

Diskussionspapier des  
Instituts für Organisationsökonomik

6/2016

**Abfindungen für Vorstandsmitglieder**

Empirische Untersuchung der Entsprechenserklärungen  
von CDAX-Unternehmen

Ute Schottmüller-Einwag

Discussion Paper of the  
Institute for Organisational Economics

**Diskussionspapier des  
Instituts für Organisationsökonomik  
6/2016**

Juni 2016

ISSN 2191-2475

**Abfindungen für Vorstandsmitglieder  
Empirische Untersuchung der Entsprechenserklärungen  
von CDAX-Unternehmen**

*Ute Schottmüller-Einwag*

**Zusammenfassung**

Diese Studie untersucht die Akzeptanz der Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 Deutscher Corporate Governance Kodex zwischen 2010 und 2014 bei allen CDAX-Unternehmen. Dazu wurden die Entsprechenserklärungen ausgewertet, Entsprechens- und Abweichungsquoten bestimmt, Abweichungsgründe ermittelt und Zusammenhänge zwischen Entsprechen oder Abweichung und anderen Unternehmensmerkmalen mittels binomialer logistischer Regressionsanalyse untersucht. Über 20 % aller CDAX-Unternehmen lehnten die Empfehlung ab. Der am häufigsten genannte Abweichungsgrund waren rechtliche Bedenken. Während zwischen erklärtem Entsprechen und Segment- sowie Indexzugehörigkeit ein signifikant positiver Zusammenhang gezeigt werden kann, ist dieser Effekt bei erklärter Abweichung insignifikant.

JEL-Codes: G30, G34, G38, M12, M14, M52

# **Severance Payments for Members of the Management Board**

## **Empirical Study of the Declarations of Conformity of Corporations Listed in the CDAX**

### **Abstract**

This study examines the acceptance of the recommendation 4.2.3 para 4 sentence 1 German Corporate Governance Code by the corporations listed in the CDAX during the years 2010 until 2014. For this purpose the declarations of conformity of these corporations were examined, the rate of conformity and the rate of deviation were determined, the justifications for deviations were analysed and relations between the declaration of conformity or of deviation and other characteristics of a corporation were examined by binomial logistic regression analysis. More than 20 % of all corporations examined declared their deviation from this recommendation. Legal concerns were the most frequently stated reasons for deviating. A significantly positive relationship between declarations of conformity and affiliation to a certain segment and several indices can be shown. However, this result holds only for declarations of conformity. For declarations of deviation the impact is insignificant.

Im Internet unter:

[http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/forschen/downloads/DP-IO\\_06\\_2016](http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/forschen/downloads/DP-IO_06_2016)

Westfälische Wilhelms-Universität Münster  
Institut für Organisationsökonomik  
Scharnhorststraße 100  
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-24303 (Sekretariat)  
E-Mail: [io@uni-muenster.de](mailto:io@uni-muenster.de)  
Internet: [www.wiwi.uni-muenster.de/io](http://www.wiwi.uni-muenster.de/io)

# **Abfindungen für Vorstandsmitglieder**

## **Empirische Untersuchung der Entsprechenserklärungen von CDAX-Unternehmen\***

### **1. Einleitung**

In der Vergangenheit haben hohe Abfindungszahlungen für vorzeitig ausscheidende Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften in Deutschland immer wieder zu öffentlicher Empörung geführt. So hat beispielsweise der frühere Mannesmann-Vorstandsvorsitzende Klaus Esser bei seinem Ausscheiden aus der Mannesmann AG nach der Übernahme durch Vodafone im Jahr 2000 Abfindungen, Sonderprämien und Boni in Höhe von insgesamt 58,8 Millionen DM erhalten (vgl. Bauer 2000, S. 22). Aktueller ist der Fall des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Siemens AG Peter Löscher, der seinen bis Juni 2017 laufenden Vertrag zum 31.07.2013 mittels eines Aufhebungsvertrages vorzeitig beendet und bei einer Jahresvergütung 2011/12 von 7,87 Millionen Euro eine Abfindung sowie Zusagen für normalerweise verfallende Aktienoptionen in Höhe von insgesamt ca. 30 Millionen Euro ausgehandelt hat (vgl. Köhn 2014, S. 21).

Hohe Abfindungszahlungen als Ergebnis von Verhandlungen zwischen ausscheidendem Vorstandsmitglied und Aufsichtsrat reduzieren jedoch das Unternehmenskapital und somit die Möglichkeiten, den Gewinn im Unternehmen wertsteigernd zu investieren oder an die Aktionäre auszuzahlen. Institutionenökonomisch betrachtet entstehen Agency-Kosten als Folge der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt (vgl. Jensen/Meckling 1976, S. 6 und 68). Hohe Abfindungszahlungen sind ein Beispiel für solche Agency-Kosten. Der Vorstand als Leitungsorgan und der Aufsichtsrat als Kontrollorgan üben als Agenten die Verfügungsgewalt für die Aktiengesellschaft (AG) aus, während sich das Eigentum „in der Hand der Aktionäre“ befindet. Juristisch betrachtet werden die Aktionäre allerdings nicht Eigentümer an den Produktionsmitteln der AG, sie haben vielmehr „gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum“ (Bundesverfassungsgericht 1979). Das heißt, das Gesellschaftsrecht bestimmt und begrenzt die Rechte der Anteilseigner. Neben den Aktionären gibt es noch weitere Interessengruppen wie zum Beispiel die Mitarbeiter, Fremdkapitalgeber, Kunden etc., die an der Höhe der Abfindungen ein möglicherweise auch nur mittelbares Interesse haben. In diesem Interessenkonflikt werden in der Praxis Abfindungen für Vorstandsmitglieder verhandelt.

---

\* Ich danke Herrn Prof. Dr. Alexander Dilger für seine wertvollen Anregungen. Für trotz sorgfältiger Recherche und Arbeit in diesem Beitrag möglicherweise befindliche Fehler bin ich alleine verantwortlich.

Eine mögliche Lösung dieses Konflikts bietet die Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK, Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, in der Fassung vom 05.05.2015; abrufbar im Internet unter <http://www.dcgk.de/de/kodex/aktuelle-fassung/praeambel.html>) in Form einer zweifachen Begrenzung von Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund. Die Zahlung soll „einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages vergüten“. Dabei handelt es sich um eine rechtlich unverbindliche Empfehlung. Der DCGK enthält entsprechend seiner Präambel „international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“. Die Unternehmen können von Empfehlungen abweichen, sind aber gemäß § 161 Aktiengesetz (AktG) verpflichtet, ihr zurückliegendes Verhalten und ihre zukünftigen Absichten zur Einhaltung der Kodexempfehlungen zu erklären. Falls nicht entsprochen wurde, müssen die Unternehmen auch offenlegen, welchen Empfehlungen aus welchem Grund nicht entsprochen wurde. Die Erklärung muss von Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam abgegeben werden. Die Empfehlungen des DCGK gelten für alle deutschen börsennotierten Gesellschaften, d. h. für die börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften und die Kommanditgesellschaften auf Aktien sowie für die in Deutschland ansässigen europäischen Aktiengesellschaften (vgl. Strieder 2005, S. 165).

Ziel dieser Studie ist es, die Akzeptanz der Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK durch die Unternehmen im Geltungsbereich des DCGK zu ermitteln, indem folgende Forschungsfragen beantwortet werden: Wie hoch sind Entsprechens- und Abweichungsquoten der Empfehlung im Untersuchungszeitraum? Gibt es Tendenzen? Mit welchen Begründungen weichen Unternehmen von der Empfehlung ab? Gibt es Zusammenhänge zwischen der Erklärung des Entsprechens oder der Abweichung und anderen Unternehmensmerkmalen wie dem Transparenzstandard, der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices, der Unternehmensgröße oder der Aktionärsstruktur?

Im Folgenden wird im zweiten Kapitel die Literatur zu diesem Thema dargestellt. Kapitel drei beschreibt die Konzeption der Untersuchung, Kapitel vier enthält die Ergebnisse und in Kapitel fünf werden die Ergebnisse diskutiert und ein Fazit gezogen.

## 2. Literaturüberblick

Die Regelung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK wurde 2007 als Anregung in den DCGK aufgenommen und 2008 zur Empfehlung hochgestuft. Die Kodexakzeptanz generell und die Akzeptanz der DCGK-Empfehlung zur Bestimmung angemessener Abfindungshöhen sind für Wissenschaft und Praxis von großem Interesse und deshalb häufig Untersuchungsgegenstand gewesen. Im Folgenden wird der Schwerpunkt der Literaturdarstellung auf Akzeptanzstudien ab 2011 gelegt und zunächst ein chronologischer Überblick in Tabelle 1 gegeben.

Die Inhalte der wichtigsten Studien werden im Folgenden näher dargestellt. Im jährlich erscheinenden *Corporate Governance Report* des *Berlin Center of Corporate Governance* untersuchen Werder und Mitarbeiter im Auftrag der Regierungskommission seit 2012 sowohl die generelle Befolgungsquote aller Empfehlungen als auch die der Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK. Ihre Erkenntnisse basieren auf der Auswertung einer Stichprobe von beantworteten Fragebögen an die CDAX-Unternehmen sowie ab dem Jahr 2013 auch an Unternehmen im Geltungsbereich des DCGK, die nicht an der Frankfurter Wertpapierbörse, sondern an anderen deutschen Börsen gelistet waren. Für 2012 konstatierte die Studie der Empfehlung, dass es sich um eine „neuralgische“ Bestimmung handelt, weil sie von mehr als 10 % der Gesellschaften nicht befolgt wurde (Werder/Bartz 2013, S. 887 und 890). Zum gleichen Ergebnis kommen die Studien auch für die Jahre 2013 (Werder/Bartz 2014, S. 909) und 2014 (Werder/Turkali 2015, S. 1360). Sie enthalten jedoch weder eine Analyse der genannten Abweichungsgründe noch eine theoretische Begründung der Ergebnisse.

Auch das *Center for Corporate Governance* der Handelshochschule Leipzig untersucht jährlich die Kodexakzeptanz sowohl generell als auch auf Ebene einzelner Ziffern und im Zusammenhang mit anderen Unternehmensmerkmalen. Methodisch erfolgt dies durch Auswertung der von den Unternehmen veröffentlichten Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Unternehmen. Die Studien kommen zu folgenden Ergebnissen: Im Jahr 2014 (2015) wichen 30,0 % (26,9 %) aller DAX-Unternehmen und 16,6 % (12,5 %) aller MDAX-Unternehmen von Ziffer 4.2.3 DCGK ab. Die Ziffer wurde deshalb in beiden Jahren als „kritisch“ eingestuft (Kohl et al. 2014a, S. 7; Kohl et al. 2015, S. 7). Auch für die Jahre 2010 und 2011 (Kohl et al. 2012, S. 17), für 2012 (Kohl et al. 2013a, S. 20) und für 2013 (Kohl et al. 2014a, S. 19) erfolgte jeweils eine Einstufung der Ziffer 4.2.3 DCGK als „kritisch“. Ferner identifizierten die Studien für 2011 bis 2015 einen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße, gemessen in drei Klassen der Streubesitz-Marktkapitalisierung, und Entsprechensquote

Studie	Untersuchte Unternehmen	N = Anzahl der Unternehmen	Untersuchungsobjekt	Tiefste untersuchte Ebene	Zeitraum	Zusammenhänge
Werder/ Bartz (2012)	Einschätzung von Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzenden der Unternehmen im CDAX	65	in Fragebogen erklärte Einschätzung der Zweckmäßigkeit	DCGK Empfehlung	2011	
Bayer/ Hoffmann (2012)	exemplarische Auswahl von „Totalverweigerern“	16	Inhalt der Entsprechenserklärung (EE)	DCGK Empfehlung	2011	
Böcking et al. (2012)	Unternehmen im DAX	30	Inhalt der EE	DCGK Empfehlung	2012	Untersuchung der Abweichungsgründe (n = 9)
Kohl et al. (2012)	Unternehmen im DAX und MDAX	78	in EE erklärtes Entsprechen	DCGK Ziffer	2011	Unternehmensgröße, Eigentümerstruktur
Kohl et al. (2013a)	Unternehmen im DAX und MDAX	78	in EE erklärtes Entsprechen	DCGK Ziffer	2012	Unternehmensgröße, Eigentümerstruktur
Kohl et al. (2013b)	Unternehmen in DAX und MDAX	78	in EE erklärtes Entsprechen	DCGK Ziffer	2012	Corporate Governance-Indices
Werder/ Bartz (2013)	Unternehmen im CDAX	140	in Fragebogen erklärtes Entsprechen	DCGK Empfehlung	2012	
Kohl et al. (2014a)	Unternehmen im DAX und MDAX	77	in EE erklärtes Entsprechen	DCGK Ziffer	2013	Unternehmensgröße, Eigentümerstruktur
Kohl et al. (2014b)	Unternehmen im <i>Prime Standard</i> zwischen 2002 und 2012, nicht Finanzdienstleistungssektor	3.207	in EE erklärtes Entsprechen	DCGK Ziffer	2002-2012	Unternehmensgröße, Paketaktionär > 25 %, Liquidität u. a.
Werder/ Bartz (2014)	Unternehmen im Geltungsbereich des DCGK	120	in Fragebogen erklärtes Entsprechen	DCGK Empfehlung	2013	
Kohl et al. (2015)	Unternehmen im DAX und MDAX	77	in EE erklärtes Entsprechen	DCGK Ziffer	2014	Unternehmensgröße, Eigentümerstruktur
Werder/ Turkali (2015)	Unternehmen im Geltungsbereich des DCGK	115	in Fragebogen erklärtes Entsprechen und tatsächliche Anwendung	DCGK Empfehlung	2014	

**Tabelle 1: Übersicht Kodexakzeptanz-Studien seit 2011**

über alle kritischen Ziffern: Je höher die Marktkapitalisierung ist, desto höher ist auch diese Entsprechensquote. Die Studien konstatierten für diesen Zeitraum einen weiteren Zusammenhang zwischen Eigentümerkonzentration, gemessen in drei Klassen des Streubesitzfaktors, und Entsprechensquote über alle kritischen Ziffern: Je höher der Streubesitzfaktor ist, desto höher ist die Entsprechensquote. Jedoch untersuchten diese Studien nur die DAX- und MDAX-Unternehmen mit gesellschaftsrechtlichem Sitz in Deutschland, also beispielsweise 77 der 478 CDAX-Unternehmen in 2014. Ein weiteres Problem ist die Untersuchungstiefe: Untersucht wurde Ziffer 4.2.3 DCGK, die jedoch insgesamt 12 Empfehlungen enthält. Die Studien liefern also keinen Aufschluss darüber, wie hoch das Akzeptanzniveau für Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK genau ist. Ferner wurde nicht zwischen statistisch signifikanten Veränderungen und zufälligen Entwicklungen über die Jahre unterschieden und mit der Streubesitz-Marktkapitalisierung wurde eine nicht eindeutige Maßgröße gewählt, weil eine geringe Streubesitz-Marktkapitalisierung sowohl Zeichen eines kleinen Unternehmen als auch eines großen Unternehmen mit einem hohen Aktienanteil im Festbesitz sein kann. Eine Analyse der Gründe von erklärtem Abweichen fand nicht statt. Die Korrelationsanalyse von Kohl et al. untersuchte nur den Zusammenhang zwischen Unternehmensmerkmalen und der Entsprechensquote über alle kritischen Ziffern.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Akzeptanz der Ziffer 4.2.3 DCGK sowohl in den Studien von Werder et al. als auch in denen von Kohl et al. regelmäßig auffällig niedrig ist. Böcking et al. (2012) erkennen die Notwendigkeit einer qualitativen Analyse von Abweichungsbegründungen an und haben diese für Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK bei den 30 DAX-Unternehmen in 2011 untersucht. Die Studie kommt zu dem Fazit, dass aufgrund der rechtlichen Schwierigkeiten eine Abweichung von dieser Empfehlung nicht ohne weiteres als Zeichen schlechter Corporate Governance gewertet werden kann (siehe Böcking et al. 2012, S. 621).

Ziel dieses Beitrages ist es, einige der genannten Forschungslücken zu schließen: Zum einen wird durch eine Vollerhebung der Entsprechenserklärungen aller CDAX-Unternehmen die Akzeptanz der untersuchten Empfehlung nicht nur in einem oder mehreren Auswahlindices, sondern in einer wesentlich größeren Grundgesamtheit bestimmt, zum anderen erfolgt die Analyse auf Empfehlungsebene. Die genannten Abweichungsgründe werden ausgewertet und Rückschlüsse auf die Gründe der Nichtakzeptanz gezogen. Schließlich wird nach Zusammenhängen zwischen Entsprechens- oder Abweichungserklärung bezüglich dieser Empfehlung und weiteren Unternehmensmerkmalen gesucht.



### 3. Konzeption der Untersuchung

Zunächst werden der Untersuchungsgegenstand und die Hypothesen vorgestellt und anschließend das Untersuchungsverfahren beschrieben.

#### 3.1 Untersuchungsgegenstand und Hypothesen

In einer Vollerhebung wurden die Entsprechenserklärungen nach § 161 AktG sämtlicher CDAX-Unternehmen in den Jahren 2010-2014 auf ihre Aussagen im Hinblick auf Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK untersucht. Im CDAX der Deutschen Börse AG sind Unternehmen enthalten, die zum jeweiligen Stichtag an der Frankfurter Börse im *Prime* oder *General Standard* notiert sind und ihren gesellschaftsrechtlichen Sitz in Deutschland haben (vgl. Deutsche Börse AG 2014, S. 12). Für diese Unternehmen gelten die Empfehlungen des DCGK. Die Forschungsfragen nach der Höhe der Entsprechens- und Abweichungsquoten der Empfehlung, nach den Begründungen von Abweichungen sowie nach den Zusammenhängen zwischen Entsprechens- oder Abweichungserklärung und anderen Unternehmensmerkmalen werden in folgenden Hypothesen präzisiert:

- H1 Die Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK ist eine „kritische“ Empfehlung, das heißt, in jedem Jahr des Untersuchungszeitraums weichen signifikant mehr als 20 % aller CDAX-Unternehmen davon ab. Sie erklären in der Entsprechenserklärung, dieser Empfehlung nicht zu entsprechen.
- H2 Der am häufigsten genannte Abweichungsgrund sind rechtliche Bedenken gegen eine derartige vertragliche Regelung.
- H3 Unternehmen im *Prime Standard* erklären signifikant häufiger Entsprechen als Unternehmen im *General Standard*.
- H4 Unternehmen im *Prime Standard* erklären signifikant seltener Abweichung als Unternehmen im *General Standard*.
- H5 Unternehmen in einem der Auswahlindices erklären signifikant häufiger Entsprechen als Unternehmen, die in keinem Auswahlindex sind.
- H6 Unternehmen in einem der Auswahlindices erklären signifikant seltener Abweichung als Unternehmen, die in keinem Auswahlindex sind.

- H7 Unternehmen mit einer hohen Streubesitz-Marktkapitalisierung erklären signifikant häufiger Entsprechen als Unternehmen mit einer geringen.
- H8 Unternehmen mit einer hohen Streubesitz-Marktkapitalisierung erklären signifikant seltener Abweichung als Unternehmen mit einer geringen.
- H9 Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung erklären signifikant häufiger Entsprechen als Unternehmen mit einer geringen.
- H10 Unternehmen in einer hohen Marktkapitalisierung erklären signifikant seltener Abweichung als Unternehmen mit einer geringen.
- H11 Unternehmen mit einem hohen Streubesitzanteil erklären signifikant häufiger Entsprechen als Unternehmen mit einem geringen.
- H12 Unternehmen mit einem hohen Streubesitzanteil erklären signifikant seltener Abweichung als Unternehmen mit einem geringen.

### **3.2 Untersuchungsverfahren**

Zunächst wurde für den Untersuchungszeitraum 2010 bis 2014 die Grundgesamtheit der CDAX-Unternehmen ermittelt, indem der Grundbestand aller Aktiengattungen von im CDAX enthaltenen Unternehmen aus dem *Index Composition Report* der Deutschen Börse AG<sup>1</sup> zum jeweiligen Stichtag um Mehrfachnotierungen verschiedener Aktiengattungen desselben Unternehmens reduziert wurde. Als Stichtag wurde grundsätzlich der erste Werktag des untersuchten Jahres gewählt. Im 4. Quartal 2014 und im 1. Quartal 2015 wurden dann die Entsprechenserklärungen der CDAX-Unternehmen mit folgender Suchstrategie erhoben: Gemäß § 161 Abs. 2 AktG sind die Unternehmen verpflichtet, die Entsprechenserklärung auf der Internetseite der Gesellschaft entweder als Einzeldokument oder als Teil der Erklärung zur Unternehmensführung gemäß § 289a Handelsgesetzbuch (HGB) oder als Teil des Geschäftsberichts zu veröffentlichen. Wenn kein solches Dokument auf der Internetseite auffindbar war, erfolgte hilfsweise eine Nachfrage per E-Mail an die Investor Relations-Kontaktadresse. Die Inhalte der so gefundenen Erklärungen wurden mit Fundstelle und Recherchedatum dokumentiert und daraufhin untersucht, ob in der Entsprechenserklärung erklärt wurde, der Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK zu entsprechen oder von ihr abzuweichen.

---

<sup>1</sup> Index Composition Reports sind unter <http://dax-indices.com/DE/index.aspx?pageID=4> zu finden, letzter Abruf am 27.06.2016.

Für die jahresweise Zuordnung der Erklärungen, die nur in den seltensten Fällen für ein Kalenderjahr abgegeben wurden, war der längere Zeitraum entscheidend. Wurde beispielsweise eine Erklärung für den Zeitraum vom 1.11. bis 31.10. des Folgejahres abgegeben, erfolgte die Zuordnung zum Folgejahr. Für die Codierung wurden die Codes in Tabelle 2 verwendet.

<b>Code</b>	<b>Bedeutung</b>
(1)	Empfehlung wird entsprochen
(2)	Abweichung aufgrund Bestandsschutzes für Altverträge
(3)	Abweichung von dieser Empfehlung
(31)	„Totalabweicher“, Unternehmen erklärt vollständige Nichtanwendung des DCGK
(4)	Unternehmen im CDAX, Entsprechenserklärung liegt nicht vor
(41)	Unternehmen im CDAX, Entsprechenserklärung liegt nicht vor, Liquidation
(42)	Unternehmen im CDAX, Entsprechenserklärung liegt nicht vor, Insolvenz
(5)	Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung ist unterjährig erloschen
(51)	Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung ist unterjährig erloschen, Aktie nicht mehr zum Börsenhandel zugelassen, nicht mehr im Geltungsbereich des DCGK
(52)	Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung ist unterjährig erloschen, Wechsel in <i>Entry Standard</i> , nicht mehr im Geltungsbereich des DCGK

**Tabelle 2: Codierungen der Entsprechenserklärungen**

Für den Fall unterschiedlicher Behandlung verschiedener Verträge wurde eine Codierung in (2) oder (3) vorgenommen, wenn mindestens ein Vertrag der Empfehlung nicht entsprach. Im Fall von Code (2) oder (3) wurde zusätzlich der Wortlaut der Entsprechenserklärung dokumentiert und im Fall von Code (3) der dokumentierte Wortlaut ausgewertet und einer oder mehreren der Begründungskategorien von Tabelle 3 zugeordnet.

Um Unterstellungen oder Interpretationen zu vermeiden, erfolgte die Einordnung der Begründungen nur nach den genannten Gründen. Dennoch ließ sich eine gewisse subjektive Beurteilung nicht immer vermeiden. Bei einer weitergehenden Interpretation wäre manchmal auch eine andere Einordnung möglich gewesen. So ist es beispielsweise möglich, dass eine Abweichungserklärung gleichzeitig die Codierungen (3B1) und (3B5) erfüllt. Eindeutig konnten die Gründe jedoch in juristische oder ökonomische unterschieden werden. Bei Nennung mehrerer Argumente durch ein Unternehmen wurde jedes Argument anteilig berücksichtigt. Wurden beispielsweise drei Argumente genannt, so wurde jedes genannte Argument mit 1/3 gezählt.

Code	Bedeutung
(3A1)	Rechtliche Wirksamkeit der Regelungen fraglich
(3A2)	Regelungen im Widerspruch zur Rechtsnatur eines befristeten Vertrages
(3A3)	Regelungen passen nicht zur Kommanditgesellschaft auf Aktien
(3B1)	Regelungen unangemessen
(3B2)	DCGK Regelung der Einschränkung der Abfindung auf zwei Jahre (Abfindungs-Cap) unangemessen
(3B3)	DCGK Regelung der Einschränkung der Abfindung auf Restlaufzeit unangemessen
(3B4)	Gesetzliche Regelungen bieten ausreichenden Schutz
(3B5)	Bestehende vertragliche Regelungen bieten ausreichenden Schutz
(3B6)	Kurze Vertragslaufzeit von maximal zwei Jahren bietet ausreichenden Schutz
(3B7)	Kurze Vertragslaufzeit von zwei bis drei Jahren bietet ausreichenden Schutz
(3B8)	Maximaler Verhandlungsspielraum für den Aufsichtsrat und Vertrauen in die Einzelfallentscheidung des Aufsichtsrates
(3B9)	Wettbewerbserwägungen bezüglich Arbeitsmarkt für Vorstandsmitglieder
(3C)	Sonstiges
(3D)	Ohne Angabe eines Grundes

**Tabelle 3: Codierung der Abweichungserklärungen**

Die Unternehmensdaten wurden anhand der *International Securities Identification Number* angereichert mit weiteren Daten der *Index Composition Reports* wie der Segmentzugehörigkeit zu *Prime* oder *General Standard*, der Zugehörigkeit zu einem der vier Auswahlindizes DAX, TecDAX, MDAX oder SDAX, der Streubesitz-Marktkapitalisierung, der Marktkapitalisierung und dem Streubesitzanteil. Diese Daten wurden sowohl in univariaten als auch in multivariaten Analysen auf mögliche Zusammenhänge zwischen Erklärungsinhalt und anderen Unternehmensmerkmalen untersucht. Tabelle 4 zeigt den Zusammenhang zwischen Unternehmensmerkmalen und Maßgrößen.

Unternehmensmerkmal	Maßgröße	Skalierung
Transparenzstandard	Segmentzugehörigkeit	dichotom, <i>Prime Standard</i> oder <i>General Standard</i>
Indezzugehörigkeiten	Neben der CDAX Zugehörigkeit weitere Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices DAX, TecDAX, MDAX, SDAX	dichotom, Auswahlindices ja oder nein
Unternehmensgröße	Streubesitz-Marktkapitalisierung	metrisch kontinuierlich, in Mio. €
	Marktkapitalisierung	metrisch kontinuierlich, in Mio. €
Aktionärsstruktur	Streubesitzanteil	metrisch kontinuierlich, $0 \leq x \leq 1$

**Tabelle 4: Zusammenhang Unternehmensmerkmale Maßgrößen**

In der univariaten Analyse wurde zunächst mittels des  $\chi^2$ -Unabhängigkeitstests nach Pearson für jede der Variablen Segmentzugehörigkeit, Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices, Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil untersucht, ob ein Zusammenhang zu der Variablen Entsprechensverhalten vorliegt. Je kleiner der Signifikanzwert ist, desto unwahrscheinlicher ist es, dass keine Abhängigkeit zwischen den beiden Variablen besteht. Als Signifikanzniveau wurde eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 % verwendet. Ein Signifikanzwert zwischen 5 % und 10 % wurde als tendenziell signifikant betrachtet. Die kardinalskalierten Variablen Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil wurde hierzu in Terzile aufgeteilt. Cramer's V wurde zur Bestimmung der Effektstärke gewählt. Im zweiten Schritt wurde mittels einzelner z-Tests untersucht, ob sich die Häufigkeiten des Entsprechens, des Bestandsschutzes, der Abweichung, der Totalabweichung und der nicht auffindbaren Entsprechenserklärung signifikant jeweils nach ihrer unabhängigen Variablen (Segmentzugehörigkeit, Indexzugehörigkeit, Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil) unterscheiden, indem die tatsächlichen Spaltenanteile mit den erwarteten verglichen wurden.

Zur multivariaten Analyse wurden mit SPSS Statistics 23 zwei binomiale logistische Regressionen gerechnet, weil die beiden untersuchten abhängigen Variablen Entsprechen und Abweichung dichotom sind. Die abhängige Variable Entsprechen bzw. Abweichung nimmt den Wert 1 an, wenn das Unternehmen Entsprechen bzw. Abweichung erklärt hat, andernfalls ist ihr Wert 0. Zur Untersuchung der Hypothesen 3 bis 12 wurden folgende unabhängige Variablen gewählt: Die Segmentzugehörigkeit als Indikatorvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen den *Prime Standard* gewählt hat. Die Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices ebenfalls als Indikatorvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen in einem der Auswahlindices gelistet ist. Die Streubesitz-Marktkapitalisierung, die Marktkapitalisierung und der Streubesitzanteil jeweils in logarithmierter Form. Messgrößen sind die Verbesserung der Vorhersagegenauigkeit des Modells durch Berücksichtigung der unabhängigen Variablen, der  $R^2$ -Wert nach Nagelkerke zur Einschätzung der Güte der einzelnen Modelle sowie die Signifikanz und die Odd-Ratio der einzelnen unabhängigen Variablen. Die Odd-Ratio gibt Auskunft über Stärke und Richtung des Zusammenhangs.

## 4. Empirische Ergebnisse

In Abschnitt 4.1 werden die Ergebnisse der allgemeinen quantitativen Analyse dargestellt, in Abschnitt 4.2 die gefundenen Abweichungsgründe und Abschnitt 4.3 enthält Aussagen über die untersuchten Zusammenhänge.

### 4.1 Allgemeine quantitative Analyse

Die folgende Tabelle zeigt die Summe der Aktiengattungen sowie die Anzahl der Unternehmen, die zum Stichtag im CDAX gelistet waren. Abzüglich 7 Unternehmen in 2014, die unterjährig aus dem CDAX ausgeschieden sind, ergibt sich die Zahl der erklärungsspflichtigen Unternehmen. Von dieser Anzahl wurde die Anzahl der Unternehmen abgezogen, die keine Entsprechenserklärung abgegeben haben, und so die bereinigte Grundgesamtheit aller CDAX-Unternehmen mit Entsprechenserklärungen bestimmt.

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Stichtag	30.12.2009	03.01.2011	02.01.2012	02.01.2013	02.01.2014
Summe Aktiengattungen im CDAX	624	595	571	530	497
Abzüglich Mehrfachnotierungen verschiedener Aktiengattungen eines Unternehmens	24	24	23	21	19
<b>= Anzahl Unternehmen im CDAX</b>	<b>600</b>	<b>571</b>	<b>548</b>	<b>509</b>	<b>478</b>
Unternehmen mit Erklärungspflicht	600	571	548	509	471
Abzüglich Unternehmen, die keine Erklärung abgegeben haben bzw. deren Erklärung unauffindbar ist	160	132	122	97	81
<b>= bereinigte Grundgesamtheit</b>	<b>440</b>	<b>439</b>	<b>426</b>	<b>412</b>	<b>390</b>

**Tabelle 5: Bereinigung der Grundgesamtheit**

Von den je nach Jahr erklärungsspflichtigen 600, 571, 548, 509 und 471 CDAX-Unternehmen konnten nur 440, 439, 426, 412 bzw. 390 Entsprechenserklärungen gefunden werden. Dabei fallen zwei Effekte auf. Erstens sind die Zahlen der CDAX-Unternehmen im Untersuchungszeitraum stark rückläufig. Aus diesem Grund können nur die Quoten und nicht die absoluten Zahlen zum Jahresvergleich herangezogen werden. Zweitens haben sich die Zahlen der Unternehmen, die keine Erklärung abgegeben haben oder deren Erklärungen nicht auffindbar sind, im Untersuchungszeitraum fast halbiert. Dieser Effekt ist genauer zu betrachten: Rechtlich sind Unternehmen gem. § 161 Abs. 2 AktG verpflichtet, die Erklärung auf der Internetseite der Gesellschaft dauerhaft öffentlich zugänglich zu machen. Die Empfehlung 3.10 DCGK präzisiert den Begriff „dauerhaft“ dahingehend, dass die Gesellschaft nicht mehr aktuelle Ent-

sprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich halten soll. Bei der Datenerhebung kam es bedingt durch den Zeitpunkt der Erhebung im 4. Quartal 2014 und im 1. Quartal 2015 zu einer Verzerrung: Die Zahl der unauffindbaren Entsprechenserklärungen ist umso höher, je weiter der Zeitraum zurückliegt, für den die Erklärung gelten soll. Aufgrund von Rechtsform- oder Eigentümerwechsel oder von Redesign der Internetseite sind ältere Entsprechenserklärungen häufiger unauffindbar, obwohl es sie möglicherweise gegeben hat. Somit wird die Zahl der Unternehmen, die eine Entsprechenserklärung abgegeben haben, immer kleiner, je weiter der Untersuchungszeitraum zurückliegt. Diese Verzerrung wird bei der Bestimmung der Quoten dadurch ausgeblendet, dass diese gebildet werden, indem die interessierende Zahl, wie beispielsweise die Anzahl der entsprechenden Unternehmen, ins Verhältnis zu der Zahl der CDAX-Unternehmen mit Entsprechenserklärung gesetzt wird. Die vollständigen Ergebnisse, sowohl in absoluten als auch in relativen Zahlen, untergliedert nach Indexzugehörigkeit, befinden sich in Anhang 1 und 2. Somit ergeben sich die Entsprechens-, Bestandsschutz und Abweichungsquoten in Tabelle 6.

	2010	2011	2012	2013	2014
Entsprechener / bereinigte Grundgesamtheit	64,5 %	65,4 %	67,1 %	67,5 %	69,2 %
Bestandsschützer / bereinigte Grundgesamtheit	5,0 %	3,6 %	2,3 %	2,4 %	1,5 %
Abweichungsquote 1: Abweicher bez. 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK / bereinigte Grundgesamtheit	27,0 %	27,3 %	26,8 %	26,5 %	24,6 %
Abweichungsquote 2: Totalabweicher / bereinigte Grundgesamtheit	3,4 %	3,6 %	3,8 %	3,6 %	4,6 %
Abweichungsquote 3: Summe Abweicher / bereinigte Grundgesamtheit	30,4 %	30,9 %	30,6 %	30,1 %	29,2 %

**Tabelle 6: Entsprechens-, Bestandsschutz- und Abweichungsquoten**

Die Entsprechensquote steigt langsam von 64,5 % auf 69,2 % in 2014. Die Bestandsschutzquote sinkt erwartungsgemäß langsam von 5 % in 2010 auf 1,5 % in 2014. Fraglich ist, warum es überhaupt noch Unternehmen gibt, die sich auf den Bestandsschutz berufen. Im Jahr 2008 wurde diese Regelung, die zunächst als Anregung formuliert war, zur Empfehlung hochgestuft. Dies hatte zur Folge, dass die Unternehmen ab 2008 ihre Abweichung von der Empfehlung erklären mussten. Nach § 84 Abs. 1 S. 1 und S. 4 AktG beträgt die maximale Laufzeit eines Vorstandsvertrages 5 Jahre, eine Verlängerung oder Wiederbestellung ist möglich. Bei vier von den sechs Unternehmen, die sich in 2014 auf den Bestandsschutz berufen haben, liegt eine Verlängerung oder Wiederbestellung vor. Ein Unternehmen hat im Jahr 2013 einen Strategiewechsel von Abweichung zu Entsprechung vollzogen und muss nun die vor diesem

Wechsel geschlossenen Verträge einhalten. Bei einer Erklärung zum Bestandsschutz bleiben die Gründe unklar.

Die Abweichungsquote 1 als Quote aller CDAX-Unternehmen, die von der Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK abweichen, im Verhältnis zu allen CDAX-Unternehmen mit Entsprechenserklärung liegt im Untersuchungszeitraum deutlich über 20 %. Selbst wenn man diese Quote als Ergebnis eines stochastischen Prozesses auffasst, liegt die Abweichungswahrscheinlichkeit bei über 20 % mit sehr geringen Irrtumswahrscheinlichkeiten, die in Tabelle 7 ausgewiesen sind.

	2010	2011	2012	2013	2014
Irrtumswahrscheinlichkeit für $p \leq 0,2$	0,015 %	0,009 %	0,030 %	0,062 %	1,097 %

**Tabelle 7: Irrtumswahrscheinlichkeiten  $p \leq 0,2$**

Bei der Empfehlung handelt es sich also um eine kritische Empfehlung, von der mehr als 20 % aller CDAX-Unternehmen abweichen. Hypothese 1 ist damit bestätigt.

Die Abweichungsquote 1 sinkt im Untersuchungszeitraum langsam von 27,0 % im Jahr 2010 auf 24,6 % im Jahr 2014. Die Abweichungsquote 2 als Quote aller CDAX-Unternehmen, die erklärt haben, keiner der Empfehlungen des DCGK zu entsprechen, im Verhältnis zu allen CDAX-Unternehmen mit Entsprechenserklärung steigt leicht von 3,4 % in 2010 auf 4,6 % in 2014. Erklärt werden kann dieser Anstieg möglicherweise entweder mit der Änderung der Präambel des DCGK im Jahr 2012, in der die Akzeptanz einer Abweichungskultur formuliert wurde, oder mit dem ständig steigenden Verwaltungsaufwand für die Formulierung und Überwachung der Einhaltung der inzwischen 102 verschiedenen DCGK-Empfehlungen, den gerade kleine Aktiengesellschaften nicht mehr leisten können oder wollen. Die Abweichungsquote 3 als Summe der Abweichungsquoten 1 und 2 (Gesamtabweichungsquote) sinkt minimal von 30,4 % in 2010 auf 29,2 % in 2014.

Bei einer fast konstanten Gesamtabweichungsquote kommt der Zuwachs der Entsprechensquote ausschließlich von den Unternehmen, deren Bestandsschutzregelungen auslaufen. Das bedeutet jedoch, dass die Entsprechensquoten zukünftig wahrscheinlich nicht weiter ansteigen werden, sobald die letzten Unternehmen ihre Bestandsschutzregelungen durch Entsprechen ersetzt haben. Vermutlich wird die Entsprechensquote in Zukunft ungefähr 70 % betragen.



## 4.2 Analyse der Abweichungsgründe

Die Auswertung der genannten Abweichungsgründe bringt die in Tabelle 8 dargestellten Ergebnisse.

Code	Bedeutung	2010	2011	2012	2013	2014
N		119	120	114	109	96
(3A1)	Rechtliche Wirksamkeit der Regelungen im Anstellungsvertrag fraglich	15,8 %	18,1 %	18,1 %	17,3 %	17,5 %
(3A2)	Regelungen im Widerspruch zur Rechtsnatur eines befristeten Vertrages	9,9 %	8,5 %	8,0 %	9,0 %	11,3 %
(3A3)	Regelungen passen nicht zur Kommanditgesellschaft auf Aktien	1,7 %	1,7 %	1,8 %	0,9 %	1,0 %
(3B1)	Regelungen unangemessen	4,2 %	4,2 %	4,4 %	3,7 %	2,1 %
(3B2)	DCGK-Regelung der Einschränkung der Abfindung auf zwei Jahre unangemessen	4,6 %	6,3 %	5,7 %	5,5 %	6,3 %
(3B3)	DCGK-Regelung der Einschränkung der Abfindung auf Restlaufzeit unangemessen	2,1 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %	2,1 %
(3B4)	Gesetzliche Regelungen bieten ausreichenden Schutz	1,7 %	1,7 %	4,4 %	2,8 %	4,2 %
(3B5)	Bestehende vertragliche Regelungen bieten ausreichenden Schutz	10,5 %	8,5 %	9,5 %	14,5 %	14,4 %
(3B6)	Kurze Vertragslaufzeit von maximal zwei Jahren bietet ausreichenden Schutz	4,2 %	2,9 %	2,6 %	1,8 %	2,1 %
(3B7)	Kurze Vertragslaufzeit von zwei bis drei Jahren bietet ausreichenden Schutz	8,0 %	9,6 %	8,8 %	8,7 %	6,8 %
(3B8)	Maximaler Verhandlungsspielraum für den Aufsichtsrat und Vertrauen in die Einzelfallentscheidung des Aufsichtsrates	17,1 %	17,7 %	16,1 %	16,5 %	16,1 %
(3B9)	Wettbewerbsabwägungen bezüglich des Arbeitsmarktes für Vorstandsmitglieder	3,4 %	2,5 %	3,1 %	0,9 %	1,6 %
(3C)	Sonstiges	10,1 %	8,3 %	9,6 %	10,1 %	10,4 %
(3D)	Ohne Angabe eines Grundes	6,7 %	8,3 %	6,1 %	6,4 %	4,2 %

**Tabelle 8: Verteilung der Abweichungsgründe nach Quoten**

Zwischen 72 % und 76 % der abweichenden Unternehmen nennen einen Grund, die restlichen nennen bis zu 4 unterschiedliche Abweichungsgründe. Zwischen 4 % und 8 % der abweichenden Unternehmen begründen ihre Abweichung trotz Begründungspflicht nicht. Der am häufigsten genannte Grund ist im Jahr 2010 „maximaler Verhandlungsspielraum und Vertrauen in die Einzelfallentscheidung des AR bei Abschluss des Aufhebungsvertrags“. In den Jahren 2011 bis 2014 wurden am häufigsten „rechtliche Bedenken gegen die Wirksamkeit der Vereinbarung im Anstellungsvertrag“ genannt. In diesen Jahren ist Hypothese 2 erfüllt. Betrachtet man die beiden rechtlichen Einwände als eine Gruppe, weil sie nur rechtstechnisch an unterschiedlichen Stellen ansetzen, im Ergebnis aber die rechtliche Unwirksamkeit der Empfehlung zum Inhalt haben, so sind rechtliche Bedenken der im gesamten Untersuchungszeitraum am häufigsten genannte Abweichungsgrund. Jeder vierte genannte Grund sind rechtliche Bedenken. Mit großem Abstand folgen die Begründung, dass bestehende vertragliche Regelungen ausreichen ohne Fristennennung, sonstige Gründe und die Begründung, dass eine kurze Vertragslaufzeit zwischen zwei und drei Jahren ausreichenden Schutz bietet.

Um aus der Vielzahl der Gründe Tendenzen zu erkennen, wurden die in Tabelle 9 angeführten Gruppen von ähnlichen Gründen gebildet.

<b>Gruppe</b>	<b>Bestandteile</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Vertragliche Regelungen des AR bieten ausreichend Schutz	(3B5), (3B6), (3B7), (3B8)	39,8 %	38,8 %	37,0 %	41,6 %	39,4 %
Rechtliche Argumente	(3A1), (3A2)	25,8 %	26,7 %	26,2 %	26,3 %	28,8 %
DCGK-Regelungen oder Teile davon unangemessen	(3B1), (3B2), (3B3)	10,9 %	12,1 %	11,8 %	11,0 %	10,4 %
Gesetzliche Regelungen bieten angemessenen Interessenausgleich	(3B4)	1,7 %	1,7 %	4,4 %	2,8 %	4,2 %
Wettbewerbsabwägungen bezüglich Arbeitsmarkt für Vorstandsmitglieder	(3B9)	3,4 %	2,5 %	3,1 %	0,9 %	1,6 %
Sonstiges	(3A3), (3C)	11,8 %	10,0 %	11,4 %	11,0 %	11,5 %
Ohne Angabe eines Grundes	(3D)	6,7 %	8,3 %	6,1 %	6,4 %	4,2 %

**Tabelle 9: Verteilung der Abweichungsgründe nach Quoten gruppiert**

Die zwei größten Begründungsgruppen enthalten zuerst ökonomische und an zweiter Stelle juristische Abweichungsgründe. Betrachtet man die Zahlen ohne die nur quotenweise Berücksichtigung von Mehrfachnennungen, so liegen sie noch höher. Zusammengefasst begründen

zwischen 46,5 % und 51,4 % aller abweichenden Unternehmen ihre Abweichung (auch) mit dem Vertrauen auf die vertraglichen Regelungen des Aufsichtsrates. Zwischen 42,9 % und 45,8 % aller abweichenden Unternehmen nennen zusammengefasst (auch) rechtliche Gründe für die Abweichung. Zwischen 12,5 % und 14,2 % der abweichenden Unternehmen halten die Empfehlung oder Teile davon für unangemessen.

## 4.3 Univariate Analyse

### 4.3.1 Segmentzugehörigkeit

Die in Tabelle 10 dargestellten Zusammenhänge zwischen Segmentzugehörigkeit und Entsprechenserklärung wurden festgestellt.

	2010	2011	2012	2013	2014
N	600	571	548	509	471
$\chi^2$	134,674	132,277	110,504	68,233	101,355
<i>Degrees of Freedom</i>	4	4	4	4	4
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,474	0,481	0,449	0,366	0,464

**Tabelle 10: Ergebnisse des  $\chi^2$ -Unabhängigkeitstests für die Segmentzugehörigkeit**

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Entsprechenserklärung und der Segmentzugehörigkeit. Ein z-Test zur Feststellung, welche einzelnen Gruppen von Entsprechenserklärungen sich bei einem Signifikanzniveau von 0,05 signifikant in ihrem Transparenzstandard unterscheiden, brachte die in Tabelle 11 dargestellten Ergebnisse.

Die Gruppen Entsprechen, Totalabweichung und keine Erklärung trotz Pflicht unterscheiden sich statistisch signifikant in ihrem Transparenzstandard. Unternehmen im *Prime Standard* erklären häufiger Entsprechen als Unternehmen im *General Standard*. Hypothese 3 wird damit bestätigt. Ein anderes Bild ergibt sich für die Gruppe der Abweichungen. In den Jahren 2011 bis 2014 gibt es keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen dem Transparenzstandard und den Abweichungserklärungen. Im Jahr 2010 weichen mit 78 statt bei Gleichverteilung 65 sogar signifikant mehr Unternehmen im *Prime Standard* ab. Hypothese 4 ist somit für den gesamten Untersuchungszeitraum zu verwerfen. Die Häufigkeit der Abweichung kann nicht mit der Segmentzugehörigkeit erklärt werden.

Gruppen von Entsprechenserklärungen	Entsprechen	Bestandsschutz	Abweichung	Totalabweichung	Keine Erklärung trotz Pflicht
Statistisch signifikante Unterschiede	2010 - 2014: Unternehmen im <i>Prime Standard (General)</i> erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.	2010 - 2014: Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.	2010: signifikanter Unterschied	2010 - 2014: Unternehmen im <i>Prime Standard (General)</i> erklären signifikant seltener (häufiger) Totalabweichung.	2010 - 2014: Unternehmen im <i>Prime Standard (General)</i> haben signifikant seltener (häufiger) keine Entsprechenserklärung trotz Pflicht.
			2011 - 2014: Abweichungserklärung ist unabhängig von Segmentzugehörigkeit.		

**Tabelle 11: Ergebnisse des z-Tests auf Unterschiede in der Segmentzugehörigkeit nach Gruppen von Entsprechenserklärungen**

#### 4.3.2 Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices

Zwischen der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices und der Entsprechenserklärung wurden die in Tabelle 12 dargestellten Zusammenhänge ermittelt.

	2010	2011	2012	2013	2014
n	600	571	548	509	471
$\chi^2$	77,662	69,885	75,669	72,382	69,630
<i>Degrees of Freedom</i>	4	4	4	4	4
P	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Cramer's V	0,360	0,350	0,372	0,377	0,384

**Tabelle 12: Ergebnisse des  $\chi^2$ -Unabhängigkeitstests für die Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices**

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Entsprechenserklärungen und der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices. Ein z-Test führt zu den Ergebnissen in Tabelle 13. Damit ist der in Hypothese 5 behauptete signifikante positive Zusammenhang zwischen Entsprechen und Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices nachgewiesen. Allerdings lässt sich der in Hypothese 6 vermutete signifikante Zusammenhang zwischen der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices und der erklärten Abweichung nur für 2014 nachweisen. Unternehmen in einem der Auswahl-

Gruppen von Entsprechenserklärungen	Entsprechen	Bestandsschutz	Abweichung	Totalabweichung	Keine Erklärung trotz Pflicht
Statistisch signifikante Unterschiede	2010 - 2014: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant häufiger Entsprechen.	2011/2012/2014: Kein signifikanter Unterschied	2010 - 2013: Kein signifikanter Unterschied	2010 - 2014: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant seltener Totalabweichung.	2010 - 2014: Unternehmen in einem Auswahlindex haben signifikant seltener keine Entsprechenserklärung trotz Pflicht.
		2010/2013: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant häufiger Bestandsschutz.	2014: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant seltener Abweichung.		

**Tabelle 13: Ergebnisse des z-Tests auf Unterschiede in der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices nach Gruppen von Entsprechenserklärungen**

indices haben nur in diesem Jahr statistisch signifikant seltener ihre Abweichung erklärt als Unternehmen, die in keinem Auswahlindex gelistet sind.

#### 4.3.3 Streubesitz-Marktkapitalisierung

Die Unternehmen wurden entsprechend ihrer Streubesitz-Marktkapitalisierung in Terzile eingeteilt. Die drei Klassen und die Entsprechenserklärungen haben den in Tabelle 14 dargestellten Zusammenhang.

	2010	2011	2012	2013	2014
n	600	571	545 <sup>2</sup>	507 <sup>3</sup>	469 <sup>4</sup>
$\chi^2$	192,066	185,908	166,777	123,587	162,515
<i>Degrees of Freedom</i>	8	8	8	8	8
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,400	0,403	0,391	0,349	0,416

**Tabelle 14: Ergebnisse des  $\chi^2$ -Unabhängigkeitstests für die Streubesitz-Marktkapitalisierung**

<sup>2</sup> Für die unabhängige Variable Streubesitz-Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner.

<sup>3</sup> Für die unabhängige Variable Streubesitz-Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner.

<sup>4</sup> Für die unabhängige Variable Streubesitz-Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2014 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner.

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Entsprechenserklärung und den Terzilen der Streubesitz-Marktkapitalisierung eines Unternehmens. Klasse eins enthält die Unternehmen mit niedriger Streubesitz-Marktkapitalisierung, Klasse zwei die mit mittlerer und Klasse drei die mit hoher. Ein z-Test führt zu den Ergebnissen in Tabelle 15.

<b>Gruppen von Entsprechenserklärungen</b>	<b>Entsprechen</b>	<b>Bestandsschutz</b>	<b>Abweichung</b>	<b>Totalabweichung</b>	<b>Keine Erklärung trotz Pflicht</b>
<b>Statistisch signifikante Unterschiede</b>	2010: signifikanter Unterschied zwischen Klasse 1 und 2.	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.	Uneinheitlicher Befund: keine Tendenzaussagen zulässig	2011 - 2014: Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant seltener (häufiger) Totalabweichung.	2010 - 2014: signifikanter Unterschied zwischen allen drei Klassen. Unternehmen in Klasse 2 und 3 (1) haben signifikant seltener (häufiger) keine Entsprechenserklärung trotz Pflicht.
	2011-2014: signifikanter Unterschied zwischen allen Klassen. Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.				

**Tabelle 15: Ergebnisse des z-Tests auf Unterschiede in der Streubesitz-Marktkapitalisierung nach Gruppen von Entsprechenserklärungen**

Die Gruppen Entsprechen, Totalabweichung und keine Erklärung trotz Pflicht unterscheiden sich statistisch signifikant in ihrer Streubesitz-Marktkapitalisierung. Der in Hypothese 7 vermutete signifikante Zusammenhang zwischen der Streubesitz-Marktkapitalisierung und dem erklärten Entsprechen ist damit für 2011 bis 2014 nachgewiesen. Unternehmen mit einer hohen Streubesitz-Marktkapitalisierung erklären häufiger Entsprechen als Unternehmen mit einer geringen. Bei den Abweichern lässt sich jedoch kein einheitliches Ergebnis feststellen. Hypothese 8 muss infolge der uneinheitlichen Ergebnisse verworfen werden. Dieses Ergebnis passt nicht in das Bild einer robusten, sehr häufig unabhängigen Erklärung der Abweichung, das die vorhergehenden Untersuchungen gezeigt hatten. Ein möglicher Grund dafür könnte die Schwierigkeit sein, dass es beispielsweise für eine geringe Streubesitz-Marktkapitalisierung verschiedene Erklärungen geben kann. Sie kann entweder eine insgesamt geringe

Marktkapitalisierung des Unternehmens oder einen hohen Aktienanteil im Festbesitz bedeuten. Aus diesem Grund wird anschließend die gesamte Marktkapitalisierung als der Gesamtwert aller börsennotierten Aktien betrachtet.

#### 4.3.4 Marktkapitalisierung

Die Unternehmen wurden entsprechend ihrer Marktkapitalisierung in Terzile eingeteilt. Die drei Klassen und die Entsprechenserklärungen haben den in Tabelle 16 dargestellten Zusammenhang.

	2010	2011	2012	2013	2014
n	600	571	545 <sup>5</sup>	507 <sup>6</sup>	469 <sup>7</sup>
<i>Degrees of Freedom</i>	8	8	8	8	8
$\chi^2$	157,820	156,546	122,733	95,169	127,665
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,363	0,370	0,336	0,306	0,369

**Tabelle 16: Ergebnisse des  $\chi^2$ -Unabhängigkeitstests für die Marktkapitalisierung**

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Entsprechenserklärungen und den Terzilen der Marktkapitalisierung eines Unternehmens (gleicher Befund wie bei Streubesitz-Marktkapitalisierung). Klasse 1 enthält die Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung, Klasse 2 die mit mittlerer und Klasse 3 die mit hoher. Ein z-Test führt zu den Ergebnisse in Tabelle 17.

Die Gruppen Entsprechen und keine Erklärung trotz Pflicht unterscheiden sich statistisch signifikant auch in ihrer Marktkapitalisierung. Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung erklären signifikant häufiger Entsprechen als erwartet. Damit wird der in Hypothese 9 vermutete positive Zusammenhang zwischen Entsprechen und Marktkapitalisierung bestätigt. Die Gruppe der Abweicher ist differenzierter zu betrachten: Im gesamten Untersuchungszeitraum erklären Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung seltener Abweichung als erwartet, während Unternehmen mit mittlerer Marktkapitalisierung häufiger ihre Abweichung

<sup>5</sup> Für die unabhängige Variable Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner.

<sup>6</sup> Für die unabhängige Variable Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner.

<sup>7</sup> Für die unabhängige Variable Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2014 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner.

Gruppen von Entsprechenserklärungen	Entsprechen	Bestandsschutz	Abweichung	Totalabweichung	Keine Erklärung trotz Pflicht
Statistisch signifikante Unterschiede	2010: signifikanter Unterschied zwischen Unternehmen in Klasse 1 und 2.	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.	2010-2014: signifikanter Unterschied zwischen Unternehmen in Klasse 1 und 2. Unternehmen in Klasse 1 (2) erklären seltener (häufiger) Abweichung.	2013/2014: Unternehmen in Klasse 3 erklären signifikant seltener Totalabweichung.	2010-2014: signifikanter Unterschied zwischen allen drei Klassen. Unternehmen in Klasse 2 und 3 (1) haben signifikant seltener (häufiger) keine Entsprechenserklärung trotz Pflicht.
	2011-2014: signifikanter Unterschied zwischen allen Klassen. Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.		Klasse 3 uneinheitlich: 2010: Unternehmen in Klasse 3 erklären signifikant häufiger Abweichung. 2011-2013: kein signifikanter Unterschied. 2014: Unternehmen in Klasse 3 erklären signifikant seltener Abweichung.		

**Tabelle 17: Ergebnisse des z-Tests auf Unterschiede in der Marktkapitalisierung nach Gruppen von Entsprechenserklärungen**

erklären. Die Ergebnisse der Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung sind völlig uneinheitlich: Während es 2010 einen signifikanten Unterschied zu Klasse 1 gibt (Klasse 3-Unternehmen erklären signifikant häufiger Abweichung als erwartet) gibt es 2011 bis 2013 keinen signifikanten Unterschied. In 2014 gibt es einen signifikanten Unterschied zu Klasse 2: Klasse 3-Unternehmen erklären signifikant seltener ihre Abweichung als erwartet. Damit muss Hypothese 10 verworfen werden.



### 4.3.5 Streubesitzanteil

Die Unternehmen wurden entsprechend ihrem Streubesitzanteil in Terzile eingeteilt. Die drei Klassen und die Entsprechenserklärungen stehen im Zusammenhang, den Tabelle 18 ausweist.

	2010	2011	2012	2013	2014
N	600	571	545 <sup>8</sup>	507 <sup>9</sup>	469 <sup>10</sup>
<i>Degrees of Freedom</i>	8	8	8	8	8
$\chi^2$	6,259	6,385	13,007	27,539	19,758
P	< 0,618	< 0,604	< 0,112	< 0,001	< 0,011
Cramer's V	0,072	0,075	0,109	0,165	0,145

**Tabelle 18: Ergebnisse des  $\chi^2$ -Unabhängigkeitstests für den Streubesitzanteil**

Während in den Jahren 2010 bis 2012 kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Entsprechenserklärung und den in Terzilen aufgeteilten Klassen des Streubesitzanteils besteht, lässt sich in den Jahren 2013 und 2014 ein schwacher, statistisch signifikanter Zusammenhang nachweisen. Klasse 1-Unternehmen sind solche mit dem geringsten Streubesitzanteil, Klasse 2-Unternehmen solche mit mittlerem und Klasse 3-Unternehmen solche mit hohem Streubesitzanteil. Ein z-Test brachte für die Jahre 2013 und 2014 die in Tabelle 19 dargestellten Ergebnisse.

In 2013 und 2014 gibt es einen schwachen signifikanten Unterschied, jedoch nur zwischen jeweils zwei Klassen von Unternehmen, die Entsprechen erklärt haben. Hypothese 11 ist somit insgesamt abzulehnen. Der in Hypothese 12 vermutete negative Zusammenhang zwischen hohem Streubesitzanteil und erklärter Abweichung kann nicht bestätigt werden.

<sup>8</sup> Für die unabhängige Variable Streubesitzanteil lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner.

<sup>9</sup> Für die unabhängige Variable Streubesitzanteil lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner.

<sup>10</sup> Für die unabhängige Variable Streubesitzanteil lagen im Jahr 2012 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner.

Gruppen von Entsprechenserklärungen	Entsprechen	Bestandsschutz	Abweichung	Totalabweichung	Keine Erklärung trotz Pflicht
Statistisch signifikante Unterschiede	2013: signifikanter Unterschied zwischen Klasse 2 und 3: Unternehmen in Klasse 3 (2) erklären häufiger (seltener) Entsprechen als erwartet.	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.	2013 -2014: kein signifikanter Unterschied zwischen den Klassen. Abweichung wird in allen Klassen gleich häufig erklärt.	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.	2013 - 2014: Unternehmen in Klasse 3 (1) haben signifikant seltener (häufiger) keine Entsprechenserklärung trotz Pflicht.
	2012/2014: signifikanter Unterschied zwischen Unternehmen in Klasse 1 und 3. Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.				

**Tabelle 19: Ergebnisse des z-Tests auf Unterschiede in den Streubesitzanteilen nach Gruppen von Entsprechenserklärungen**

#### 4.3.6 Zwischenergebnis

Mit Ausnahme der Untersuchung des Streubesitzanteils kommen die anderen Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass jeweils ein signifikanter Zusammenhang zwischen den Messgrößen Segmentzugehörigkeit, Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices, Streubesitz-Marktkapitalisierung sowie Marktkapitalisierung und dem Inhalt der Entsprechenserklärung besteht. Nachweisbar sind diese Unterschiede bei den Unternehmen, die Entsprechen erklärt haben, und bei denen, von denen trotz Pflicht keine Entsprechenserklärung auffindbar ist, mit jeweils entgegengesetzten Tendenzaussagen. Unternehmen im *Prime Standard* erklären häufiger Entsprechen als die im *General Standard*, Unternehmen in einem Auswahlindex häufiger als solche, die nicht in einem Auswahlindex gelistet sind, Unternehmen mit höherer Streubesitz-Marktkapitalisierung und höherer Marktkapitalisierung häufiger als solche mit niedrigerer.

Überraschend ist, dass bei den abweichenden Unternehmen von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich der untersuchten Messvariablen festgestellt werden können. So erklären von wenigen Ausnahmen abgesehen Unternehmen im *General Standard* nicht häufiger ihre Abweichung als die im *Prime Standard*, Unternehmen, die nicht in einem Auswahlindex gelistet sind, nicht häufiger als solche in einem Auswahlindex und Unternehmen mit einem geringen Streubesitzanteil nicht häufiger als solche mit einem hohen. Die Entscheidung, die Abweichung zu erklären, hängt also weder mit dem gewählten Transparenzstandard noch mit der Zugehörigkeit zu einem Auswahlindex noch mit der Streubesitz-Marktkapitalisierung noch mit der Marktkapitalisierung noch mit dem Streubesitzanteil zusammen.

#### 4.4 Multivariate Analyse

Für jedes Jahr des Untersuchungszeitraums wurden mit SPSS zwei binomiale logistische Regressionen gerechnet, eine mit Entsprechen als abhängiger Variable und eine mit Abweichung (im Sinne der Abweichungsquote 1 aus Tabelle 6) als abhängiger Variablen. Die Ergebnisse sind in den Tabellen 20 bis 24 zusammengefasst.

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK	Entsprechen 2010		Abweichung 2010	
	B	Exp (B)	B	Exp (B)
Segmentzugehörigkeit	1,102***	3,012	0,637***	1,891
Zugehörigkeit Auswahlindices	0,538**	1,713	0,113	1,120
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,000*	1,000	0,000	1,000
Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Streubesitzanteil	-0,491	0,612	-0,366	0,694
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	52,7		80,2	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	65,2		80,2	
Nagelkerkes R <sup>2</sup>	0,153		0,029	

\*/\*\*/\*\* bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 %-Niveau

**Tabelle 20: Ergebnisse der binomialen logistischen Regressionen der relativen Wahrscheinlichkeit von Entsprechen und Abweichung in 2010**

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK	Entsprechen 2011		Abweichung 2011	
	B	Exp (B)	B	Exp (B)
Segmentzugehörigkeit	1,248***	3,482	0,557**	1,745
Zugehörigkeit Auswahlindices	0,491*	1,634	- 0,01	0,999
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Streubesitzanteil	- 0,247	0,781	- 0,806*	0,447
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	50,3		79,0	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	67,1		79,0	
Nagelkerkes R <sup>2</sup>	0,168		0,026	

\*/\*\*/\*\* bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 % Niveau

**Tabelle 21: Ergebnisse der binomialen logistischen Regressionen der relativen Wahrscheinlichkeit von Entsprechen und Abweichung in 2011**

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK	Entsprechen 2012		Abweichung 2012	
	B	Exp (B)	B	Exp (B)
Segmentzugehörigkeit	1,115***	3,050	0,309	1,362
Zugehörigkeit Auswahlindices	0,987***	2,683	- 0,326	0,722
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Streubesitzanteil	- 0,287	0,751	- 0,305	0,737
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	52,3		79,1	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	67,9		79,1	
Nagelkerkes R <sup>2</sup>	0,196		0,009	

\*/\*\*/\*\* bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 % Niveau

**Tabelle 22: Ergebnisse der binomialen logistischen Regressionen der relativen Wahrscheinlichkeit von Entsprechen und Abweichung in 2012**

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK	Entsprechen 2013		Abweichung 2013	
	B	Exp (B)	B	Exp (B)
Segmentzugehörigkeit	0,595***	1,813	0,196	1,217
Zugehörigkeit Auswahlindices	1,035***	2,814	-0,393	0,675
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Streubesitzanteil	0,278	1,320	-0,333	0,717
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	54,6		78,5	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	64,1		78,5	
Nagelkerkes R <sup>2</sup>	0,147		0,012	

\*/\*\*/\*\*\* bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 % Niveau

**Tabelle 23: Ergebnisse der binomialen logistischen Regressionen der relativen Wahrscheinlichkeit von Entsprechen und Abweichung in 2013**

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 S. 1 DCGK	Entsprechen 2014		Abweichung 2014	
	B	Exp (B)	B	Exp (B)
Segmentzugehörigkeit	1,038***	2,822	0,429	1,536
Zugehörigkeit Auswahlindices	0,975***	2,650	-0,689**	0,502
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Marktkapitalisierung	0,000	1,000	0,000	1,000
Streubesitzanteil	0,013	1,014	-0,146	0,864
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	56,7		79,8	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	68,7		79,8	
Nagelkerkes R <sup>2</sup>	0,207		0,024	

\*/\*\*/\*\*\* bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 % Niveau

**Tabelle 24: Ergebnisse der binomialen logistischen Regressionen der relativen Wahrscheinlichkeit von Entsprechen und Abweichung in 2014**

Im gesamten Untersuchungszeitraum gibt es einen großen Unterschied in der Erklärungsleistung der untersuchten abhängigen Variablen: Das Entsprechen wird durch die untersuchten Variablen deutlich besser erklärt als die Abweichung. Dies zeigt sich sowohl an den Zahlen der Verbesserung der Vorhersagegenauigkeit des Modells durch Berücksichtigung der unabhängigen Variablen als auch an den R<sup>2</sup>-Werten nach Nagelkerke. Während die abhängigen Variablen die Anzahl der richtig vorhergesagten Fälle von Entsprechen deutlich erhöhen (um 12, 16, 15, 9 oder 12 Prozentpunkte), können die gleichen Variablen die Anzahl der richtig vorhergesagten Fälle von Abweichung nicht erhöhen. Nagelkerkes R<sup>2</sup>-Werte zeigen, dass die Variablen im Fall von Entsprechen zwischen 14,7 % und 20,7 % der Varianz erklären, während sie im Fall von Abweichung nur zwischen 0,9 % und 2,9 % erklären können.

#### **4.4.1 Segmentzugehörigkeit**

In den Jahren 2010 bis 2014 gibt es einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen Transparenzstandard und dem erklärten Entsprechen. Unternehmen im *Prime Standard* erklären häufiger Entsprechen als Unternehmen im *General Standard*. Die Hypothese 3 ist somit bestätigt. Während es in den Jahren 2010 und 2011 sogar einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen Transparenzstandard und der erklärten Abweichung gibt, ist dieser Zusammenhang in den Jahren 2012 bis 2013 positiv, aber nicht signifikant. Der in Hypothese 4 vermutete negative Zusammenhang kann in keinem Jahr nachgewiesen werden.

#### **4.4.2 Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices**

In den Jahren 2010 sowie 2012 bis 2014 besteht der in Hypothese 5 vermutete signifikant positive Zusammenhang zwischen der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices und dem erklärten Entsprechen. Im Jahr 2011 ist der Zusammenhang ebenfalls positiv, aber weniger signifikant. Es besteht nur ein tendenzieller Zusammenhang ( $p = 0,087$ ). Unternehmen in einem der Auswahlindices erklären signifikant (in 2011 tendenziell) häufiger Entsprechen als Unternehmen, die in keinem Auswahlindex sind. Der Zusammenhang zwischen Abweichungserklärung und Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices ist unterschiedlich: In 2010 ist er positiv, aber nicht signifikant, in 2011 besteht gar kein Zusammenhang, in 2012 und 2013 findet sich ein negativer, nicht signifikanter Zusammenhang und in 2014 ein negativer, signifikanter Zusammenhang. Der in Hypothese 6 vermutete Zusammenhang besteht damit nur in 2014.

#### **4.4.3 Streubesitz-Marktkapitalisierung**

Die binäre logistische Regression zeigt weder einen Zusammenhang zwischen der Streubesitz-Marktkapitalisierung und dem erklärten Entsprechen noch zwischen der Streubesitz-Marktkapitalisierung und der erklärten Abweichung. Die Hypothesen 7 und 8 sind deshalb zu verwerfen.

#### **4.4.4 Marktkapitalisierung**

Auch bei der Marktkapitalisierung lässt sich kein Zusammenhang zeigen, weder zwischen der Marktkapitalisierung und dem erklärten Entsprechen noch zwischen der Marktkapitalisierung und der erklärten Abweichung. Die Hypothesen 9 und 10 sind deshalb zu verwerfen.

#### **4.4.5 Streubesitzanteil**

In 2010 bis 2014 gibt es den vermuteten signifikanten Zusammenhang weder zwischen dem Streubesitzanteil und dem erklärten Entsprechen noch zwischen dem Streubesitzanteil und der erklärten Abweichung. Auch die Hypothesen 11 und 12 müssen deshalb verworfen werden.

#### **4.5 Zusammenfassung der Ergebnisse**

Sowohl die univariate als auch die multivariate Untersuchungsmethode kommen weitgehend zu übereinstimmenden Ergebnissen. Die Häufigkeit des erklärten Entsprechens hängt signifikant positiv von der Segment- und der Indexzugehörigkeit ab. Abweichende Ergebnisse gibt es bei der Frage nach einem Zusammenhang zwischen Entsprechen und Streubesitz-Marktkapitalisierung sowie zwischen Entsprechen und Marktkapitalisierung. Während die univariate Analyse einen positiv signifikanten Zusammenhang aufzeigt, kann dieser mit der multivariaten Analyse nicht nachgewiesen werden. Übereinstimmend kommen beide Verfahren bei der Suche nach erklärenden Variablen für die Abweichung zu dem überraschenden Ergebnis, dass keine der untersuchten Variablen die Abweichungen erklären kann. Weder der gewählte Transparenzstandard noch die Zugehörigkeit zu einem Auswahlindex noch die Streubesitz-Marktkapitalisierung noch die Marktkapitalisierung noch der Streubesitzanteil beeinflussen die Entscheidung, die Abweichung zu erklären. Hier ist nach anderen Erklärungen zu suchen.

### **5. Diskussion und Fazit**

Die bereinigte Entsprechensquote stieg zwischen 2010 und 2014 von 64,5 % auf 69,2 %. Sowohl ihre Höhe als auch ihre Entwicklung werfen drei Fragen auf: Sind diese Werte nicht hoch genug, um eine Beschäftigung mit der Einhaltung dieser Empfehlung überflüssig zu machen? Vergleicht man diese Entsprechensquoten jedoch mit den in der Literatur genannten generellen Entsprechensquoten über alle Empfehlungen, dann wird deutlich, dass die untersuchte Empfehlung eine deutlich schwächere Akzeptanz erfährt. Werder/Bartz haben eine deutlich höhere generelle Entsprechensquote in den von ihnen befragten CDAX-Unternehmen in Höhe von 81,9 % in 2013 (Werder/Bartz 2013, S. 886) und von 79,8 % in 2014 (Werder/Bartz 2014, S. 907) identifiziert. Kohl et al. haben eine generelle Entsprechensquote von 96,8 % aller DAX- und MDAX-Unternehmen in 2013 (Kohl et al. 2013a, S. 1) und 96,3 % in 2014 (Kohl et al. 2014a, S. 1) gefunden. Die Analyse der relativ geringen Akzeptanz dieser Empfehlung ist auch weiterhin von großer Relevanz.

Die zweite Frage lautet, ob man eine Fortschreibung der Zuwächse erwarten darf, die dazu führt, dass die Einhaltung der Empfehlung eines Tages nicht mehr als kritisch einzustufen sein wird. Da die Zuwächse in der Entsprechensquote jedoch nur von Unternehmen mit auslaufenden Bestandsschutzregelungen kommen, ist das Ende der Zuwächse absehbar. Die Entsprechensquote wird zukünftig vermutlich stabil bei ungefähr 70 % liegen. Die Abweichungsquote 1 war zwar im Untersuchungszeitraum leicht rückläufig, lag aber deutlich über dem kritischen Wert von 20 % und wird vermutlich auch in Zukunft kritisch bleiben.

Drittens stellt sich die Frage, ob die tatsächliche Entsprechensquote möglicherweise noch niedriger ist als die erklärte. Laut Kodex-Empfehlung soll das Unternehmen die Abfindung im Zeitpunkt des Abschlusses von Vorstandsverträgen begrenzen. Zu einem so frühen Zeitpunkt kann noch keine verbindliche Regelung der Abfindung getroffen werden, weil die Höhe der Abfindung erst Gegenstand eines Aufhebungsvertrages sein kann, über den dann verhandelt werden kann, wenn eine der beiden Seiten, konkret das Unternehmen, die vorzeitige Vertragsbeendigung wünscht. Es ist also gut möglich, dass Unternehmen ihr Entsprechen in dem Wissen um diese Unverbindlichkeit erklären. Ein solches Verhalten hätte zur Folge, dass die tatsächliche Befolgungsquote noch geringer wäre. Diese Vermutung legt auch der zu Beginn erwähnte Fall der Abfindung des ehemaligen Siemens Vorstandsvorsitzenden Peter Löscher nahe. Die Entsprechenserklärung der Siemens AG vom 1.10.2013 lautet: „Die mit Herrn Löscher anlässlich der vorzeitigen Beendigung seiner Vorstandstätigkeit geschlossenen Vereinbarungen sehen demgemäß Abfindungszahlungen vor, die jeweils den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten. Daneben wurden mit Herrn Löscher [...] weitere, nicht als Abfindung im Sinne von Ziff. 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 des Kodex anzusehende Leistungen vereinbart. Insbesondere hat sich Herr Löscher zu einem zweijährigen nachvertraglichen Wettbewerbsverbot verpflichtet. Einzelheiten der Vereinbarungen werden im Vergütungsbericht dargelegt werden, der Bestandteil des Geschäftsberichts 2013 ist“ (Siemens AG 2013).

Die Analyse der zusammengefassten Abweichungsgründe ohne die nur quotenweise Berücksichtigung von Mehrfachnennungen zeigt auf, dass zwischen 46,5 % und 51,4 % aller abweichenden Unternehmen ihre Abweichung (auch) mit dem Vertrauen auf die vertraglichen Regelungen des Aufsichtsrates begründen. Mit der Entsprechenserklärung, die nach § 161 Abs. 1 S. 1 AktG von Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam abgegeben werden muss, erklärt der Aufsichtsrat (mit dem Vorstand) das Vertrauen in seine eigenen Entscheidungen und sichert sich so seinen Handlungsspielraum im Einzelfall. Hier zeigt sich ein Aspekt der Systemwidrigkeit dieser Empfehlung. Ein weiterer Aspekt der Systemwidrigkeit zeigt sich darin,



dass die Höhe der Abfindung im Zeitpunkt des Vertragsschlusses nicht wirksam begrenzt werden kann. Die Regierungskommission fordert hier eine Regelung, die nicht in die Systematik der befristeten Verträge passt. Aus diesem Grund äußern zwischen 42,9 % und 45,8 % aller abweichenden Unternehmen zusammengefasst (auch) rechtliche Gründe für ihre Abweichung. Diese rechtlichen Bedenken signalisieren dem Kapitalmarkt eine sorgfältige und im Ergebnis richtige Beurteilung der Rechtslage und sind deshalb möglicherweise sogar ein positives Signal und ein klarer Hinweis auf die Systemwidrigkeit der Empfehlung.

Die verschiedenen Untersuchungen der Zusammenhänge in dieser Studie konnten nachweisen, dass die Häufigkeit des erklärten Entsprechens signifikant positiv von der Segment- und Indexzugehörigkeit abhängt. Es konnte jedoch kein Zusammenhang zwischen den untersuchten Variablen und der Häufigkeit der erklärten Abweichungen festgestellt werden. Auf die Frage, warum keine Variablen gefunden wurden, die die kritisch hohen Abweichungsquoten erklären können, kommen verschiedene Antworten in Betracht. Es kann sein, dass Unternehmen die Signalwirkung der Entsprechenserklärung hinsichtlich Entsprechen oder Abweichung von der empfohlenen Abfindungshöhe unterschiedlich einschätzen. Möglicherweise halten sie das Signal bezüglich der Abweichung nicht für wichtig, entweder weil sie vermuten, dass der Kapitalmarkt die Entsprechenserklärung nicht so differenziert analysiert, oder weil sie sie für unverbindlich, weil rechtsunwirksam halten. Denkbar wäre auch, dass die Unternehmen ihre Abweichung von der Empfehlung als Ergebnis einer professionellen, ehrlichen Auseinandersetzung mit der Problematik sogar als positives Zeichen sehen, weil dadurch eine rechtlich unwirksame Regelung vermieden wird. Dafür sprechen zumindest die Ergebnisse der Jahre 2010 und 2011. Die Abweichungen seit 2012 könnten auch durch die Einführung der Ermutigung zu einer Abweichungskultur in der Präambel des DCGK im Jahr 2012 erklärt werden. Auf Basis der gefundenen empirischen Ergebnisse sollten diese Fragestellungen mit Hilfe der Institutionenökonomik weiter untersucht werden.

## **Literatur**

- Bauer, Jobst-Hubertus (2000): „Nachgefragt bei: Jobst-Hubertus Bauer“, FAZ, 18.02.2000, S. 22.
- Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas (2012): „Aktienrecht in Zahlen: ‚Totalverweigerer‘ der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex“, Die Aktiengesellschaft 57 (20), R291-R293.
- Böcking, Hans-Joachim/Böhme, Jana/Gros, Marius (2012): „Wissenschaftliche Studien zum DCGK und die Notwendigkeit der qualitativen Analyse von Abweichungsbegründungen“, Die Aktiengesellschaft 57 (17), S. 615-625.

- Bundesverfassungsgericht (1979): „Urteil vom 1. März 1979“, Aktenzeichen 1 BvR 532, 1 BvR 533/77, 1 BvR 419/78 und 1 BvL 21/78, im Internet unter <https://web.archive.org/web/20050119052414/http://www.lexrex.de/rechtsprechung/entscheidungen/ctg1079949619317/120.html>, letzter Abruf am 27.06.2016.
- Deutsche Börse AG (2014): „Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse“, Version 6.29, abrufbar im Internet unter [http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Leitfaden\\_Aktienindizes.pdf](http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Leitfaden_Aktienindizes.pdf), Stand: Mai 2016, letzter Abruf am 27.06.2016.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976): „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, *Journal of Financial Economics* 3 (4), S. 305-360.
- Köhn, Rüdiger (2014): „Früherer Siemens-Chef Löscher erhält noch höhere Abfindung“, *FAZ*, 17.02.2014, S. 21.
- Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2012): „Kodexakzeptanz 2012: Analyse der Entsprechenserklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, abrufbar im Internet unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2038411](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038411), Stand: 12.04.2012, letzter Abruf am 27.06.2016.
- Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2013a): „Kodexakzeptanz 2013: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, abrufbar im Internet unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2251309](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2251309), Stand: 16.04.2013, letzter Abruf am 27.06.2016.
- Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2013b): „Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex: Governance-Indizes und Unternehmenseigenschaften“, *Zeitschrift für Corporate Governance* 8 (4), S. 153-159.
- Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2014a): „Kodexakzeptanz 2014: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, abrufbar im Internet unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2425180](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2425180), Stand: 16.04.2014, letzter Abruf am 27.06.2016.
- Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Strenger, Christian/Wolff, Michael (2014b): „Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex: Ergebnisse einer Langzeitbetrachtung über die ersten zehn Kodexfassungen“, *Zeitschrift für Corporate Governance* 9 (5), S. 197-204.
- Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2015): „Kodexakzeptanz 2015: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, abrufbar im Internet unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2597967](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2597967), Stand: 23.04.2015, letzter Abruf am 27.06.2016.
- Strieder, Thomas (2005): „DCGK Deutscher Corporate Governance Kodex: Praxiskommentar“, Berlin: E. Schmidt.
- Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2012): „Corporate Governance Report 2012: Kodexregime und Kodexinhalt im Urteil der Praxis“, *Der Betrieb* 65 (16), S. 869-878.
- Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2013): „Corporate Governance Report 2013: Abweichungskultur und Unabhängigkeit im Lichte der Akzeptanz und Anwendung des aktuellen DCGK“, *Der Betrieb* 66 (17), S. 885-895.

Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2014): „Corporate Governance Report 2014: Erklärte Akzeptanz des Kodex und tatsächliche Anwendung bei Vorstandsvergütung und Unabhängigkeit des Aufsichtsrats“, Der Betrieb 67 (17), S. 905-914.

Werder, Axel v./Turkali, Julia (2015): „Corporate Governance Report 2014: Kodexakzeptanz und Kodexanwendung“, Der Betrieb 68 (24), S. 1357-1367.

## Anhänge

### Anhang 1: Ergebnisse in absoluten Zahlen, untergliedert nach Indexzugehörigkeit

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Unternehmen mit erklärtem Entsprechen</b>	<b>284</b>	<b>287</b>	<b>286</b>	<b>278</b>	<b>270</b>
Davon auch im DAX	21	22	23	22	24
Davon auch im TecDAX	20	21	20	23	22
Davon auch im MDAX	32	37	40	40	42
Davon auch im SDAX	29	32	35	33	34
Davon nur im CDAX	182	175	168	160	148
<b>Unternehmen mit erklärten Bestandsschutzregelungen</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>6</b>
Davon auch im DAX	3	3	2	2	1
Davon auch im TecDAX	0	0	1	3	3
Davon auch im MDAX	4	3	1	1	0
Davon auch im SDAX	3	0	0	0	0
Davon nur im CDAX	12	10	6	4	2
<b>Unternehmen mit erklärter Abweichung</b>	<b>119</b>	<b>120</b>	<b>114</b>	<b>109</b>	<b>96</b>
Davon auch im DAX	6	5	5	6	5
Davon auch im TecDAX	4	4	5	1	2
Davon auch im MDAX	12	8	7	7	4
Davon auch im SDAX	13	13	10	12	11
Davon nur im CDAX	84	90	87	83	74
<b>Unternehmen mit erklärter Totalabweichung<sup>11</sup></b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>18</b>

<sup>11</sup> Diese Unternehmen sind ohne Ausnahme in keinem der Auswahlindizes enthalten.

## Anhang 2: Ergebnisse in relativen Zahlen, untergliedert nach Indexzugehörigkeit

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Unternehmen mit erklärtem Entsprechen</b>	<b>64,5 %</b>	<b>65,4 %</b>	<b>67,1 %</b>	<b>67,5 %</b>	<b>69,2 %</b>
Davon auch im DAX	70,0 %	73,3 %	76,7 %	73,3 %	80,0 %
Davon auch im TecDAX	83,3 %	84,0 %	76,9 %	85,2 %	81,5 %
Davon auch im MDAX	66,7 %	77,1 %	83,3 %	83,3 %	91,3 %
Davon auch im SDAX	64,4 %	71,1 %	77,8 %	73,3 %	75,6 %
Davon nur im CDAX	62,1 %	60,1 %	55,3 %	61,1 %	59,4 %
<b>Unternehmen mit erklärten Bestandschutzregelungen</b>	<b>5,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,5 %</b>
Davon auch im DAX	10,0 %	10,0 %	6,7 %	6,7 %	3,3 %
Davon auch im TecDAX	0,0 %	0,0 %	3,8 %	11,1 %	11,1 %
Davon auch im MDAX	8,3 %	6,3 %	2,1 %	2,1 %	0,0 %
Davon auch im SDAX	6,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Davon nur im CDAX	4,1 %	3,4 %	2,0 %	1,5 %	0,8 %
<b>Unternehmen mit erklärter Abweichung</b>	<b>27,0 %</b>	<b>27,3 %</b>	<b>26,8 %</b>	<b>26,5 %</b>	<b>24,6 %</b>
Davon auch im DAX	20,0 %	16,7 %	16,7 %	20,0 %	16,7 %
Davon auch im TecDAX	16,7 %	16,0 %	19,2 %	3,7 %	7,4 %
Davon auch im MDAX	25,0 %	16,7 %	14,6 %	14,6 %	8,7 %
Davon auch im SDAX	28,9 %	28,9 %	22,2 %	26,7 %	24,4 %
Davon nur im CDAX	28,7 %	30,9 %	28,6 %	31,7 %	29,7 %
<b>Unternehmen mit erklärter Totalabweichung<sup>12</sup></b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,6 %</b>

<sup>12</sup> Diese Unternehmen sind ohne Ausnahme in keinem der Auswahlindizes enthalten.

## Diskussionspapiere des Instituts für Organisationsökonomik

Seit Institutsgründung im Oktober 2010 ist monatlich ein Diskussionspapier erschienen. Im Folgenden werden die letzten zwölf aufgeführt. Eine vollständige Liste mit Downloadmöglichkeit findet sich unter <http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/de/forschen/diskussionspapiere.html>

- DP-IO 6/2016** Abfindungen für Vorstandsmitglieder  
Empirische Untersuchung der Entsprechenserklärungen von CDAX-Unternehmen  
*Ute Schottmüller-Einwag*  
Juni 2016
- DP-IO 5/2016** Zahlungsbereitschaften für deutsche Erfolge bei den Olympischen Winterspiele 2014 in Sotschi und die Austragung Olympischer Spiele in Deutschland  
*Linn-Brit Bakkenbüll/Alexander Dilger*  
Mai 2016
- DP-IO 4/2016** Aktuelle Probleme der EU  
*Alexander Dilger*  
April 2016
- DP-IO 3/2016** Implikationen des Wissenschaftszeitvertragsgesetzes für Hochschulen und Mitarbeiter  
*Alexander Dilger*  
März 2016
- DP-IO 2/2016** Fördert sportliche Aktivität den beruflichen Aufstieg?  
*Michael Müller*  
Februar 2016
- DP-IO 1/2016** Does Attractiveness Win?  
On the Gender-Specific Impact of Attractiveness on Athletic Performance in Tennis  
*Linn-Brit Bakkenbüll*  
Januar 2016
- DP-IO 12/2015** Drittmittelorientierung als Risiko für Hochschulen  
*Alexander Dilger*  
Dezember 2014
- DP-IO 11/2015** The Willingness to Pay for a German Win of the 2014 FIFA World Cup in Brazil  
*Linn-Brit Bakkenbüll/Alexander Dilger*  
November 2015
- DP-IO 10/2015** 5. Jahresbericht des Instituts für Organisationsökonomik  
*Linn-Brit Bakkenbüll/Alexander Dilger*  
Oktober 2015
- DP-IO 9/2015** How to Apply as a Doctoral Student in Germany?  
*Alexander Dilger*  
September 2015
- DP-IO 8/2015** Welche Unternehmen profitieren vom Euro?  
*Alexander Dilger*  
August 2015
- DP-IO 7/2015** Bundesrepublik Erde  
Grundrechte und Grundgesetz für die ganze Welt  
*Alexander Dilger*  
Juli 2015



Herausgeber:  
Prof. Dr. Alexander Dilger  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster  
Institut für Organisationsökonomik  
Scharnhorststr. 100  
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-24303  
Fax: +49-251/83-28429

[www.wiwi.uni-muenster.de/io](http://www.wiwi.uni-muenster.de/io)

