

# Quo vadis Corporate Governance?

A decorative graphic consisting of a small gold horizontal bar above a dark grey downward-pointing arrow shape.

Prof. Jörg Rocholl, Ph.D.  
ESMT Berlin

Berlin  
29. November 2011

## ▸ Ausblick

1. Corporate Governance in der Entwicklung
2. Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise
3. Boards – Rollen und Charakteristika
4. Regulatorische Implikationen

# 1. Corporate Governance in der Entwicklung

## Corporate Governance – Kein neues Phänomen

### Beschreibung

“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”

(Adam Smith, 1776)

### Beispiele

- Mietwagen
- Firmenjets

## › Eine weitere historische Perspektive aus den USA

### Empirische Evidenz: Adolf Berle und Gardiner Means (1932)

- 88 der 200 größten US-Unternehmen (58% der Bilanzsumme) ohne Aktionär mit Eigentum > 20%
- Nur 22 Unternehmen mit Mehrheitseigentümer

### Implikation

- Machtkonzentration beim Management
- Frage nach der Verantwortung für Investoren und die Gesellschaft

### Zusammenfassung

“The property owner who invests in a modern corporation so far surrenders his wealth to those in control of the corporation that he has exchanged the position of independent owner for one in which he may become merely recipient of the wages of capital... [Such owners] have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest...”

## › Eine – kontroverse – jüngere Betrachtung

### Definition

“Corporate governance deals with the agency problem: the separation of management and finance. The fundamental question of corporate governance is how to assure financiers that they get a return on their financial investment.”

(Shleifer und Vishny, 1997)

### Interpretation

- Trennung von Management und Eigentümern
- Interessen nicht unbedingt konsistent
- Prinzipal-Agent-Konflikt

## Wie können Eigentümer und Aktionäre zusammengebracht werden?

Traditionelle Frage: Wie können Aktionäre sicherstellen, dass Manager in ihrem Interesse handeln?

- Anreize
  - Bonus
  - Aktien und Aktienoptionen
- Transparenz
  - Rechnungslegung
  - Wirtschaftsprüfung
- Aktive Eigentümer
  - Shareholder Activism
  - Starke und unabhängige Aufsichtsgremien
- Gesetzliche Rahmenbedingungen

## 2. Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise

## » Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise

### Massive weltweite Wohlfahrtsverluste

- Negatives Wachstum
  - Anstieg in der Arbeitslosigkeit
  - Substantielle Haushaltsdefizite
- EC Green Paper: Massive Injektionen von Steuergeldern in Europa und den USA – bis zu 25% des BIP
- Bank of England: Barwert der Verluste könnte 100% des BIP erreichen

### Analyse der Ursachen

- Globale Ungleichgewichte
- Zinspolitik
- Laxe Regulierung/Überwachung
- Adverse Anreize in Unternehmen und Banken

## › Ist der Fokus auf Aktionäre gerechtfertigt?

### Externalitäten

- Fremdkapitalgeber
- Andere Stakeholder wie zum Beispiel Arbeitnehmer und Steuerzahler

### Fremdkapitalgeber (ähnlich auch Arbeitnehmer)

- Bevorzugen weniger Risiko und erwarten sichere Rückzahlung ihres Kapitals
- Aktionäre bevorzugen mehr Risiko

### Steuerzahler

- Konkurs einer Finanzinstitution kann zu Dominoeffekt führen
- Systemisches Risiko führt zu Intervention von Regierungen und Notenbanken

## EC Green Book: Die Rolle der Aktionäre

### Kurzfristdenken

“Such shareholders sometimes seem to show little interest in the long-term governance objectives of the businesses/financial institutions in which they invest and may be responsible for encouraging excessive risk-taking in view of their relatively short, or even very short (quarterly or half-yearly) investment horizons.”

### Fehlen verlässlicher Eigentümer

“(C)ertain profitability models, based on possession of portfolios of different shares, lead to the abstraction, or even disappearance, of the concept of ownership normally associated with holding shares.”

### Fehlen von Anreizen zur aktiven Beteiligung

“(T)he costs which institutional investors would face if they wanted to actively engage in governance of the financial institution can dissuade them, particularly if their participation is minimal.”

## ▶ EC Green Book: Die Rolle der Aufsichtsgremien (I)

### Fehlendes Engagement

“(M)embers of boards of directors, in particular non-executive directors, devoted neither sufficient resources nor time to the fulfilment of their duties.”

### Fehlende Diversität

“(M)embers of boards of directors did not come from sufficiently diverse backgrounds. The Commission, like several national authorities, notes a lack of diversity and balance in terms of gender, social, cultural and educational background.”

## EC Green Book: Die Rolle der Aufsichtsgremien (II)

### Fehlende Erfolgsmessung

“(B)oads of directors, in particular the chairman, did not carry out a serious performance appraisal either of their individual members or of the board of directors as a whole.”

### Fehlende Risikowahrnehmung

“(B)oads of directors were unable or unwilling to ensure that the risk management framework and risk appetite of their financial institutions were appropriate.”

## › Eine umfassendere Definition von Corporate Governance

### EC Green Book/OECD's Principles of Corporate Governance

The traditional definition of corporate governance refers to relations between

- a company's senior management,
- its board of directors,
- its shareholders
- and other stakeholders, such as employees and their representatives.

It also determines the structure used to define a company's objectives, as well as the means of achieving them and of monitoring the results obtained.

## 3. Boards – Rollen und Charakteristika

## Welche Rollen sollten Boards spielen?

### Polizist

- Überwachung und Disziplinierung des Managements
- Bestimmung der generellen Strategie

### Freund

- Gesprächspartner für das Management
- Beratung des Managements

### Unterstützer

- Bereitstellung von Expertise
- Bereitstellung wichtiger und wertvoller Kontakte

## Welche Charakteristika sollten Boards haben?

- Unabhängigkeit
  - De iure
  - De facto (Loyalität, Gehorsam)
- Engagement
  - Handeln im Sinne der wesentlichen Stakeholder
  - Genügend Zeit
- Expertise und Kompetenz
  - In großer Nachfrage
  - Vielfältige Beispiele
- Diversität

## › Offene Fragen

- Sind die verschiedenen Rollen immer gleich wichtig?
- Sind einzelne Aspekte besonders wichtig in bestimmten Situationen?
- Was sagt die empirische Evidenz für die verschiedenen Charakteristika?
- Inwiefern gibt es bei diesen Charakteristika Zielkonflikte?

## ▶ Gute Governance hat während der Krise nicht geholfen

### 1) Studie von Erkens, Hung und Matos (2010)

- During the crisis, worse stock returns for firms with
  - More independent boards
  - Higher institutional ownership
- Firms with higher institutional ownership took more risk prior to the crisis

### 2) Studie von Peni und Vähämaa (2010)

- Strong governance may have had negative effects on stock market valuations during the crisis
- But:
  - Higher profitability in 2008
  - Substantially higher stock returns after the crisis

## › Bessere Repräsentierung von Aktionären hat in der Krise nicht geholfen

### Beltratti und Stulz (2009)

- Banks with more shareholder-friendly boards performed worse during the crisis
- Banks in countries with stricter capital requirement regulations and with more independent supervisors performed better.

### Fahlenbrach und Stulz (2011)

- No evidence that banks with better aligned CEOs performed better during the crisis
- Some evidence that these banks performed worse in terms of stock and accounting return on equity

### Laeven und Levine (2009)

- Bank risk taking varies positively with the comparative power of shareholders within the corporate governance structure of each bank

## Wie Busy ist Busy?

### Kernfragen

- Wann ist ein Board busy?
- Wie kann man Busyness messen?

### Gemischte Evidenz

- Average number of board seats held by outside directors (Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003) - No effect.
- Percentage of outside directors who are busy (Fich and Shivdasani, 2006) - Negative effect.

### Offene Fragen

- Wie wichtig sind diese Ämter?
- Wieviel Zeit wird für sie benötigt?
- Wieviel Hilfe steht zur Verfügung?

## Welchen Einfluss hat Diversität?

### Diversität Männer/Frauen: Empirische Evidenz für die USA

- Female directors have significant impact on board inputs and firm outcomes
- Female directors with better attendance records
- Male directors with fewer attendance problems the more gender-diverse the board is
- Women more likely to join monitoring committees
- However, the average effect of gender diversity on firm performance is negative

### Diversität anderer Charakteristika: Lehman Brothers

- 10 externe Mitglieder des Boards
- Diverse Gruppe, z.B. Theaterproduzent, Chef des Roten Kreuzes/Navy Admiral
- Nur zwei Mitglieder mit direkter Erfahrung in der Finanzbranche
- Risk Committee traf sich nur zweimal in den Jahren 2006 and 2007

## 4. Regulatorische Implikationen

## › Verschiedene regulatorische Initiativen

- Kapital- und Liquiditätsanforderungen – Basel III
- Überwachung und Aufsicht
- Alternative Investments - AIFM
- Transaktionssteuer, Transaktivitätssteuer, Bankenabgabe
- Größe und Umfang von Banken – “Volcker rule”
- Krisenmanagement und Resolutionsmechanismen

## ► Wie wichtig ist Corporate Governance in diesem Zusammenhang?

- Bestimmte Probleme sind nicht neu und waren schon vor der Finanzkrise bekannt
- Viele werden bereits in der bestehenden Regulierung erfasst, aber nicht immer auch praktisch angegangen
- Besonderer Bedarf für bessere Implementierung
- Risiko der Übererfüllung und Schaffung unnötiger Bürokratie
  - Box-ticking
  - Form over substance

## Bestehende Regulierung in Deutschland: Beispiele (für Kreditinstitute)

- Anzahl der Mandate der Aufsichtsratsmitglieder
  - Kreditwesengesetz, §36
  - Deutscher Corporate Governance Kodex, Punkt 5.4.5
  - Aktiengesetz, §100
- Hintergründe der Aufsichtsratsmitglieder
  - Kreditwesengesetz, §36
  - Deutscher Corporate Governance Kodex, Punkt 5.4.1
  - Aktiengesetz, §100

## Zusammenfassung

- Ein höchst relevantes Thema
  
- Die Evidenz ist
  - Nicht immer so klar wie allgemein erwartet
  - Manchmal sogar kontraintuitiv
  - Abhängig von Kontext und Zeit
  
- Besseres Verständnis ist notwendig
  - Bestehende Evidenz und ihre genauen Aussagen
  - Abwägung zwischen verschiedenen Zielen
  - Einfluss der gegenwärtigen Regulierung (comply or explain)