahm ihr Koeffizient einen signifikant negativen Wert an. Während z. B. LAUSTEN keine Wechselwirkung zwischen dem Alter eines CEOs und dessen Absetzung nachweisen konnte, gelang es KNEZEVIC/PAHOR sehr wohl, diesen Zusammenhang festzustellen.

4.2.1 Die Veröffentlichung eines CEO-Wechsels und deren Auswirkungen

DEDMAN/LIN sowie SUCHARD/SINGH/BARR gehen in ihren Untersuchungen, zusätzlich zu den bereits vorgestellten Forschungsfragen, noch einem anderen Fokus nach. Sie untersuchen die Reaktion des Marktes auf die Veröffentlichung eines CEO-Wechsels. Ein CEO-Abgang wird, nach den Erkenntnissen von DEDMAN/LIN, in der Regel einen negativen Effekt am Markt nach sich ziehen. Dabei ist es von besonderer Bedeutung, welche Informationen an die Öffentlichkeit weitergegeben werden. Werden neben der Nachricht des Abganges des CEO auch Informationen zum unmittelbaren Nachfolger veröffentlicht, wird die negative Information des Abtritts dadurch verwässert und infolge dessen ist auch kein negativer Markteffekt zu erwarten. Ansonsten ist bei einer Verlautbarung mit einer signifikant negativen Marktreaktion zu rechnen. Den größten negativen Einfluss auf den Markt haben solche Meldungen, die auf inoffiziellem Weg über die Medien an die Öffentlichkeit dringen. Das Ausmaß dessen, wie der Markt auf die Meldung eines CEO-Wechsels reagiert, ist außerdem maßgeblich vom Ausscheidungsgrund abhängig.

Die Erkenntnisse von SUCHARD/SINGH/BARR auf diesem Gebiet decken sich weitgehend mit jenen von DEDMAN/LIN. Durch eine Event Study wurde die Auswirkung der Bekanntgabe eines CEO-Wechsels auf den aktuellen Aktienkurs untersucht. Am Tag der Veröffentlichung wurden noch positive außergewöhnliche Renditen gemessen. Die Ergebnisse wiesen jedoch keine Signifikanz auf. Am Tag nach der Veröffentlichung allerdings konnten signifikante negative außergewöhnliche Renditen verzeichnet werden. Die Schlussfolgerung daraus ist

jene, dass auf die Meldung des Abganges verzögert reagiert wird, bzw. dass die Information erst am nächsten Tag an die Öffentlichkeit dringt.

5 SCHLUSSBETRACHTUNG

Zweck dieser Arbeit ist es, einen Überblick über die bestehenden Studien zu bekommen, die sich mit den Wechselwirkungen von Corporate Governance, Unternehmensleistung und einem CEO-Wechsel auseinander setzen. Nach einer theoretischen Betrachtung der Corporate Governance und Einflussvariablen eines CEO-Wechsels, werden sechs Studien aus einschlägigen Fachzeitschriften dargestellt und zusammenfassend betrachtet. In zwei der vorgestellten Studien werden auch Aspekte der Veröffentlichung eines CEO-Wechsels behandelt. Diese beiden Untersuchungen werden ebenfalls in der vorangegangenen zusammenfassenden Betrachtung dargestellt.

Eine Gegenüberstellung der einzelnen Studien ist weitgehend möglich, da sich die Autoren vielfach gleicher, oder zumindest vergleichbarer, Methoden und Variablen bedienen, um die Zusammenhänge zwischen Unternehmensleistung und CEO-Wechsel aufzuzeigen. Die KPIs die zur Darstellung der Unternehmensleistung herangezogen werden, sind ROA, ROE, der logarithmierte Gesamtumsatz sowie der Unternehmensgewinn EBITDA.

In fünf der sechs Untersuchungen konnte ein signifikanter, negativer Zusammenhang zwischen Unternehmensleistung und CEO-Wechsel dargestellt werden. KNEZEVIC/PAHOR konnten unter Einbeziehung der Leistungsvariable ROA zu keinen signifikanten Ergebnissen gelangen. Anders verhält sich das Ergebnis unter Einbeziehung des Umsatzwachstums, wodurch sich wiederum ein negativer und signifikanter Zusammenhang zwischen Performance und CEO-Abgang ergibt. Folglich lässt sich auch in dieser Studie die Performance-Wechsel-Beziehung nicht verwerfen, jedoch auch nicht bestätigen.

Die Ergebnisse lassen sich demnach durch die folgende Aussage zusammenfassen: Je schlechter die vergangene Performance eines Unternehmens gewesen ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit für eine Auswechselung des aktuellen CEOs.

Auf Basis dieser Erkenntnis, folgt in den untersuchten Studien eine Diskussion über den Einfluss unterschiedlicher Unternehmensvariablen sowie CEO-

Charakteristiken. Auf Unternehmensseite haben Variablen wie die Eigentümerstruktur oder die Zusammensetzung eines Boards einen erheblichen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Auf Seite der CEO-Charakteristiken sind dies Variablen wie die Amtszeit oder das Alter eines CEOs.

6 LITERATUR

Audas, R., Dobson, S., Goddard, J., 2001. The Impact of managerial change on team performance in professional sports. *Journal of Economics & Business*, 54 (2002), S. 633-650.

Bosch, H., 1991. Corporate Practices and Conduct. Information Australia, Melbourne.

Brunello, G., Graziano, C., Parigi, B.M., 2003. CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking & Finance* 27, S. 1027-1051.

Chmielewicz, K., 1993: Unternehmensverfassung, in: Wittmann, W. et al. (Hrsg.), *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, Bd. 3, 5. Aufl., Stuttgart, S. 4399-4417.

Conyon, M.J., Peck, S.I., 1998. Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal* 41, 146–157.

Cosh, A., Hughes, A., 1997. Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings. *International Journal of Industrial Organization* 15, S. 469 – 492.

Coughlin, A., Schmidt, R., 1985. Executive compensation, management turnover and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7, S. 43 – 66.

Dedman, E. / Lin, S. W.-J., 2001. Shareholder wealth effects of CEO departures: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 8 (2002) S. 81 – 104.

Eisenhardt, K. M., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1 (Jan., 1989), S. 57-74.

Franke, G., 1993. Agency-Theorie, in: Wittmann, W., et al. (Hrsg.). *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 5. Aufl., Stuttgart, S. 37-57.

Frese, E., 1993: Führung, Organisation und Unternehmensverfassung, in: Wittmann, W. et al. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Bd. 1, 5. Aufl., Stuttgart, S. 1284-1299.

Friedman, S. D., Singh, H., 1989. CEO succession and stockholder reaction: The influence of organizational context and event content. *Academy of Management Journal*, 32, 4, S. 718-744.

Furtado, E., Karan, V., 1990. Causes, consequences and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence. *Financial Management*, 1990, S. 60 – 75.

Furtado, E., Rozeff, M., 1987. The wealth effects of company initiated management changes. *Journal of Financial Management*, S. 147 – 160.

Greve, H. R., 1998. Performance, aspirations, and risky organizational change. *Administrative Science Quarterly*, 43, S. 58-86.

Harrison, J. R., Torres, D. L., Kukalis, S., 1988. The changing of the guard: Turnover and structural change in top-management positions. *Administrative Science Quarterly* 33, S. 211-232.

Hauschildt, J., 2001: Unternehmensverfassung – Grundlagen und Anwendung, in: Festel, G. et al. (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre für Chemiker, Berlin u.a., S. 8-22.

Johnson, W., Magee, R., Nagarajan, N., Newman, H., 1985. An analysis of the stock rce reaction to sudden executive deaths: implications for the managerial labor market. *Journal of Accounting and Economics*, 1985, S. 151 – 174.

Jones, F.L., 1987. Current techniques in bankruptcy prediction. *Journal of Accounting Literature* 6, S. 131 – 164.

Kaplan, S., 1997. Corporate governance and corporate performance: a comparison of Germany, Japan and the US. *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 86–93.

Kaplan, S. N., 1994. Top executives, turnover, and firm performance in Germany. *The Journal of Law, Economics, and Organization* 10(1), S. 142-159.

Kim, Y., 1996. Long-term firm performance and chief executive turnover: An empirical study of the dynamics. *The Journal of Law, Economics, and Organization* 12(2), S. 480-496.

Knezevic, L., Pahor, M., 2004. The Influence of Management Turnover on Enterprise Performance and Corporate Governance: The Case of Slovenia. *Economic and Business Review*, Vol. 6, No. 4, S. 297-324.

Koning, R.H., 2003. An econometric Evaluation of the Effect of firing a Coach on Team Performance. *Applied Economics*, 2003, 35, S. 555-564.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, S. 471–517.

Lausten, M., 2002. CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization* 20 (2002), S. 391-414.

Lennox, C., 1999. Identifying failing companies: a re-evaluation of the logit, probit and DA approaches. *Journal of Economics and Business* 51, S. 347 – 364.

Lev, B., Penman, S., 1990. Voluntary forecast disclosures, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research* 28, S. 49 – 76.

Lewellen, W., Park, T., Ro, B., 1996. Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics* 21, S. 227 – 251.

Macharzina, K., 2003: Unternehmensführung – Das internationale Managementwissen. Konzepte – Methoden – Praxis. 4. Auflage, Gabler, Wiesbaden 2003.

MacKinlay, A., 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economics Literature* 35, S. 13 – 39.

Muravyev, A., 2003. Turnover of Senior Managers in Russian Privatised Firms. *Comparative Economic Studies*, 2003, 45, S. 148-172.

Murphy, K. J., 1999. Executive compensation, in: Ashenfelter, O. C., Card, D. (Hrsg.). *Handbook of Labor Economics*, Elsevier, Amsterdam, Chapter 48, S. 2485-2563.

Pourciau, S., 1993. Earnings management and non-routine executive changes. *Journal of Accounting and Economics* 16, S. 317 – 336.

Reinganum, M.R., 1985. The effect of executive succession on stockholder wealth. *Administrative Science Quarterly*, 1985, S. 46 – 60.

Riekhof, H.-C., 1984: Unternehmensverfassungen und Theorie der Verfügungsrechte – Methodische Probleme, theoretische Perspektiven und exemplarische Fallstudien, Wiesbaden 1984.

Roland, G. 2000. *Transition and economics: politics, markets, and firms.* The MIT Press: Cambridge, MA.

Russian Economic Barometer-Monitoring (REB-Monitoring), Moskau (2003), Ownership Concentration and Corporate Performance: The Case of Russia. Manuskript.

Salomo, S., 2001: Wechsel der Spitzenführungskraft und Unternehmenserfolg. *Betriebswirtschaftliche Forschungsergebnisse*, Bd. 119, Duncker & Humblot, Berlin 2001.

Schewe, G., 2005: Unternehmensverfassung – Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle und Interessenvertretung. Berlin, 2005.

Simon, H. A., 1959. Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review*, XLIV, 3, S. 253-283.

Suchard, J.-A., Singh, M., Barr, R., 2001. The market effects of CEO turnover in Australian firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 9, S. 1 – 27.

Warner, J., Watts, R., Wruck, K., 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20, S. 461 – 492.

Weisbach, M., 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431 – 460.

Zingales, L., 1994. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *Review of Financial Studies* 7, S. 125–148.

Zmijewski, M.E., 1984. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research* 22, S. 59 – 86 (Supplement).

ABSTRACT

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit dem Thema der Corporate Governance und deren direkten sowie indirekten Einfluss auf die Entscheidung eines Austausches der Geschäftsführung. Nach einer theoretischen Betrachtung der Corporate Governance und Einflussvariablen eines CEO-Wechsels, werden sechs Studien dargestellt und zusammenfassend betrachtet. Die behandelten Untersuchungen stammen aus einschlägigen wirtschaftswissenschaftlichen Zeitschriften und wurden allesamt im Zeitraum von 2001 bis 2004 veröffentlicht.

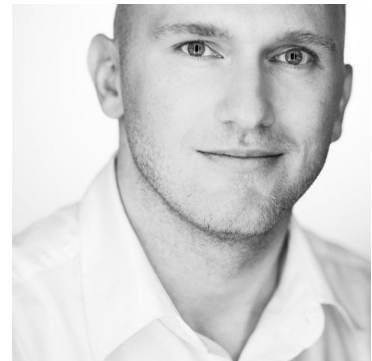
Allen gemein ist der Focus auf die Untersuchung des Einflusses von Corporate Governance und Unternehmensleistung auf einen CEO-Wechsel. In zwei der vorgestellten Studien werden auch Aspekte der Veröffentlichung eines CEO-Wechsels behandelt. Eine Gegenüberstellung der einzelnen Studien ist weitgehend möglich, da sich die Autoren vielfach gleicher, oder zumindest vergleichbarer, Methoden und Variablen bedienen, um die Zusammenhänge zwischen Unternehmensleistung und CEO-Wechsel aufzuzeigen. Die KPIs die zur Darstellung der Unternehmensleistung herangezogen werden, sind ROA, ROE, der logarithmierte Gesamtumsatz sowie der Unternehmensgewinn EBITDA.

In fünf der sechs Untersuchungen konnte ein signifikanter, negativer Zusammenhang zwischen Unternehmensleistung und CEO-Wechsel dargestellt werden. KNEZEVIC/PAHOR konnten unter Einbeziehung der Leistungsvariable ROA zu keinen signifikanten Ergebnissen gelangen. Anders verhält sich das Ergebnis unter Einbeziehung des Umsatzwachstums, wodurch sich wiederum ein negativer und signifikanter Zusammenhang zwischen Performance und CEO-Abgang ergibt. Folglich lässt sich auch in dieser Studie die Performance-Wechsel-Beziehung nicht verwerfen, jedoch auch nicht bestätigen. Die Ergebnisse lassen sich demnach durch die folgende Aussage zusammenfassen: Je schlechter die vergangene Performance eines Unternehmens gewesen ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit für eine Auswechselung des aktuellen CEOs.

Auf Basis dieser Erkenntnis, folgt in den untersuchten Studien eine Diskussion über den Einfluss unterschiedlicher Unternehmensvariablen sowie CEO-Charakteristiken. Auf Unternehmensseite haben Variablen wie die

Eigentümerstruktur oder die Zusammensetzung eines Boards einen erheblichen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit eines CEO-Wechsels. Auf Seite der CEO-Charakteristiken sind dies Variablen wie die Amtszeit oder das Alter eines CEOs.

Geburtsdatum | 14. 12. 1977
Geburtsort | Wels
Staatsbürgerschaft | Österreich
Familienstand | ledig



03 99 – 11 08	Internationale Betriebswirtschaft an der Universität Wien, Betriebswirtschaftszentrum (BWZ) Brünner Straße Studienschwerpunkte: ABWL (2. Abschnitt): Marketing Personalmanagement Organisation und Planung BBWL (3. Abschnitt): Organisation und Personal Innovations- und Technologiemanagement
09 03 – 02 04	Auslandssemester an der Università Ca' Foscari, Venedig (I)
10 98 – 02 99	Bauingenieurwesen an der TU Wien
09 92 – 06 97	Handelsakademie II, Wels; Matura im Juni 1997 mit „Ausgezeichnetem Erfolg“
09 88 – 07 92	Bundesgymnasium und Bundesrealgymnasium Dr. Schauerstr. Wels

seit 10 08	Standard:IT Solutions GmbH , Pasching, Solution Sales
09 06 – 09 08	Plus Promotion Sales GmbH , Wien, Client Service Manager
05 05 – 06 06	Keytronix Gesellschaft für industrielle Elektronik und Informationstechnologie mbH, Wien, Assistent der Geschäftsführung
02 05 – 05 05	Key Consult Unternehmensberatung, Wien, Projektassistent Projekt: Unternehmensneugründung „Keytronix GmbH“
07 04 – 01 05	Kraft Foods Österreich GmbH , Wien, Praktikum Procurement Indirect Materials & Services)
10 01 – 06 04	Red Bull GmbH, Fuschl am See/Wien, Student Brand Manager

Wien, im November 2008