

Literaturüberblick zum Thema:

Corporate Governance und Kapitalkosten

Den theoretischen Rahmen des vorliegenden Literaturüberblicks bildet die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in Kapitalgesellschaften. Diese stellt eine mögliche Ausgestaltung des Prinzipal- Agenten Problems¹ dar: Die Eigentümer, also die Anteilseigner, beauftragen einige wenige Manager zur Führung ihres Unternehmens, nehmen jedoch realistischerweise an, dass diese in erster Linie ihren eigenen Nutzen maximieren. In der Folge entsteht ein Zielkonflikt zwischen beiden Parteien, der zu einem durch Mismanagement verursachten Wohlfahrtsverlust auf Unternehmensebene führen kann. Um dieses zu verhindern, installieren die Anteilseigner in Abwägung der daraus entstehenden Agency Kosten² ein System von internen Überwachungs- und Anreizmechanismen, die auf einen Interessensausgleich zwischen Eigentümern und Management abzielen. Daneben gibt es auch unternehmensexterne Mechanismen, die einen solchen Interessenausgleich herbeiführen helfen. Die internen und externen Unternehmensführungs- und Kontrollmechanismen werden gemeinhin als Corporate Governance bezeichnet.

In der Forschungsliteratur interessiert seit mehreren Jahrzehnten, welchen Einfluss einzelne oder mehrere Instrumente der Corporate Governance auf die Kapitalkosten eines Unternehmens haben. Der Begriff Kapitalkosten bezieht sich üblicherweise und auch hier auf die Eigenkapitalkosten, also der erwarteten Rendite, die ein Investor für sein eingesetztes Kapital verlangt. Diese Kapitalverzinsung stellt einen Ausgleich für die Opportunitätskosten des Investors dar. Da sie in der Realität jedoch nicht direkt beobachtbar ist, haben sich im Laufe der Zeit verschiedene Modelle zur ihrer Schätzung herausgebildet. Sie lassen sich grob in drei Gruppen einteilen, die im Folgenden kurz erläutert werden.

1 Vgl. Jensen/Meckling (1976), S.6f.

2 Vgl. Jensen/Meckling(1976), S.5f.

Eine erste Gruppe bilden die eher theoretisch fundierten Faktorenmodelle, denen zufolge ein positiver Zusammenhang zwischen Kapitalkosten und Risiko besteht. Zu den bekanntesten zählt das Capital Asset Pricing Model³(CAPM). Bei diesem Einfaktormodell errechnet sich die erwartete Rendite eines Wertpapiers aus der Addition des risikolosen Zinssatzes mit dem Produkt aus der Risikoprämie des Marktportfolios und einem Betafaktor, der eine Maßzahl für das systematische und damit nicht diversifizierbare Risiko des Unternehmens darstellt. Andere Faktorenmodelle verwenden hingegen mehrere Betafaktoren, mit denen sie unerwartete Veränderungen verschiedener makroökonomischer Variablen wie beispielsweise BIP, Inflation oder Industrieproduktion entsprechend ihres Einflusses auf das Unternehmen gewichten und auf diese Weise die erwartete Rendite errechnen. Ein weiteres Mehrfaktorenmodell ist das sogenannte Drei-Faktoren-Modell⁴. Es stellt eine Erweiterung des CAPM um die Variablen Buchwert-Kurs Verhältnis und Unternehmensgröße dar, die negativ respektive positiv mit den Kapitalkosten korreliert sind.

Eine zweite Gruppe von Modellen postulieren einen negativen Zusammenhang zwischen Kapitalkosten und der Liquidität am Kapitalmarkt.⁵ Eine geringe Liquidität führt demnach zu hohen Transaktionskosten wie beispielsweise einer hohen Geld-Brief-Spanne oder hohen Maklergebühren. Bei einer hohen Liquidität sinken hingegen die Transaktionskosten. Der Grund hierfür ist in Effekten der adverse Selektion⁶ zu vermuten. Bei wenig öffentlich verfügbaren Informationen über ein Unternehmen würden die Käufer von Wertpapieren nämlich einen Liquiditätsaufschlag verlangen, da sie vermuten, dass die Verkäufer über bessere Informationen hinsichtlich der Erfolgsaussichten des Unternehmens verfügen und aus diesem Grund verkaufen wollen.

Eine dritte Gruppe von Modellen sind die zukunftsorientierten Dividenden-diskontierungsmodelle⁷ (DDM). Im Gegensatz zu den Faktorenmodellen, bei denen der Betafaktor überwiegend anhand historischer Daten bestimmt wird, stützen sich die DDM auf verschiedene Dividendenprognosen, die zusammen

3 Vgl. Sharpe (1964).

4 Vgl. Fama/French (1993).

5 Vgl. Amihud/Mendelson (2005).

6 Vgl. Akerlof (1970).

7 Vgl. Botosan/Plumlee (2002).

mit einem Endwert auf den Marktwert des Unternehmens abdiskontiert werden, sodass der errechnete interne Zinsfuß der erwarteten Kapitalrendite entspricht. Fraglich ist allerdings, inwiefern die Analystenprognosen die tatsächlichen Erwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln. Dennoch hat sich diese implizite Schätzung von Kapitalkosten in der aktuellen Forschung weitestgehend etabliert und ist auch in der Corporate-Governance-Literatur ein bevorzugtes Proxy für die Kapitalkosten.

Die Forschungsliteratur hinsichtlich des Einfluss von Corporate Governance auf die Kapitalkosten lässt sich, in Anlehnung an Stefan Bress⁸, in drei verschiedene Phasen strukturieren. Die Abgrenzung der einzelnen Phasen erfolgt dabei entlang der Dimensionen Aggregationsniveau der Governancevariablen und Internationalität, wobei die Übergänge fließend sind.

In einer ersten Phase *intranationaler* Untersuchungen lag der Fokus auf der Identifikation *einzelner* die Kapitalkosten beeinflussender Governancevariablen. Hinsichtlich *interner Regelungsmechanismen* ist beispielsweise eine variable Vergütungskomponente, die die Managemententlohnung an die Aktienperformance koppelt, als eine solche Variable identifiziert worden.⁹ Die Boardstruktur ist eine weitere Determinante. Die Unabhängigkeit der Boardmitglieder wird hierbei mit einem effizienteren Monitoring der Manager assoziiert, was sich unter anderem in geringeren CEO Überkompensation¹⁰ und weniger unnützen Investitionen freier Cash-Flows¹¹ zeigt. Letzteres verweist auf den optimalen Verschuldungsgrad als weiterer interner Stellgröße. Das Problem freier Cash-Flows¹² kann nämlich durch Dividendenausschüttungen und einer Erhöhung der Fremdkapitalfinanzierung verringert werden. Dies hat auch Steuerersparnisse zur Folge, da Fremdkapitalzinsen den Jahresüberschuss schmälern. Auf der anderen Seite steigen jedoch mit zunehmendem Fremdkapitalanteil die Kosten einer möglichen Insolvenz. Desweiteren steigt das Risiko von Investitionsverzerrungen wie beispielsweise der Annahme über-

8 Vgl Bress (2009), S.43f.

9 Vgl. Tehranian/Waagelein (1985).

10 Vgl. Core et al. (1998).

11 Vgl. Richardson (2005).

12 Vgl. Jensen (1986).

mäßig riskanter Projekte¹³ oder dem Ablehnen von Projekten mit positiven Kapitalwert¹⁴. Die Fremdkapitalgeber, die von den Investitionsverzerrungen betroffen wären, würden als Risikoausgleich eine höhere Kapitalverzinsung verlangen, was wiederum die Eigenkapitalgeber dazu bewegt, eine Überschuldung zu vermeiden. So entsteht eine Balance im Sinne eines optimalen Verschuldungsgrads. Die Eigentümerstruktur ist ein weiterer interner Regelungsmechanismus. Ein größerer Anteilsbesitz vergrößert demnach den Anreiz zum Monitoring des Management und führt zu einer Verringerung des Agency Risikos und sinkenden Kapitalkosten.¹⁵ Dies ist jedoch umstritten, da institutionelle Investoren und Großanleger ihre Stimmkraft ebenso zur Durchsetzung privater Vorzüge nutzen können und somit zur Erhöhung des Agency Risikos beitragen.

Hinsichtlich *externer Regelungsmechanismen* ist beispielsweise der Markt für Unternehmenskontrolle zu nennen. Da schlecht geführte Unternehmen meist unterbewertet sind, entsteht ein Anreiz für fremde Unternehmen, dieses zu übernehmen. Durch eine Verbesserung der Governance-Mechanismen würde der neue Eigentümer folglich die Ertragskraft des Unternehmens steigern, sodass der Marktpreis wieder steigt, und es dann gewinnbringend veräußern. Die Manager des ursprünglichen Unternehmens, die um Arbeit und Reputation fürchten, wollen jedoch solch eine Übernahmesituation gar nicht erst entstehen lassen und verbessern die Corporate Governance daher von sich aus. Die Publizität rechnungslegungsbezogener Informationen ist ein weiterer externer Regelungsmechanismus. Die Quantität und Qualität der offengelegten Informationen und die Kapitalkosten stehen hierbei in einem negativen Zusammenhang.¹⁶ Dies erscheint auch durchaus plausibel, da die Kapitalmarktakteure lieber gut als schlecht informiert sind.

In einer zweiten Phase der Untersuchungen wurde der Einfluss *aggregierter* Governancevariablen auf die Kapitalkosten untersucht. Dieser kann auch der zugrundeliegende Basisartikel¹⁷ zugeordnet werden. Eine wesentliche Schluss-

13 Vgl. Jensen/Meckling(1976).

14 Vgl. Myers(1977).

15 Vgl. Shleifer/Vishny (1997).

16 Vgl. Botosan/Plumlee (2002).

17 Vgl. Asbaugh et al. (2004).

folgerung des Basisartikels betrifft die Auswirkungen aggregierter Variablen auf die Kapitalkosten. Zum einen wird nämlich ein direkter Zusammenhang zwischen der Qualität und Quantität offengelegter Finanzinformationen und den Kapitalkosten nachgewiesen. Dieser Zusammenhang ist erwartungsgemäß negativ und verweist darauf, dass Kapitalmarktakteure infolge transparenter Unternehmenspublizität eine genauere Schätzung der Unternehmensentwicklung vornehmen können, was zu einer Reduzierung des Schätzrisikos führt und von den Investoren in Form von geringeren Renditeerwartungen honoriert wird. Auch kann der Abbau von Informationsunterschieden zwischen informierten und uninformierten Investoren, der zu einer Erhöhung der Kapitalmarktliquidität führt, hierfür ursächlich sein. In beiden Fällen wird in aller Regel das unsystematische und von der allgemeinen Marktentwicklung unabhängige Risiko des Unternehmens reduziert. Das systematische und von der allgemeinen Marktentwicklung abhängige Risiko wird hingegen von den anderen drei aggregierten Governancevariablen beeinflusst. Diese, also die Eigentümerstruktur, die Rechte der Anteilseigner und die Boardstruktur, weisen nämlich nur einen indirekten, mittelbaren Zusammenhang mit den Kapitalkosten auf. Er ist negativ und erfolgt über ein Governance Beta, das dem Drei-Faktoren-Modell von Fama/French hinzugefügt ist und das aus schlechter Governance resultierende Agency Risiko misst. Eine bessere Governance führt demnach zu einem sinkenden Governance Beta und dieses dann zu sinkenden Kapitalkosten. Der Grund hierfür ist in opportunistischen Managementverhalten zu vermuten. Manager tendierten nämlich dazu, freie Cash-Flows in risikobehaftete und unnütze Projekte zu investieren, die abhängig von der allgemeinen makroökonomischen Entwicklung entweder zu bescheidenen Gewinnen oder überhöhten Verlusten führen.¹⁸ Dieser Hebeleffekt entsteht aus dem Marktrisiko und ist daher systematisch.

In einer dritten Phase geriet *eine* exogene Variable, nämlich das Rechtssystem, in den Fokus zahlreicher vor allem *internationaler* Untersuchungen. Ausgangspunkt bildet hierbei die Abgrenzung zweier unterschiedlicher Rechtsräume und deren Auswirkungen auf den Investorenschutz.¹⁹ Das Common-Law System

18 Vgl. Garmaise/Liu (2005).

19 Vgl. La Porta et al. (2000).

angelsächsischer Prägung einerseits basiert auf einem starken Gewohnheitsrecht. Der Rechtsprechung werden große Freiräume eingeräumt, da sie bei ihrer Rechtsfindung auf allgemeine gewohnheitsrechtliche Prinzipien zurückgreifen und somit selbst bei nicht im Gesetz kodifizierten Sachverhalten eine Verurteilung aussprechen kann. Dieser Grad an Unvorhersehbarkeit schützt die Eigenkapitalgeber, indem sie die Verfolgung zweifelhaften Managementverhaltens erleichtert. Das Civil-Law System kontinental-europäischer Prägung andererseits bindet die Richter hingegen stärker an die kodifizierten Gesetze. Dies macht die Rechtsprechung relativ vorhersehbar und ermöglicht die Ausnutzung gesetzlicher Graubereiche zulasten der Eigenkapitalgeber. Die Unterschiede in den Rechtssystemen wirken sich dergestalt auf die Kapitalkosten aus, als dass diese in Common-Law Ländern niedriger sind.²⁰ Auch gibt es hier tendenziell höhere Dividendenzahlungen als in Civil-Law Ländern.²¹ Beides ist auf einen stärkeren Investorenschutz zurückzuführen.

Abschließend sei noch auf die aktuelle Governanceforschung hingewiesen. Sie beschäftigt sich unter anderem mit den Auswirkungen von Corporate Governance auf die Unternehmensperformance und dem Rating der Corporate Governance durch externe Dritte.²² Auch werden zunehmend Unternehmen in Schwellen- und Entwicklungsländern untersucht. Es handelt sich also um einen prosperierenden Forschungszweig.

20 Vgl. Hail/Leuz (2004).

21 Vgl. La Porta et al. (2000).

22 Vgl. Bress (2009), S.43f.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970):** The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, www.scholar.google.de (Zugriff am 15.10.2011).
- Amihud, Yakov/Mendelson, Haim (2005):** The Liquidity Route to Lower Cost of Capital, www.scholar.google.de (Zugriff am 15.10.2011).
- Ashbaugh, Hollis/Collins, Daniel W./LaFond, Ryan (2004):** Corporate Governance and The Cost of Equity Capital, Working Paper, www.ssrn.com(Zugriff am 31.08.2011).
- Botosan, Christine A./Plumlee, Marlene A. (2002a):** Assessing the Construct Validity of Alternative Proxies for Expected Cost of Equity Capital, Working Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 15.10.2011).
- Botosan, Christine A./Plumlee, Marlene A. (2002b):** A Re- examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, www.scholar.google.com (Zugriff am 22.10.2011).
- Bress, Stefan (2009):** Corporate Governance in Deutschland, www.books.google.de (Zugriff am 22.10.2011).
- Core, John E./Holthausen, Robert W./Larcker David F. (1998):** Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, www.scholar.google.de (Zugriff am 22.10.2011).
- Fama, Eugene F./French, Kenneth R. (1993):** Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, www.scholar.google.de (Zugriff am 15.10.2011).
- Garmaise, Mark J./Liu, Jun (2005):** Corruption, Firm Governance, and the Cost of Capital, Working Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 22.10.2011).

- Hail, Luzi/Leuz, Christian (2005):** International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?, Working Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 29.10.2011).
- Jensen, Michael C. (1986):** Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, Accepted Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 22.10.2011).
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, Accepted Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 15.10.2011).
- La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert (2000):** Investor Protection and Corporate Governance, Working Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 29.10.2011).
- Myers, Steward C. (1977):** Determinants of corporate borrowing, www.scholar.google.de (Zugriff am 22.10.2011).
- Richardson, Scott A. (2006):** Over-investment of free cash flow, Accepted Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 22.10.2011).
- Sharpe, William F. (1964):** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, www.scholar.google.de (Zugriff am 15.10.2011).
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1997):** A Survey of Corporate Governance, Accepted Paper, www.ssrn.com (Zugriff am 15.10.2011).
- Tehrani, Hassan/Waegel, James F. (1985):** Market reaction to short term executive compensation plan adoption, www.scholar.google.de (Zugriff am 22.10.2011).