



---

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

---

# Wertorientierte Überwachung durch den Aufsichtsrat

Ausgewählte Ergebnisse einer Umfrage



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 32  
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen  
Frankfurt am Main, November 2005

Herausgeber:	Prof. Dr. Rüdiger von Rosen Deutsches Aktieninstitut e.V. Börsenplatz 5 60313 Frankfurt a. M. Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12 Internet <a href="http://www.dai.de">http://www.dai.de</a>	Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking Professur für BWL, insb. Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a. M. Mertonstr. 17 60054 Frankfurt a. M. Tel. 0 69/798 25-214 Fax 0 69/798 25-265 Internet <a href="http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/profs/boecking">http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/profs/boecking</a>
Autoren:	Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking Goethe-Universität, Frankfurt a.M.	Tel. 0 69/798 25-214 E-Mail <a href="mailto:boecking@wiwi.uni-frankfurt.de">boecking@wiwi.uni-frankfurt.de</a>
	Dr. Andreas Dutzi Goethe-Universität, Frankfurt a.M.	Tel. 0 69/798 25-296 E-Mail <a href="mailto:dutzi@wiwi.uni-frankfurt.de">dutzi@wiwi.uni-frankfurt.de</a>
	Dipl.-Vw. Gerrit Fey Deutsches Aktieninstitut e.V.	Tel. 0 69/9 29 15-41 E-Mail <a href="mailto:fey@dai.de">fey@dai.de</a>
	Dr. Franz-Josef Leven Deutsches Aktieninstitut e.V.	Tel. 0 69/9 29 15-24 E-Mail <a href="mailto:leven@dai.de">leven@dai.de</a>

1. Auflage, November 2005

ISBN 3-934579-32-9

Alle Rechte vorbehalten

# **Wertorientierte Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat**



## Vorwort

Eine wachsende Kapitalmarktorientierung bedeutet für börsennotierte Unternehmen, dass sie von den Marktteilnehmern verstärkt daran gemessen werden, ob ihnen eine nachhaltige Wertsteigerung gelingt. Deshalb stellt sich zugleich die Frage, wie sich die Zielforderung der Wertorientierung auf die Art der Unternehmensführung und Unternehmensüberwachung - also die Corporate Governance - auswirkt.

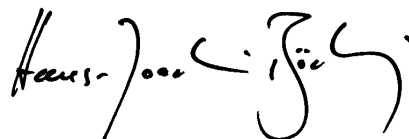
Im deutschen Modell der Unternehmensverfassung kommt dem Aufsichtsrat hierbei eine herausragende Bedeutung zu. Als zentrales Überwachungsorgan ist er im Auftrag der Aktionäre für die Kontrolle der Unternehmensführung zuständig. Dennoch wird dem Thema Wertorientierung in Studien, die sich mit dem Aufsichtsrat beschäftigen, bisher eine vergleichsweise geringe Aufmerksamkeit geschenkt. Die vorliegende Untersuchung „Wertorientierte Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat – ausgewählte Ergebnisse einer Umfrage“ soll zur Schließung dieser Lücke beitragen. Sie basiert auf einer schriftlichen Befragung der Aufsichtsratsvorsitzenden bzw. stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden der Unternehmen des Börsensegments „Prime Standard“ der Frankfurter Wertpapierbörse.

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen deutlich, dass die Debatten um Wertorientierung, Corporate Governance sowie Stellung und Verhalten der Aufsichtsräte inhaltlich differenziert geführt werden müssen. Insbesondere zeigt sich, dass es keinen Anlass für eine pauschale Kritik an den Vorständen oder den Aufsichtsräten gibt.

Vielmehr ist davon auszugehen, dass das Ziel der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts mit großem Ernst verfolgt wird und dass dazu unterschiedliche, an die jeweiligen Unternehmen angepasste Ansätze bereits heute genutzt werden. Dies lässt auch Zweifel an einer allzu schablonenhaften Definition wertorientierter Unternehmensführung und Unternehmensüberwachung deutlich werden.



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen



Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking



## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	8
Tabellenverzeichnis	9
1 Problemstellung und Gang der Untersuchung	11
1.1 Konzeption und Zielsetzung der Studie	11
1.2 Methodik der Umfrage	14
1.3 Rücklaufstatistik und Repräsentativität	16
2 Umfrageergebnisse	22
2.1 Informationsversorgung des Aufsichtsrats	22
2.1.1 Informationsquellen	22
2.1.2 Art und Frequenz der Berichterstattung	28
2.1.3 Beurteilung der Informationsqualität	33
2.1.4 Informationsordnung	35
2.1.5 Informationen zur Unternehmensüberwachung	39
2.1.6 Zwischenergebnis	43
2.2 Value Reporting	45
2.2.1 Gegenstand und Aufgabe des Value Reporting	45
2.2.2 Inhalte einer wertorientierten Berichterstattung	51
2.2.3 Standardisierung und Publizitätsinstrument	55
2.3 Corporate Governance	59
2.3.1 Gegenstand und Begriffsinhalt	59
2.3.2 Deutscher Corporate Governance Kodex	62
2.3.3 Vertrauenseffekte durch die Berichterstattung über die Corporate Governance von Unternehmen	65
2.3.4 Corporate Governance-Bericht	69
2.3.5 Aufsichtsratsberichterstattung	71
3 Zusammenfassung	74
Literaturverzeichnis	79
Anhang 1: Fragebogen	87
Anhang 2: Tabellarische Darstellung der Ergebnisse	97

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Indexzugehörigkeit der antwortenden Unternehmen im Vergleich zur Grundgesamtheit (in gültigen Prozent)	18
Abb. 2:	Aufsichtsratsgröße der antwortenden Unternehmen im Vergleich zur Grundgesamtheit (in gültigen Prozent)	19
Abb. 3:	Amtszeit als Aufsichtsratsmitglied (in gültigen Prozent)	20
Abb. 4:	Bedeutung von Informationsquellen (in Punkten)	24
Abb. 5:	Nutzung von Informationsquellen zur laufenden Überwachung der Geschäftsführung (in Prozent)	25
Abb. 6:	Seitenumfang der Vorstandsberichte (in gültigen Prozent)	34
Abb. 7:	Einsatz von Informationsordnungen (in Prozent)	36
Abb. 8:	Bedeutung ausgewählter Angaben für die Unternehmensüberwachung (in Punkten)	41
Abb. 9:	Assoziationen mit dem Begriff Value Reporting (in gültigen Prozent)	46
Abb. 10:	Potenzielle Zwecke einer wertorientierten Berichterstattung (in Punkten)	48
Abb. 11:	Nutzen bzw. Notwendigkeit ausgewählter Unternehmensinformationen (in Punkten)	52
Abb. 12:	Publikationsinstrument zur Veröffentlichung von wertorientierten Angaben (in gültigen Prozent)	58
Abb. 13:	Assoziationen mit dem Begriff Corporate Governance (in Prozent)	60
Abb. 14:	Ablehnung einer zusätzlichen Corporate Governance-Berichterstattung (in gültigen Prozent)	67
Abb. 15:	Inhalte des Corporate Governance-Berichts (in gültigen Prozent)	69
Abb. 16:	Ansatzpunkte für die Erweiterung der Berichterstattung durch den Aufsichtsrat (in gültigen Prozent)	72



## Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Rücklaufquoten.....	17
Tab. 2:	Zusammenhang zwischen Bedeutung und Nutzung einzelner Informationsquellen für die laufende Überwachung der Geschäftsführung (in gültigen Prozent).....	26
Tab. 3:	Berichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat (in gültigen Prozent) .....	29
Tab. 4:	Zusammenhang zwischen der Beurteilung der Vorstandsberichterstattung und dem Einsatz von Informationsordnungen (in gültigen Prozent) .....	38
Tab. 5:	Nutzen und Notwendigkeit einer Kommunikation wertorientierter Angaben in Abhängigkeit von der Begriffskennntnis Value Reporting (in Punkten) .....	53



## 1 Problemstellung und Gang der Untersuchung

### 1.1 Konzeption und Zielsetzung der Studie

Seit einigen Jahren wird intensiv über die Ausgestaltung der Unternehmensführung und Unternehmensüberwachung diskutiert. Weitgehend parallel dazu haben sich auch die institutionellen Rahmenbedingungen der Corporate Governance verändert. So wurde mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex im Jahr 2002 ein Instrumentarium geschaffen, mit dessen Hilfe Standards zur Führung und Überwachung von Unternehmen definiert und den sich verändernden Anforderungen angepasst werden sollen.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex weist unter anderem in Abschnitt 4.1.1 darauf hin, dass der Vorstand mit seiner Geschäftsführung dem Ziel der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts verpflichtet ist. Im Fachschrifttum wird dieses Ziel häufig mit dem Terminus „Wertorientierung“ gleichgesetzt.<sup>1</sup> Ob und inwieweit eine auf Wertorientierung angelegte Geschäftsführung erfolgt, hängt unter anderem von den eingesetzten Anreiz- und Kontrollmechanismen ab.

In diesem Zusammenhang kommt dem Aufsichtsrat eine besondere Bedeutung zu.<sup>2</sup> Einerseits ist er das zentrale Gesellschaftsorgan der Aktiengesellschaft, das für die Überwachung der Geschäftsführung und somit auch der Wertorientierung zuständig ist. Andererseits ist der Aufsichtsrat verantwortlich für den Abschluss der Verträge mit dem Vorstand und damit für die Festlegung der Vorstandsvergütung, d.h. der Struktur der finanziellen Anreize.

---

1 Vgl. statt vieler Aders, Christian/Hebertinger, Martin (2003), S. 4; Aders, Christian/Schabel, Matthias M. (2003), S. 405-406; Coenberg, Adolf G./Salfeld, Rainer (2003), S. 3-13; Middelmann, Ulrich (2004), S. 103.

2 Vgl. Böcking, Hans-Joachim/Wesner, Peter (2004), S. 105-106.

Vor diesem Hintergrund erstaunt, dass die Diskussion um die Corporate Governance den Aspekt der Wertorientierung bei der Analyse der Aufsichtsrats-tätigkeit regelmäßig vernachlässigt. So finden sich zwar zahlreiche Untersuchungen, die den Aufsichtsrat als Überwachungs- und Beratungsorgan der Geschäftsführung analysieren.<sup>3</sup> Eine besondere Auseinandersetzung mit Fragen der Wertorientierung wird in diesem Zusammenhang jedoch nicht vorgenommen.

An dieser Stelle setzt die vorliegende Untersuchung ein. Ihr primäres Ziel ist, die Bestandsaufnahme zur Corporate Governance aus Sicht des Aufsichtsrats fortzuschreiben. Hierzu werden mehrere Aspekte herangezogen, die Rückschlüsse auf die Art der Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat ermöglichen.<sup>4</sup> So bilden die Informationsversorgung und das Informationsverhalten des Aufsichtsrats die Basis für die zentralen Elemente seiner Tätigkeit als Überwachungsorgan: die Kontrolle der Prämissen von Vorstandsprognosen, die laufende Überwachung der Geschäftsführung, die Ergebniskontrolle sowie letztlich auch die Berichterstattung hierüber.

Darüber hinaus ist noch wenig darüber bekannt, wie die Aufsichtsräte bestimmte Konzepte der externen Berichterstattung und bestimmte Elemente des Deutschen Corporate Governance Kodex einschätzen, die in der wissenschaftlichen Diskussion häufig mit einer Orientierung der Unternehmensorgane an der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts in Verbindung gebracht werden. So konzentrieren sich bisherige empirische Untersuchungen, die sich mit der wertorientierten Berichterstattung an den Kapitalmarkt (Value Reporting) auseinandersetzen, zu-

---

3 Vgl. stellvertretend für viele aus der jüngsten Vergangenheit Ruhwedel, Peter/Epstein, Rolf (2003), S. 161-166; Korn/Ferry International (2003) und Deloitte Consulting (2004).

4 Anstelle einer direkten Befragung wird vielfach eine indirekte Messung vorgenommen. Zum Aufbau von Stimulus-Reaktions-Modellen vgl. zusammenfassend Atteslander, Peter (2003), S. 124-131.

meist auf die Analyse des Publizitätsverhaltens.<sup>5</sup> Anhand eines Merkmalskatalogs bzw. eines Scoringmodells wird geprüft, welche wertorientierten Angaben auf Unternehmensseite gemacht werden. Eine hohe Übereinstimmung wird hierbei sowohl als Signal für eine ausgeprägte Investorenorientierung als auch als Beleg für eine konsistente Umsetzung der Wertorientierung angesehen. Durch diese alleinige Analyse der Publizitätspraxis gegenüber dem Kapitalmarkt bleibt allerdings offen, welchen Wert der Aufsichtsrat den einschlägigen Angaben für seine eigene Überwachungstätigkeit beimisst.

Ähnlich verhält es sich im Bereich der zahlreichen empirischen Studien zur Entwicklung der Corporate Governance von deutschen Unternehmen. Im Mittelpunkt dieser Untersuchungen steht häufig die Frage, ob die Verhaltensempfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex Beachtung finden.<sup>6</sup> Teilweise erfolgt darüber hinaus auch eine Analyse der Befolgung der Kodexanregungen.<sup>7</sup> Entsprechend ist der Aussagegehalt der Studien stets auf den jeweiligen Inhalt des Deutschen Corporate Governance Kodex begrenzt. Im eigentlichen Sinne wird lediglich die Zahl der befolgten Kodexempfehlungen und ggf. Kodexanregungen bei den deutschen Aktiengesellschaften geprüft. Beweggründe für die Umsetzung oder Nichtumsetzung einzelner Kodexempfehlungen oder Kodexanregungen bleiben im Verborgenen. Ebenso findet keine kritische

---

5 Vgl. u.a. Pellens, Bernhard/Hillebrandt, Franca/Tomaszewski, Claude (2000), S. 177-207; Fischer, Thomas M./Becker, Sabrina/Wenzel, Julia (2001), S. 2001-2007; Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia/Kühn, Christian (2001), S. 1209-1216. Nur in Einzelfällen wird eine Befragung der Adressaten nach ihren Informationsbedürfnissen vorgenommen.

6 Vgl. z.B. die Studien und Folgeuntersuchungen von Oser, Peter/Orth, Christian/Wader, Dominic (2003), S. 1337-1341; Oser, Peter/Orth, Christian/Wader, Dominic (2004), S. 1121-1126; TowersPerrin (2003), S. 1-37 sowie von Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2003), S. 1857-1863; Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2004), S. 1377-1382; Werder, Axel von/Talaulicar, Till (2005), S. 841-846.

7 Vgl. z.B. Bassen, Alexander/Kleinschmidt, Maik/Zöllner, Christine (2004), S. 527-533; Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G. (2004), S. 998-1010.

Auseinandersetzung mit den Inhalten einer Kodexempfehlung oder Kodexanregung statt.

Die vorliegende Untersuchung will die genannten Studien auf dreierlei Weise ergänzen. Erstens soll eine empirische Bestandsaufnahme der Arbeit der Aufsichtsräte als Überwachungsorgan mit Blick auf das Ziel der Wertorientierung erfolgen (Kapitel 2.1). Zweitens wird untersucht, wie der Aufsichtsrat die Notwendigkeit einer wertorientierten externen Berichterstattung für die Zwecke der Unternehmensüberwachung beurteilt (Kapitel 2.2). Darüber hinaus interessiert drittens die Einschätzung der Aufsichtsräte zum Themenkreis Deutscher Corporate Governance Kodex (Kapitel 2.3). Damit sollen die Untersuchungsergebnisse insgesamt dazu beitragen, das Verständnis über die Aufsichtsratsstätigkeit in Deutschland zu verbessern.

## 1.2 Methodik der Umfrage

Grundlage der Untersuchung bildet eine Umfrage, die im Zeitraum zwischen Juni und September 2003 durchgeführt wurde. Als Grundgesamtheit wurden die Aufsichtsräte der insgesamt 340 deutschen Unternehmen ausgewählt, deren Aktien am 1. Juni 2003 über eine Zulassung im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse verfügten.<sup>8</sup> Damit erfasst die Untersuchung die Aufsichtsratspraxis jener Unternehmen, denen von privaten und institutionellen Anlegern ein besonderes Interesse entgegengebracht wird.

Die Befragung richtete sich sowohl an die Vorsitzenden des Aufsichtsrats als auch an die jeweiligen Stellvertreter(innen). Dabei wurden aufgrund

---

<sup>8</sup> Zu den Zulassungsvoraussetzungen des Prime Standard vgl. ausführlich Schlitt, Michael (2003), S. 57-69. Es wurden die Gesellschaften angeschrieben, die nach deutschem Recht zwingend einen Aufsichtsrat einzurichten hatten. Bei den 340 Gesellschaften handelt es sich um fünf Kommanditgesellschaften auf Aktien und 335 Aktiengesellschaften.

von Mehrfachmandaten insgesamt 654 Personen<sup>9</sup> angeschrieben. Die Untersuchung basierte auf einem standardisierten Fragebogen mit einigen zusätzlichen Kommentarfeldern.<sup>10</sup> Zur Gewinnung zusätzlicher Analysemerkmale sind darüber hinaus allgemein zugängliche Unternehmensmerkmale erhoben worden, wie z.B. die Branche des Unternehmens, die Zugehörigkeit zu einem Börsenindex und die Größe des Aufsichtsrats.

Der Fragebogen wurde in einem Gemeinschaftsprojekt der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main und des Deutschen Aktieninstituts konzipiert. Er umfasste folgende vier Fragebereiche:<sup>11</sup>

- Informationsversorgung des Aufsichtsrats,
- externe Unternehmensberichterstattung,
- Corporate Governance,
- allgemeine Angaben zur Person und zum Unternehmen.

Nicht alle Teilnehmer machten zu jeder Frage Angaben. Die nachfolgenden Darstellungen und Analysen beziehen sich deshalb immer nur auf die Zahl der Aufsichtsräte bzw. Unternehmen, die die betreffende Frage vollständig beantwortet haben („gültige Prozent“).

---

9 Personen mit Mehrfachmandaten erhielten den Fragebogen entsprechend mehrfach, so dass im Rahmen der Umfrage insgesamt 697 Fragebogen versandt wurden.

10 Zur Entwicklung des Fragebogens wurde auf die Total Design Method zurückgegriffen. Vgl. hierzu ausführlich Dillman, Don A. (2000). Einen Überblick zur Vorgehensweise bei schriftlichen Befragungen gibt z.B. Mayer, Horst O. (2002), S. 57-135.

11 Der Fragebogen wurde nach einigen „Pretests“ nochmals überarbeitet. Für die endgültige Fassung des Fragebogens vgl. Anhang 1.

### 1.3 Rücklaufstatistik und Repräsentativität

Der Fragebogen wurde am 6. Juni 2003 versandt. Bis Ende August 2003 gingen Antworten aus insgesamt 70 Gesellschaften ein, was bezogen auf die angeschriebenen Aktiengesellschaften einer Antwortquote von ca. 20,6 Prozent entspricht. Auf eine Nachfassaktion (z.B. Erinnerungsschreiben) wurde nicht zuletzt wegen dieser für Fragebogenerhebungen üblichen Antwortquote verzichtet.<sup>12</sup>

Von den eingegangenen Fragebögen konnten für die Auswertung 56 verwendet werden. Der Hauptgrund hierfür lag darin, dass die Rücklaufquote der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat bei nur 4,4 Prozent lag, so dass auf eine gesonderte Auswertung der mitbestimmten Unternehmen verzichtet wurde. Die nachfolgenden Analysen beziehen sich daher ausschließlich auf die Angaben der Vertreter der Anteilseigner. Damit ergibt sich eine korrigierte Rücklaufquote von ca. 16,5 Prozent.<sup>13</sup> Die nachfolgende Tab. 1 zeigt die Rücklaufquoten für einzelne Börsenindizes.

---

12 So lag bspw. die Antwortquote bei einer Befragung der DAX-100 Aufsichtsratsvorsitzenden zu den Kernthesen des vom Berliner Initiativkreises entwickelten German Code of Corporate Governance (GCCG) bei 17 Prozent. Vgl. die Ergebnisse von Pohle, Klaus/Werder, Axel von (2001), S. 1102-1107. Weitaus höher lag demgegenüber die Antwortquote (42,7 Prozent) bei der Aufsichtsratsstudie von Deloitte Consulting aus dem Jahr 2003. Vgl. Deloitte Consulting (2004), S. 2. In beiden Fällen wurde ebenso auf eine Nachfassaktion verzichtet.

13 Werden die Mehrfachmandate bei den Aufsichtsratsvorsitzenden berücksichtigt, erhöht sich die korrigierte Rücklaufquote auf ca. 18,4 Prozent. Vergleicht man diese mit den korrigierten Rücklaufquoten der DAX-100 Umfrage zu den Kernthesen des German Code of Corporate Governance (GCCG) (ca. 11,4 Prozent) und der Deloitte Consulting Studie aus dem Jahr 2003 (25 Prozent), lässt sich auch hier eine gute Rücklaufquote konstatieren.



**Tab. 1: Rücklaufquoten**

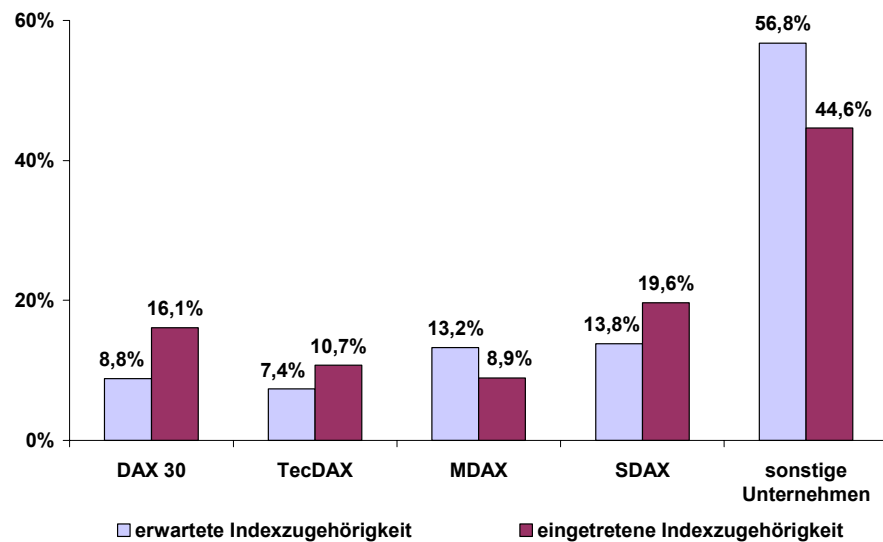
	DAX 30	TecDAX	MDAX	SDAX	sonstige Unternehmen	Total
<b>Prime Standard</b>	30	30	50	50	222	<b>382</b>
<b>Grundgesamtheit</b>	30	25	45	47	193	<b>340</b>
<b>Zuordenbare Antworten</b>	15	8	6	12	28	<b>69*</b>
<b>korrigierte Rücklaufquote</b>	30,0 %	24,0 %	11,1 %	23,4 %	13,0 %	<b>16,5%</b>

(\* Von den ausgefüllten Fragebögen konnte ein einziger nicht zugeordnet werden, weshalb aus Konsistenzgründen auf eine weiter gehende Analyse verzichtet wurde.)

Rücklaufquoten von unter 20 Prozent können gleichwohl problematisch sein, wenn hierdurch die Analyse der erhobenen Daten erschwert wird. Insbesondere kann bei geringen Rücklaufquoten nicht mehr ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass die erhobenen Daten und die daraus gewonnenen Ergebnisse für die untersuchte Grundgesamtheit aller deutschen Prime Standard-Unternehmen repräsentativ sind.

Um die Repräsentativität der erhobenen Daten zu beurteilen, wurden weitere Merkmale der untersuchten Grundgesamtheit teilweise separat erfasst. Bezogen auf die Unternehmen waren dies die Indexzugehörigkeit, die Branchenzugehörigkeit und die Marktkapitalisierung, bezogen auf den Aufsichtsrat die Aufsichtsratsgröße und die Amtsdauer. Hierauf aufbauend lässt sich die Repräsentativität der Stichprobe ermitteln. Ein einfaches und anschauliches Mittel hierzu bildet die graphische Gegenüberstellung der Stichprobenhäufigkeiten mit den zuvor erfassten prozentualen Anteilen in der Grundgesamtheit. So zeigt Abb. 1 eine weit gehende Übereinstimmung zwischen der Verteilung der Indexzugehörigkeit innerhalb der auswertbaren Antworten und der objektiven Verteilung der deutschen Unternehmen des Prime Standard.

**Abb. 1: Indexzugehörigkeit der antwortenden Unternehmen im Vergleich zur Grundgesamtheit (in gültigen Prozent)**



Die auf den ersten Blick etwas höheren Abweichungen in den Gruppen der sonstigen Unternehmen<sup>14</sup> und der DAX 30-Unternehmen lassen sich statistisch jedoch nicht bestätigen. Nach dem dazu durchgeführten Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest<sup>15</sup> ist die Stichprobe hinsichtlich des Kriteriums der Indexzugehörigkeit als repräsentativ anzusehen.<sup>16</sup> Zu den gleichen Ergebnissen kommen die durchgeführten Testverfahren für die un-

---

14 Die Gruppe der sonstigen Unternehmen ist im Vergleich zu den sog. Indexunternehmen lediglich im Prime All Share Index sowie in den jeweiligen Branchenindizes der Frankfurter Wertpapierbörse enthalten.

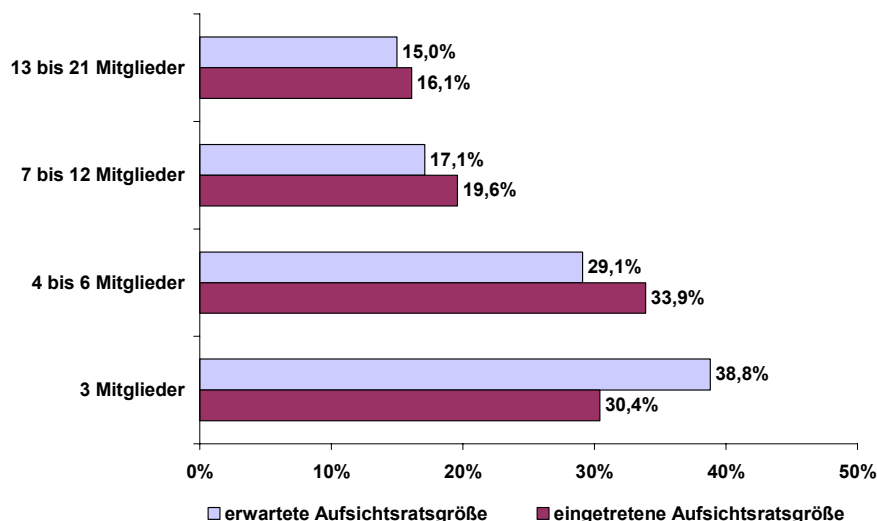
15 Zum Chi-Quadrat Test vgl. z.B. Bley Müller, Josef/Gehlert, Günther/Gülicher, Herbert (2002), S. 127-130.

16 Damit bestätigt sich auch nicht die häufig geäußerte Vermutung, nach der sich größere und ressourcenstarke Unternehmen häufiger an Umfragen beteiligen können. Vgl. auch die Untersuchungen von Drobetz, Wolfgang/Schillhofer, Andreas/Zimmermann, Heinz (2004), S. 9 und von Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2004), S. 1378, die jeweils ein entsprechendes Verhalten vermuten.

ternehmensbezogenen Kriterien „Branchenzugehörigkeit“ und „Marktkapitalisierung“.<sup>17</sup>

Neben den unternehmensbezogenen Kriterien interessiert vor allem die Repräsentativität der erfassten Aufsichtsräte. Zu diesem Zweck wurde die Größe der Aufsichtsräte bei allen deutschen Unternehmen des Prime Standard anhand der Geschäftsberichte (Geschäftsjahr 2003) ermittelt und zum Stichtag mit den Angaben auf den unternehmenseigenen Internetseiten abgeglichen. Erwartungsgemäß verfügen ca. zwei Drittel aller Unternehmen über einen „kleinen Aufsichtsrat“, der sich höchstens aus sechs Personen konstituiert. Wie schon bei den Abweichungen der unternehmensbezogenen Kriterien erwies sich die leichte Unterrepräsentation der Gruppe „kleiner Aufsichtsräte“ mit bis zu 6 Mitgliedern (vgl. Abb. 2) jedoch nicht als statistisch signifikant, so dass die Stichprobe hinsichtlich des Kriteriums der Aufsichtsratsgröße repräsentativ ist.

**Abb. 2: Aufsichtsratsgröße der antwortenden Unternehmen im Vergleich zur Grundgesamtheit (in gültigen Prozent)**

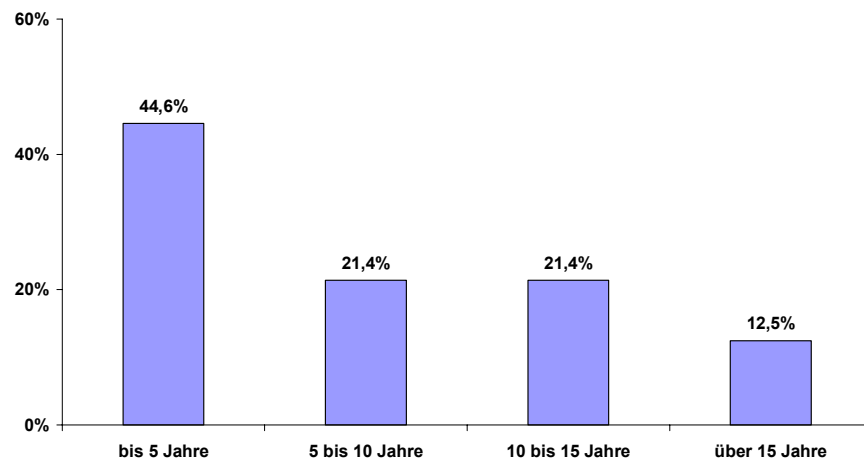


---

17 Ohne an dieser Stelle auf die methodischen Details eingehen zu können, wurden dazu selbst gewählte Größenklassen als Vergleichsgrundlage herangezogen.

In Ermangelung verlässlicher Daten über die Grundgesamtheit lässt sich zwar nicht abschließend beurteilen, ob die Antworten auch hinsichtlich der Amtsdauer der Aufsichtsräte repräsentativ sind. Die durchschnittliche Amtsdauer von ca. acht Jahren (vgl. Abb. 3) – ein Wert, der zum Teil deutlich von anderen Studien abweicht<sup>18</sup> – könnte beispielsweise dadurch bedingt sein, dass sich die Befragung an den Aufsichtsratsvorsitzenden und dessen Stellvertreter gerichtet hat.

**Abb. 3: Amtszeit als Aufsichtsratsmitglied (in gültigen Prozent)**



Auf die Befragungsstruktur könnte zudem zurückzuführen sein, dass die antwortenden Aufsichtsräte bei rund einem Drittel der Indexunternehmen und rund einem Viertel der sonstigen Unternehmen zuvor dem Vorstand der betreffenden Gesellschaft angehört haben.<sup>19</sup>

---

18 Vgl. Spencer Stuart (2003), S. 21, 46-49. Die Untersuchung ist allerdings nur bedingt vergleichbar, da sie einerseits alle Anteilseignervertreter des Unternehmens einbezieht, andererseits sich jedoch vornehmlich auf Unternehmen des DAX 30 und MDAX stützt. Vgl. ferner die Einzelergebnisse in Anhang 2, Tab. A 2.

19 Ob dieser Wechsel unmittelbar nach dem Ausscheiden aus dem Vorstand erfolgte, kann nicht für alle Fälle eindeutig belegt werden. Vgl. auch die Einzelergebnisse in Anhang 2, Tab. A 3.

Bei der Repräsentativität der Aufsichtsräte kommt zudem ein weiteres Problem hinzu. So könnten andere, nur schwer objektiv erfassbare Merkmale der befragten Personen ebenso zu einer systematischen Ergebnisverzerrung führen. Insbesondere ein so genannter Non-Response-Error<sup>20</sup> ist aus anderen Befragungen bekannt: Im vorliegenden Fall könnte etwa die Nichtbearbeitung des Fragebogens beispielsweise ein Indiz dafür sein, dass der betreffende Personenkreis den Themengebieten „Value Reporting“ und „Corporate Governance“ kritisch gegenübersteht. Hiergegen spricht jedoch, dass sich die Ausfallrate für Primärerhebungen mit ähnlichen Grundgesamtheiten im üblichen Rahmen bewegt.<sup>21</sup> Zudem weisen auch die bereits aufgeführten Aufsichtsratsstudien zur Umsetzung von Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex<sup>22</sup> darauf hin, dass die Aufsichtsräte zu vergleichbaren Fragekomplexen bereitwillig Auskunft geben.

Abgesehen von den genannten Einschränkungen kann damit insgesamt davon ausgegangen werden, dass die Untersuchungsergebnisse im Rahmen der üblichen statistischen Grenzen repräsentativ für die Unternehmen des Prime Standard bzw. ihre Aufsichtsräte sind. Die nachfolgenden Untersuchungsergebnisse lassen daher grundsätzlich Rückschlüsse zur Informationsversorgung des Aufsichtsrats sowie zur Bedeutung des Value Reporting für die Unternehmensüberwachung und zur Corporate Governance aus Sicht des Aufsichtsrats zu.

---

20 Vgl. hierzu z.B. Clarke, Thomas (1998), S. 58; Dillman, Don A. (2000), S. 9-11; Kromrey, Helmut (2002), S. 394-396.

21 Vgl. Laatz, Wilfried (1993), S. 109-112 sowie ausführlich Dillman, Don A. (2000). Dies gilt allerdings nicht hinsichtlich der geringen Rücklaufquote im Fall der Arbeitnehmervertreter.

22 Vgl. Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2004), S. 1377-1382.

## **2 Umfrageergebnisse**

### **2.1 Informationsversorgung des Aufsichtsrats**

#### **2.1.1 Informationsquellen**

Eine effektive Überwachung durch den Aufsichtsrat setzt voraus, dass der Aufsichtsrat über eine breite Informationsbasis verfügt.

Die Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist im Aktiengesetz (AktG) in verschiedener Hinsicht geregelt. Einerseits legt dieses dem Vorstand (§§ 90, 170 AktG) und Abschlussprüfer (§ 171 AktG, § 321 HGB) bestimmte Informationspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat auf. Andererseits weist es dem Aufsichtsrat umfassende Einsichts- sowie Informationsrechte (§ 111 AktG) zu.

Grundsätzlich kommen für das Informationsmanagement und die hierauf beruhende Überwachung des Aufsichtsrats sowohl interne als auch externe Quellen in Betracht, über deren Nutzung der Aufsichtsrat eigenverantwortlich zu entscheiden hat. Zu den externen Quellen zählen vor allem der Abschlussprüfer und externe Berater. Zu den internen Quellen gehören: die Vorstandsberichterstattung, die Nutzung interner Informationssysteme sowie die Kommunikation mit der internen Revision und anderen Unternehmensmitarbeitern.

Die rechtswissenschaftliche Diskussion ist sich gleichwohl uneins, in welchem Umfang und welchem Verhältnis zueinander diese Quellen genutzt werden sollten, um eine ausreichende Unternehmensüberwachung zu gewährleisten. Zwar besteht Einigkeit, dass es für eine eigenständige Beurteilung der Unternehmenssituation nicht genügt, sich nur auf eine einzige Informationsquelle zu stützen. Auch ein aktives Bemühen um Informationen, d.h. ein aktives Informationsmanagement durch den Auf-

sichtsrat, kann im Rahmen der Überwachungsaufgabe erwartet werden.<sup>23</sup> Jedoch ist beispielsweise strittig, ob der Aufsichtsrat bei der Erfüllung seiner Aufgabe auch auf Unternehmensmitarbeitern unterhalb der Vorstandsebene zurückgreifen darf.<sup>24</sup> So wird u.a. eingewandt, dass eine direkte Befragung von Unternehmensmitarbeitern einen Verstoß gegen „das Prinzip der Trennung von Geschäftsführung und Kontrolle“<sup>25</sup> darstellen könne und insoweit abzulehnen sei.

Um einen Eindruck über das tatsächliche Informationsverhalten der Aufsichtsräte zu erhalten, wurde erfragt, wie die jeweiligen Mitglieder des Aufsichtsrats die einzelnen Informationsquellen hinsichtlich ihrer Bedeutung für eine laufende Überwachung der Geschäftsführung beurteilen.<sup>26</sup> Über einen Vergleich mit der ebenfalls erfragten tatsächlichen Nutzung der jeweiligen Informationsquellen und über die Auswertung der Kommentarfelder sollten darüber hinaus mögliche Problembereiche der Aufsichtsratsarbeit aus Sicht der befragten Aufsichtsräte ermittelt werden (Frage A.1).

Die folgende Abb. 4 gibt die Einschätzung der Befragten hinsichtlich der Bedeutung unterschiedlicher Informationsquellen wieder. Eine hohe bis sehr hohe Relevanz besitzen danach vor allem die Berichterstattung des Vorstands, die Kommunikation mit dem Abschlussprüfer bzw. dessen Berichterstattung und der Zugriff auf ein unternehmensinternes Informationssystem. Als weniger bedeutend wird hingegen der direkte Kontakt zu den Mitarbeitern des Unternehmens eingeschätzt. Eine geringe Bedeu-

---

23 Vgl. hierzu bspw. Roth, Markus (2004), S. 8-9.

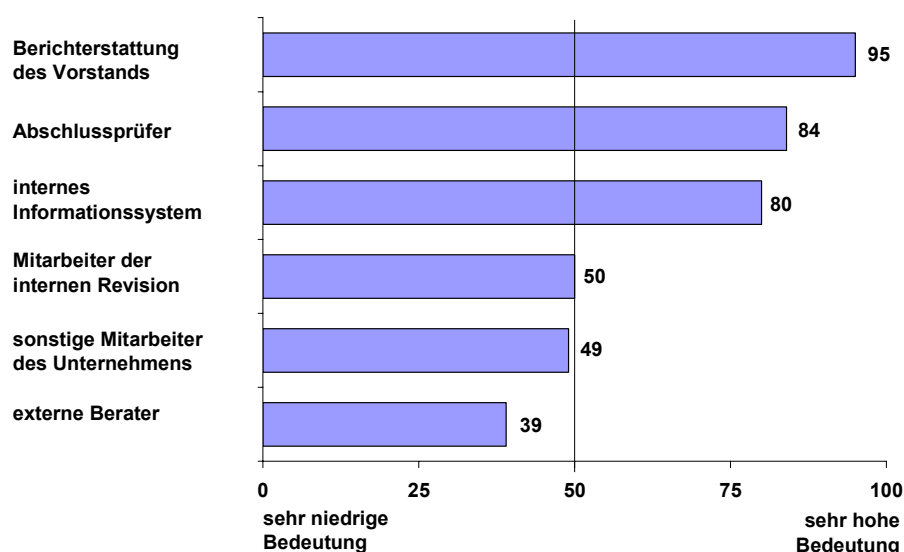
24 Zur Diskussion vgl. z.B. Baums, Theodor (2001), Rz. 58; Dreher, Meinrad (2003), S. 88-90.

25 Roth, Markus (2004), S. 2 sowie die dort angeführte Literatur.

26 Dazu wurde die 5er-Skala der qualitativen Einschätzungen in eine 100-Punkte-Skala transformiert. Anschließend wurde aus den so ermittelten Punktwerten das arithmetische Mittel gebildet, dessen Höhe die durchschnittliche Bedeutung der Informationsquelle aus Sicht der Aufsichtsräte widerspiegelt.

tung zeigt sich schließlich bei den unternehmensexternen Informationsquellen. Lediglich 9 Teilnehmer (16,1 Prozent) messen der Einschaltung von externen Beratern eine hohe bis sehr hohe Bedeutung bei, was den vergleichsweise geringen Punktwert erklärt.<sup>27</sup>

**Abb. 4: Bedeutung von Informationsquellen (in Punkten)**



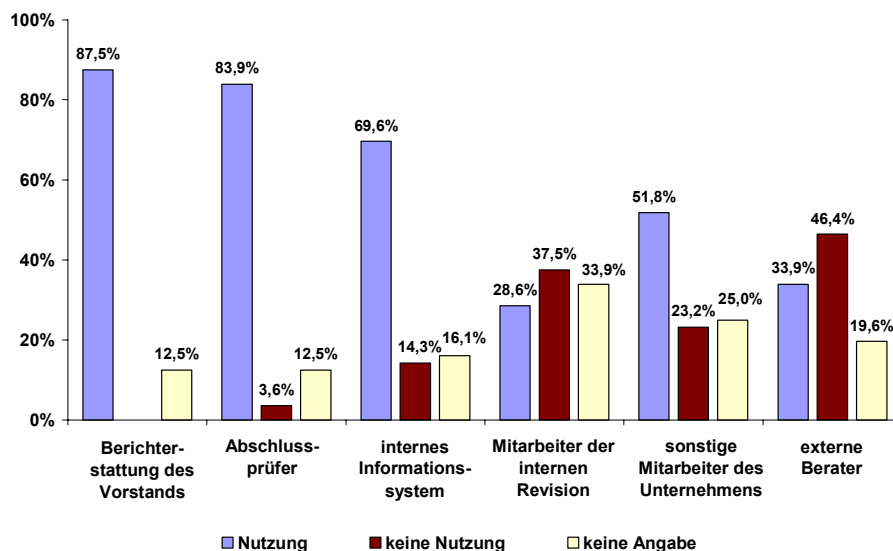
Die Bedeutung, die den einzelnen Informationsquellen durch die Aufsichtsräte zugemessen wird, sagt jedoch nichts darüber aus, inwieweit die durch den Aufsichtsrat gewünschte Informationsversorgung auch in der Praxis vorliegt. Für die laufende Überwachung der Geschäftsführung sollten erwartungsgemäß vor allem jene Informationsquellen herangezogen werden, die eine hohe Relevanz besitzen (primäre Informationsquellen). Die Abb. 5 gibt die tatsächlichen Nutzungsquoten der einzelnen Informationsquellen auf Basis der Erhebung wieder.

---

<sup>27</sup> Für einen Überblick über die Einzelbeurteilungen vgl. Anhang 2, Tab. A 4.



**Abb. 5: Nutzung von Informationsquellen zur laufenden Überwachung der Geschäftsführung (in Prozent)**



Die hohe Bedeutung von Vorstandsberichten sowie der Kommunikation mit den Abschlussprüfern bzw. dessen Berichterstattung wird hierbei durch die tatsächlich hohe Nutzungsquote bestätigt.<sup>28</sup> Kleinere Diskrepanzen ergeben sich jedoch bei anderen Informationsquellen.<sup>29</sup> Obwohl beispielsweise interne Informationssysteme lediglich für einen Teilnehmer eine niedrige Bedeutung besitzen, werden sie von 14 Prozent der Befragten nicht genutzt.

Die Durchschnittsbetrachtung verdeckt allerdings, wie sich das Bild aus Sicht einzelner Aufsichtsräte darstellt, die mit spezifischen Situationen der Überwachung auf Unternehmensebene befasst sind. So kann es problematisch sein, wenn Informationsquellen nicht genutzt werden können, obwohl ihnen individuell eine hohe oder sehr hohe Bedeutung beigemessen

28 Abweichungen zwischen der Beurteilung der Bedeutung der Informationsquelle und deren Nutzung sind hauptsächlich auf fehlende Stellungnahmen zurückzuführen.

29 Vgl. hierzu die Einzelangaben im Anhang 2, Tab. A 4.

sen wird. Die Tab. 2 beleuchtet diesen Zusammenhang näher.<sup>30</sup> Mit Ausnahme der Vorstandsberichterstattung und der Abschlussprüferkommunikation stellt sie die Angaben zur tatsächlichen Nutzung der Informationsquellen in Abhängigkeit von der ihnen beigemessenen Bedeutung dar.

**Tab. 2: Zusammenhang zwischen Bedeutung und Nutzung einzelner Informationsquellen für die laufende Überwachung der Geschäftsführung (in gültigen Prozent)**

Nutzung der Informationsquellen	Beurteilung der Bedeutung einzelner Informationsquellen				
	sehr niedrig	niedrig	mittel	hoch	sehr hoch
<b>internes Informationssystem</b>					
Ja			55,6%	88,9%	94,7%
Nein		100,0%	44,4%	11,1%	5,3%
Gesamt		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>interne Revision</b>					
Ja		40,0%	37,5%	66,7%	100,0%
Nein	100,0%	60,0%	62,5%	33,3%	
Gesamt	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>sonstige Mitarbeiter</b>					
Ja		40,0%	81,3%	91,7%	100,0%
Nein	100,0%	60,0%	18,8%	8,3%	
Gesamt	100,0%	100,0%	100,1%	100,0%	100,0%
<b>externe Berater</b>					
Ja	22,2%	10,0%	47,1%	83,3%	100,0%
Nein	77,8%	90,0%	52,9%	16,7%	
Gesamt	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Die Nutzungsquoten zeigen, dass die Informationsquellen weitestgehend nach ihrem Bedeutungsrang genutzt werden. Kleinere Abweichungen werden bei der Nutzung des internen Informationssystems und bei der Kommunikation mit Mitarbeitern des Unternehmens erkennbar. Aus der Tabelle ergibt sich zum Beispiel, dass Teilnehmer, die den Informationsnutzen eines internen Informationssystems sehr hoch (hoch) einschätzen, zu ca. 94,7 Prozent (88,9 Prozent) auch auf ein derartiges Informations-

---

30 Die Prozentangaben basieren jeweils auf den Antworten, die zur Nutzung der Informationsquelle Stellung genommen haben.

system zurückgreifen. Rund 5,3 Prozent (11,1 Prozent) nutzen es dagegen nicht.

Darüber hinaus bestätigen die Abweichungen die praktische Bedeutung der weiter oben aufgeworfenen Frage des Fachschrifttums, ob und in welchem Maße andere Informationsquellen überhaupt durch den Aufsichtsrat genutzt werden können oder dürfen.<sup>31</sup> Eine Auswertung der Kommentarfelder zu Frage A.1 liefert Hinweise darauf, dass sich die Teilnehmer der juristischen Bedenken bewusst sind und aus diesem Grund auf einen Kontakt mit Unternehmensmitarbeitern teilweise verzichten. Mehrere Teilnehmer betonen, dass der Aufsichtsrat nicht direkt auf Mitarbeiter des Unternehmens zugreifen kann bzw. soll. Andere weisen ergänzend darauf hin, dass eine Einbeziehung nur vereinzelt und in Abstimmung mit dem Vorstand erfolgt bzw. erfolgen sollte. Eine kontinuierliche Zusammenarbeit zwischen dem Aufsichtsrat und den Unternehmensmitarbeitern dürfte es daher nur vereinzelt geben. Die Antworten in den Kommentarfeldern erlauben auch einen Rückschluss auf die Nutzung unternehmensexterner Informationsquellen, denen insgesamt ein niedrigeres Gewicht beigemessen wurde. Externe Berater werden offenbar vor allem in besonderen Fällen, wie z.B. bei der Beurteilung von Großprojekten, als Sachverständige hinzugezogen.

Außerdem scheinen für das Informationsverhalten aber auch praktische Grenzen der Leichtigkeit des Zugangs relevant zu sein. So hängt die Kontaktaufnahme zur internen Revision maßgeblich von der Person des Aufsichtsratsvorsitzenden ab. Ehemalige Vorstandsmitglieder des Unternehmens informieren sich häufiger bei den Mitarbeitern der internen Revision als andere Umfrageteilnehmer. Während ca. 60 Prozent der ehemaligen Vorstandsmitglieder Kontakte zur internen Revision pflegen, greifen von den anderen Aufsichtsratsvorsitzenden lediglich ca. 37 Prozent auf diese Informationsquelle zurück. Damit trägt die frühere Tätig-

---

31 Vgl. mit weiteren Nachweisen Theisen, Manuel René (2002), S. 10-11.

keit als Vorstandsmitglied – entgegen der häufig geäußerten Vermutung – tendenziell dazu bei, die Informationsversorgung des Aufsichtsrats zu verbreitern.

### **2.1.2 Art und Frequenz der Berichterstattung**

Welchen Charakter die Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat einnehmen kann, hängt entscheidend von der Qualität der Berichterstattung durch den Vorstand gemäß § 90 AktG ab. Deshalb beschränkten sich die Fragen A.2 bis A.9 auf eine nähere Analyse dieser Informationsquelle,<sup>32</sup> der erwartungsgemäß eine hervorgehobene Rolle von den Aufsichtsräten beigemessen wurde.

Auch für eine wertorientierte Überwachung bieten die Berichtspflichten des § 90 AktG die geeignete informationelle Grundlage.<sup>33</sup> Die Berichtspflichten sind jedoch weder für alle Angaben präzisiert noch abschließend formuliert. Es handelt sich um allgemein gefasste Mindestpflichten hinsichtlich Inhalt und Frequenz der Vorstandsberichterstattung, die entsprechend der individuellen Gegebenheiten des Unternehmens, der Branche bzw. der Umweltsituation anzupassen sind.<sup>34</sup>

Für eine Berichterstattung, die das Bemühen um nachhaltige Unternehmenswertsteigerung transparent und kontrollierbar macht, kann jedoch nach überwiegender Literaturmeinung auf einige zentrale Informationen

---

32 Die folgenden Ausführungen bilden daher auch nur einen Teil, wenn auch einen besonders wichtigen, des möglichen Informations- und Überwachungsverhaltens ab. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist jedoch zu beachten, dass mögliche Defizite durch die anderen, nicht weiter analysierten Informationsmöglichkeiten ausgeglichen werden können. Da im Vorkapitel eine recht breite Informationspolitik des Aufsichtsrats aufgedeckt wurde, ist dies sogar wahrscheinlich.

33 Vgl. hierzu u.a. Böcking, Hans-Joachim/Dutzi, Andreas (2003), S. 217, 228-230; Böcking, Hans-Joachim/Wesner, Peter (2004), S. S106.

34 Vgl. statt vieler Potthoff, Erich (1998), S. 138-139; Theisen, Manuel René (1998), S. 79-80; Feddersen, Dieter (2003), S. 458-459.

bzw. Angaben nicht verzichtet werden,<sup>35</sup> für die der Gesetzgeber keine zwingenden Regelungen getroffen hat. Zusätzlich sollten die entsprechenden Angaben sich im Zusammenspiel sinnvoll ergänzen mithin konsistent sein. Auch wird es für einzelne Bereiche als notwendig erachtet, dass die Berichtsfrequenzen über die gesetzlichen Mindestvorgaben hinausreichen.<sup>36</sup> Aus diesem Grund sollten die Teilnehmer zunächst Angaben über die Frequenz von schriftlichen Berichten sowie die Berichtsinhalte machen (Frage A.2). Die Tab. 3 gibt die Umfragergebnisse wieder.<sup>37</sup>

**Tab. 3: Berichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat (in gültigen Prozent)**

Angaben	Häufigkeit der Berichterstattung			
	mindestens quartalsweise	mindestens jährlich	nur bei wichtigen Anlässen	keine Berichterstattung
Unternehmensstrategie und Zielgrößen	55,3%	94,6%	5,4%	
Umsetzung der Strategie in der Vergangenheit	50,0%	85,7%	10,7%	3,6%
Analyse der zentralen Werttreiber	57,4%	88,9%	7,4%	3,7%
Einschätzung der künftigen Entwicklung	74,6%	100,0%		
Wertbeitrag von Einzelmaßnahmen/Segmenten	37,0%	53,7%	25,9%	20,4%
Höhe der Eigenkapitalkosten	32,1%	67,9%	13,2%	18,9%
Marktumfeld und Wettbewerbsanalyse	49,1%	94,6%	3,6%	1,8%
Marktbewertung der Gesellschaft	41,1%	75,0%	12,5%	12,5%

Für eine kritische Auseinandersetzung mit der Unternehmensplanung ist zunächst erforderlich, dass dem Aufsichtsrat die verfolgten Ziele sowie die damit verbundenen Strategien hinreichend bekannt gemacht wer-

---

35 Vgl. Lukarsch, Michael (1998), S. 178-219; Wolbert, Joachim (2003), S. 20.

36 Vgl. hierzu z.B. Bea, Franz Xaver/Scheurer, Steffen (1994), S. 2151-2152.

37 Für eine vollständige Auswertung der einzelnen Angaben zur Art der Vorstandsberichterstattung vgl. im Anhang 2 Tab. A 5 und Tab. A 6.

den.<sup>38</sup> Nach § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG und den Abschnitten 3.2, 4.1.2 und 5.2 des Deutschen Corporate Governance Kodex hat der Vorstand in diesem Zusammenhang unter anderem die strategische Ausrichtung des Unternehmens mit dem Aufsichtsrat abzustimmen. Dieser Vorgabe wird in ca. 95 Prozent der untersuchten Fälle dadurch entsprochen, dass dem Aufsichtsrat mindestens einmal jährlich Angaben über Unternehmensstrategie und festgelegte Zielgrößen zugehen. Lediglich ca. 5 Prozent der Teilnehmer geben an, die betreffenden Informationen nur bei wichtigen Anlässen zu erhalten; 55,3 Prozent befassen sich jedoch mindestens im Quartalsrhythmus mit diesen Fragen.

Um die Unternehmensplanung des Vorstands beurteilen zu können, muss der Aufsichtsrat auch die Annahmen und Prämissen der vorgelegten Planung überprüfen. Hierfür sind zunächst Einschätzungen des Vorstands zur künftigen Entwicklung der Gesellschaft erforderlich. Während der Gesetzgeber im Rahmen der Berichterstattung über den Gang der Geschäfte und die Lage der Gesellschaft letztlich von einer regelmäßigen Information je Quartal ausgeht,<sup>39</sup> zeigen die Untersuchungsergebnisse ein eher heterogenes Bild. Danach wird der Aufsichtsrat über die Einschätzung der zukünftigen Entwicklung zwar durchweg in Kenntnis gesetzt. Gleichwohl erfolgt dies in ca. 25 Prozent der Fälle nicht unbedingt vierteljährlich.

Eine effektive Überwachung impliziert ferner, dass dem Aufsichtsratsplennum auch Analysen der jeweiligen Märkte und Wettbewerber vorgelegt werden, um die Vorstandsprognosen sowie die beabsichtigte Geschäftspolitik beurteilen zu können.<sup>40</sup> 49 Prozent der teilnehmenden Aufsichts-

---

38 Vgl. z.B. Wolbert, Joachim (2003), S. 20. Zur Bedeutung einer strategischen Kontrolle durch den Aufsichtsrat vgl. ferner Bea, Franz Xaver/Scheurer, Steffen (1994), S. 2150-2152 sowie grundlegend Steinmann, Horst/Schreyögg, Georg (1986), S. 747-762.

39 Vgl. z.B. Hüffer, Uwe (2004), Kommentierung zu § 90 AktG, Rz. 6.

40 Vgl. auch Böcking, Hans-Joachim/Müßig, Anke (2003), S. 42-44.

räte erhalten solche Angaben über die Markt- bzw. Wettbewerbssituation quartalsweise, während nur bei wenigen Unternehmen eine Berichterstattung gänzlich unterbleibt (1,8 Prozent) bzw. nur bei besonderen Anlässen (3,6 Prozent) erfolgt.

Hinsichtlich der Unternehmensplanung hat der Gesetzgeber durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) klargestellt, dass der Vorstand mindestens einmal jährlich auch über Zielabweichungen berichten muss (§ 90 Abs. 1 Nr. 1 und Abs. 2 Nr. 1 AktG). Diese so genannte „follow up-Berichterstattung“ hat ferner unter Angaben von Gründen zu erfolgen. Die Erläuterungen des Vorstands sollten sich daher nicht allein auf eine bloße Wiedergabe der Plan- und Istwerte beschränken. Vielmehr sollte der Aufsichtsrat genaue Angaben über die Umsetzung der Strategien erhalten, um den Erfolg der Unternehmensführung sowie die geplanten Maßnahmen zur Zielerreichung sachgerecht beurteilen zu können. Aus Sicht einer wertorientierten Unternehmensüberwachung wäre zudem eine ausführliche Werttreiberanalyse des Vorstands nahe liegend.<sup>41</sup>

Tatsächlich erhält die überwiegende Zahl der Aufsichtsräte Informationen zur Umsetzung der Strategie sowie eine Werttreiberanalyse auch unterjährig. Gleichwohl lassen sich vereinzelt Verbesserungspotenziale erkennen. So wird bei ca. 3,6 Prozent der Unternehmen nicht und bei ca. 11 Prozent nur in besonderen Situationen über die Umsetzung der Strategie berichtet. Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich bei den Angaben zu den zentralen Werttreibern des Geschäftserfolgs.

Neben der (permanenten) Prämissen- und Durchführungskontrolle kommt dem Aufsichtsrat schließlich auch die Aufgabe zu, die Wirksamkeit der getroffenen Managementmaßnahmen zu überwachen. Eine Er-

---

41 Mit der „follow up-Berichterstattung“ wollte der Gesetzgeber erreichen, dass der Aufsichtsrat Informationen erhält, mit denen er die Prognosequalität der Vorstandsangaben ex post beurteilen kann. Vgl. Böcking, Hans-Joachim/Müßig, Anke (2003), S. 44-45.

gebniskontrolle sollte hierbei nicht nur den Wertbeitrag der einzelnen Geschäftssegmente, sondern auch die Höhe und Entwicklung der Kapitalkosten beinhalten, um die Validität der Angaben beurteilen zu können. In der Umfrage geben jeweils rund 20 Prozent der Teilnehmer an, keine derartigen Informationen vom Vorstand zu erhalten.<sup>42</sup> Dies lässt darauf schließen, dass eine wertorientierte Unternehmensüberwachung zwar vielfach, jedoch noch nicht in allen Fällen konsistent implementiert sein dürfte.

Insgesamt dokumentieren die Untersuchungsergebnisse, dass sich die Berichterstattung des Vorstands teilweise an den gesetzlichen Mindestvorgaben orientiert, allerdings vielfach deutlich darüber hinaus reicht. Aus der Gesamtbetrachtung aller Angaben zur Informationsversorgung lässt sich ableiten, dass mindestens ein Drittel der teilnehmenden Aufsichtsratsmitglieder sogar monatlich über das Unternehmensgeschehen informiert wird.<sup>43</sup> Eine genaue Ermittlung der Berichtsfrequenz ist aufgrund der Datenbasis jedoch nicht möglich. Allerdings bestätigen andere Untersuchungen, dass im Regelfall eine Berichterstattung auf Quartalsbasis überwiegt.<sup>44</sup> Sofern es hier zu geringeren Berichtsfrequenzen kommt, sollte dies indes nicht überinterpretiert werden, denn gerade bei quantitativen Merkmalen handelt es sich bestenfalls um grobe Anhaltspunkte, aus denen Rückschlüsse auf die Qualität der Informationsversorgung des Aufsichtsrats nur vorsichtig gezogen werden sollten.

---

42 Für eine ähnlich hohe Informationszurückhaltung unter den Vorständen vgl. die Untersuchung von Ruhwedel, Peter/Epstein, Rolf (2003), S. 164 aus dem Jahr 2002.

43 Umgekehrt hat ausschließlich ein Teilnehmer explizit darauf hingewiesen, Vorstandsberichte lediglich quartalsweise zu erhalten.

44 Vgl. z.B. Deloitte Consulting (2004), S. 9. Die Berichterstattung auf Quartalsbasis dominiert demnach offenbar bei den Gesellschaften des DAX 30, MDAX und TecDAX.



### 2.1.3 Beurteilung der Informationsqualität

Die Problematik quantitativer Angaben zeigt sich auch beim Umfang der Berichterstattung des Vorstands. Ein hoher Berichtsumfang bedeutet nicht notwendigerweise eine hohe Informationsqualität. Es dürfte im Umkehrschluss jedoch schwierig sein, eine ordnungsgemäße Aufgabenerfüllung zu gewährleisten, wenn gleichzeitig nur eine niedrige Berichtsfrequenz und ein geringer Berichtsumfang bestehen. Die ordnungsgemäße Überwachung der Geschäftsführung setzt folglich einen bestimmten Mindestberichtsumfang und eine Mindestberichtsfrequenz voraus.

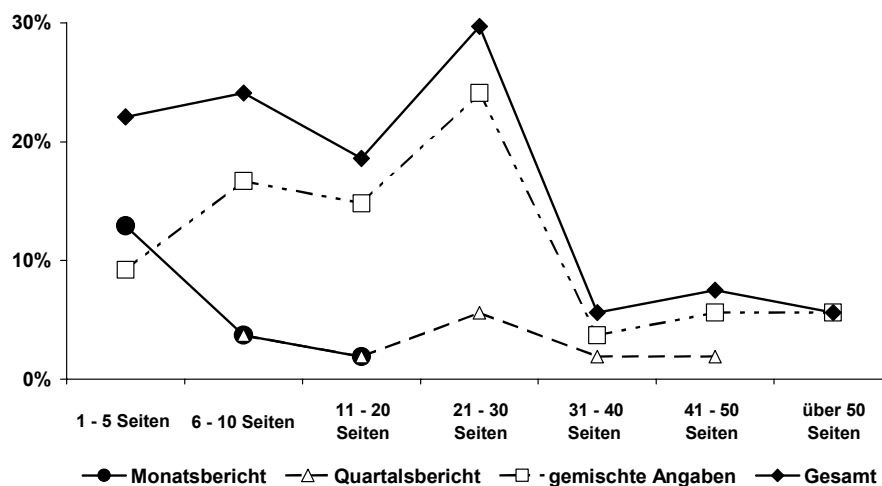
In Bezug auf den Berichtsumfang sind die Unterschiede zwischen den Vorstandsberichten insgesamt deutlicher als bei der Berichtsfrequenz (vgl. Abb. 6). So geben ca. 41 Prozent der Befragten an, dass ein durchschnittlicher Vorstandsbericht bis zu 10 Textseiten enthält. Eine ähnlich weite Verbreitung besitzen Berichte mit einem Umfang zwischen 11 und 30 Seiten (43 Prozent), wohingegen mehr als 30 Seiten bei immerhin noch 16,4 Prozent der Befragten vorkommen.<sup>45</sup> Die große Spannweite der Angaben (2 bis maximal 120 Seiten) ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass zum Teil die offizielle Quartalsberichterstattung in die Berichte an den Aufsichtsrat integriert wird.

Die Größe des Unternehmens – gemessen anhand der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder – scheint dabei keinen besonderen Einfluss auf den Berichtsumfang zu haben. Die Vorstandsberichte setzen sich zwar bei Unternehmen mit sehr großem Aufsichtsratsplenum durchweg aus über 20 Seiten zusammen. Umgekehrt finden sich bei diesen Unternehmen aber auch weniger schriftliche Monatsberichte, so dass die Durchschnittswerte insgesamt etwas höher liegen.

---

45 Für eine genaue Zusammensetzung der Angaben vgl. Anhang 2, Tab. A 7.

Abb. 6: Seitenumfang der Vorstandsberichte (in gültigen Prozent)<sup>46</sup>



Als Ergänzung der Analyse der Berichtsinhalte, -frequenzen und -umfänge kann auch die direkte Befragung der Aufsichtsräte einen Hinweis auf die Informationsqualität der Vorstandsberichte liefern. Die Teilnehmer wurden deshalb um ihre Qualitätseindrücke gebeten. Dabei sollte die Bewertung insbesondere die Eignung der Berichterstattung für die Unternehmensüberwachung berücksichtigen. Auf einer Skala von eins, was auf eine sehr gute Überwachungseignung hindeutet, bis fünf, was für eine mangelhafte Eignung steht, wird die Informationsqualität mit einem Durchschnittswert von 1,8 (bzw. 80 Punkten<sup>47</sup>) insgesamt hoch eingestuft. Allerdings zeigt sich auch, dass die Informationsqualität von der Indexzugehörigkeit der fraglichen Unternehmen abhängt. Danach wird die Informationsqualität der Berichterstattung in den Unternehmen des MDAX (90 Punkte) und des DAX 30 (89 Punkte) besonders hoch ge-

46 Die Prozentwerte beruhen auf Mehrfachnennungen, die sich durch die gesonderte Seitenangabe der Monats- und Quartalsberichte ergab. Bei den so genannten gemischten Angaben war eine eindeutige Zuordnung nicht möglich. Für die Darstellung der einzelnen Werte wurde jeweils auf die arithmetischen Mittel abgestellt.

47 Zur Vergleichbarkeit wurden die qualitativen Notenwerte erneut auf eine 100-Punkteskala übertragen. Die Informationsqualität steigt mit zunehmendem Punktwert.

schätzt. Während die Beurteilungen im TecDAX und im SDAX mit jeweils 79 bzw. 78 Punkten in etwa dem Gesamtdurchschnitt entsprechen, bildet die Beurteilung im Fall der sonstigen Unternehmen mit 75 Punkten die Untergrenze. Hier wird also die Informationsqualität im Durchschnitt leicht geringer eingeschätzt (vgl. Anhang 2, Tab. A 8).<sup>48</sup>

Wird anstelle der Indexzugehörigkeit auf das Kriterium der Aufsichtsratsgröße abgestellt, lässt sich eine weitere Besonderheit erkennen. In Aufsichtsräten mit drei Mitgliedern wird die Informationsqualität im Durchschnitt deutlich geringer eingestuft (72 Punkte).<sup>49</sup> Umgekehrt fällt die Beurteilung in großen Aufsichtsräten mit mehr als 12 Mitgliedern vergleichsweise gut aus (92 Punkte). Die empfundene Informationsqualität der Vorstandsberichte nimmt offenbar mit zunehmender Aufsichtsratsgröße zu. Ein Erklärungsansatz für diesen Effekt könnte neben einer möglicherweise höheren Professionalität größerer Aufsichtsratsgremien auch im verstärkten Einsatz von Informationsordnungen liegen.

#### **2.1.4 Informationsordnung**

Der Deutsche Corporate Governance Kodex beinhaltet in Abschnitt 3.4. eine Empfehlung zur Verabschiedung einer Informationsordnung. Der Aufsichtsrat soll mit diesem Instrument die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands gem. § 90 AktG näher festlegen.<sup>50</sup> Die Empfehlung lässt sich gleichzeitig als eine Konkretisierung der gesetzlichen

---

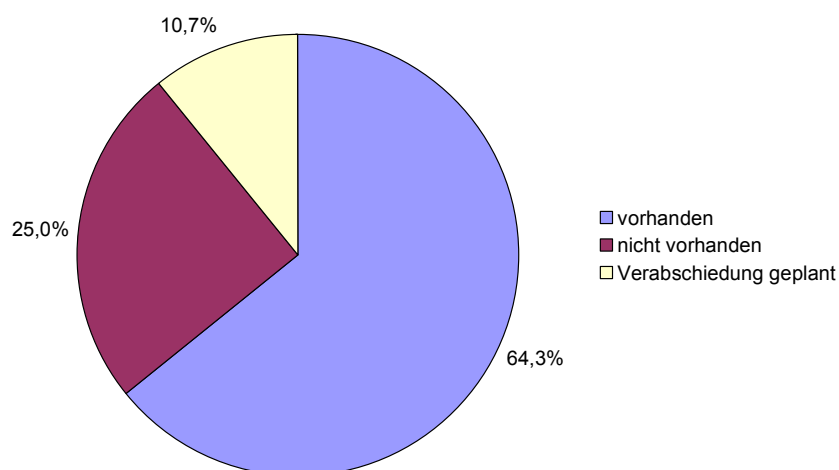
48 Ob die festgestellten Differenzen auch im statischen Sinne signifikant sind, lässt sich aufgrund der geringen Besetzungsdichte jedoch nicht abschließend beurteilen.

49 Die geringer eingestufte Informationsqualität kann nicht ohne Weiteres als Indiz für ein Überwachungsdefizit herangezogen werden, denn ein direkter Vergleich der genutzten Informationsquellen offenbart, dass kleine Aufsichtsräte in stärkerem Maße auf ein internes Informationssystem zurückgreifen. Inwieweit eine Kompensation zwischen den einzelnen Informationsquellen möglich ist, bleibt an dieser Stelle offen.

50 Vgl. ausführlich Lutter, Marcus/Krieger, Gerd (2002), S. 129-130; Theisen, Manuel René (2002), S. 68-69.

Sorgfaltspflichten (§ 116 AktG) auffassen: Der Aufsichtsrat hat dafür Rechnung zu tragen, dass er über eine ausreichende Informationsbasis verfügt. Insofern liefert die Umsetzungsquote dieser Kodexempfehlung auch Hinweise darauf, ob der Aufsichtsrat ein aktives Informationsmanagement betreibt. Vor diesem Hintergrund sollten die Teilnehmer angeben, ob sie eine Informationsordnung bereits installiert haben oder deren Verabschiedung für die Zukunft planen (vgl. Abb. 7).

**Abb. 7: Einsatz von Informationsordnungen (in Prozent)**



Nahezu zwei Drittel der befragten Aufsichtsräte (64,3 Prozent) haben die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands konkretisiert und festgeschrieben. Weitere 10,7 Prozent der Aufsichtsräte beabsichtigen, eine Informationsordnung zu verabschieden.<sup>51</sup> Nennenswerte Unterschiede zwischen Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen lassen sich nicht feststellen (vgl. Anhang 2, Tab. A 10).<sup>52</sup>

---

51 Neuere empirische Analysen der Kodexanwendung bestätigen, dass die Umsetzungsquote dieser Kodexempfehlung weiter zugenommen hat. Vgl. z.B. Oser, Peter/Orth, Christian/Wader, Dominic (2004), S. 1123.

52 Ob die Zugehörigkeit zu einem speziellen Börsenindex, wie z.B. zum DAX 30 oder TecDAX, eine höhere Umsetzungsquote nach sich zieht, kann aufgrund der einzelnen Rücklaufquoten nicht statistisch geprüft werden.

Um die Bedeutung von Informationsordnungen besser einschätzen zu können, sollten die Teilnehmer ferner Auskunft über die Art der Konkretisierung geben (vgl. Anhang 2, Tab. A 12). Hauptgegenstand der bereits bestehenden Informationsordnungen bildet in rund 87 Prozent der Fälle eine nähere Bestimmung der Berichtsinhalte.<sup>53</sup> Die Häufigkeit der Berichterstattung im Zeitablauf ist bei 79 Prozent der Aufsichtsräte durch eine Informationsordnung konkretisiert. Andere Bestimmungen werden dagegen nur von 8 Aufsichtsräten (ca. 20 Prozent) in Informationsordnungen getroffen. Unter den letztgenannten befinden sich vornehmlich Regelungen, welche die Festlegung von Berichtsformaten (7,3 Prozent) beinhalten. Neben der Konkretisierung der schriftlichen Berichte wird in einigen Fällen auch festgelegt, dass der Vorstand den Aufsichtsratsvorsitzenden in bestimmten Zeitabständen zu informieren hat. Damit verfügen für die Informationsauswertung insgesamt 56 Prozent aller befragten Aufsichtsräte über inhaltlich standardisierte Vorstandsberichte und rund 50 Prozent über zeitlich konkretisierte Vorstandsberichte.

Auch wenn keine Erkenntnisse über den exakten Umfang der Inhalt Konkretisierungen vorliegen, erlaubt das Ergebnis den Schluss, dass die Aufsichtsräte nicht nur hinsichtlich der Nutzung verschiedener Informationsquellen, sondern auch in Bezug auf die Vorstandsberichte ein aktives Informationsmanagement betreiben.

Eine andere Fragestellung ist, ob der Einsatz von Informationsordnungen von der Größe der Aufsichtsräte abhängt. Hier liegt die Vermutung nahe, dass die Notwendigkeit zur Konkretisierung der Vorstandsberichterstattung mit zunehmender Unternehmens- bzw. Aufsichtsratsgröße steigt, weil damit auch die Abstimmungs- und Kontrollprozesse komplexer werden. Die Untersuchungsergebnisse offenbaren diesbezüglich jedoch keinen direkten Zusammenhang. Der Einsatz von Informationsordnungen variiert nur geringfügig zwischen den einzelnen Größenklassen (vgl.

---

53 Zu den Einzelergebnissen vgl. Anhang 2, Tab. A 12.

Anhang 2, Tab. A 11). Auch lässt sich keine generelle Zurückhaltung bei kleinen Aufsichtsgremien feststellen. Eher greifen Aufsichtsräte mit einer besonders hohen Anzahl von Mitgliedern tendenziell sogar seltener auf eine Informationsordnung zurück als Aufsichtsräte mit wenigen Mitgliedern. Daher kann auch die insgesamt bessere Informationsqualität in großen Aufsichtsratsgremien jedenfalls nicht allein auf den Einsatz von Informationsordnungen zurückgeführt werden.<sup>54</sup>

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob überhaupt ein Zusammenhang zwischen der Beurteilung der Informationsqualität und dem Einsatz von Informationsordnungen besteht. Aus der Gegenüberstellung der Einzelergebnisse zum Einsatz von Informationsordnungen in Tab. 4 kann ein derartiger Zusammenhang nicht zweifelsfrei abgeleitet werden. Zwar fällt die Beurteilung der Informationsqualität bei Unternehmen mit entsprechender Konkretisierung tatsächlich höher aus; umgekehrt zeigen sich dort, wo eine Informationsordnung geplant ist, keine wesentlichen Defizite der Vorstandsberichte.

**Tab. 4: Zusammenhang zwischen der Beurteilung der Vorstandsberichterstattung und dem Einsatz von Informationsordnungen (in gültigen Prozent)<sup>55</sup>**

Beurteilung der Informationsqualität	Informationsordnung			Gesamt
	vorhanden	nicht vorhanden	Verabschiedung geplant	
sehr gut	44,4%	15,4%	50,0%	38,2%
gut	41,7%	61,5%	50,0%	47,3%
befriedigend	8,3%	15,4%		9,1%
ausreichend	5,6%	7,7%		5,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,1%

<sup>54</sup> Vgl. hierzu die Einzelergebnisse aus Kapitel 2.1.2 und Tab. A 9 in Anhang 2.

<sup>55</sup> Lediglich ein Teilnehmer macht zur Beurteilung der Informationsqualität der Vorstandsberichte keine Angaben. Abweichungen von 100 Prozent sind allein auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

### 2.1.5 Informationen zur Unternehmensüberwachung

Welche Informationen sich für eine wertorientierte Überwachung eignen bzw. notwendig sind, wird im Fachschrifttum vor allem unter dem Stichwort Value Reporting, d.h. mit Bezug auf die externe Berichterstattung diskutiert. Hierzu sind verschiedene Berichtskonzepte entwickelt worden, die jeweils eine möglichst umfassende Information der Kapitalmarktteilnehmer zum Ziel haben.<sup>56</sup> Die einschlägigen Konzepte lassen sich insofern als Mindestniveau einer wertorientierten Informationsversorgung des Aufsichtsrats auf Jahresbasis interpretieren. Ein wesentlicher Grund hierfür ist darin zu sehen, dass die interne Berichterstattung grundsätzlich weniger „natürlichen“ Grenzen unterliegt als die externe Unternehmenspublizität. So müssen Umfang und Detailliertheit von Angaben in der internen Kommunikation nicht eingeschränkt werden, wie es bei der externen Unternehmenspublizität unter anderem zum Schutz vor Wettbewerbern angemessen sein kann.<sup>57</sup> Ein ähnliches Argument wird hinsichtlich der Berichtsfrequenz vorgebracht: Während im Fall der externen Berichterstattung wertorientierte Angaben oftmals im Geschäftsbericht kommuniziert werden, kann der Aufsichtsrat auch eine unterjährige Berichterstattung vom Vorstand verlangen.

Entsprechend sollte im Rahmen der wertorientierten Unternehmensüberwachung erwartet werden können, dass den qualitativen und quantitativen wertorientierten Angaben ein relativ hoher Stellenwert beigemessen wird. Daher wurden die Aufsichtsräte um eine Einschätzung gebeten, wie sich die Bedeutung der einzelnen Angaben für die tatsächliche Überwachungstätigkeit darstellt (Frage A.6). Aus den Antworten lässt sich indirekt auch ableiten, inwieweit die in der Wissenschaft kontrovers disku-

---

56 Vgl. stellvertretend für viele Müller, Michael (1998), S. 123-144; Labhart, Peter A. (1999); Ruhwedel, Franca/Schultze, Wolfgang (2002), S. 602-615; sowie Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia (2003), S. 1-40.

57 Näher hierzu z.B. Kötzle, Alfred/Niggemann, Markus (2001), S. 639-644.

tierten wertorientierten Performancemaßstäbe sich für die praktische Arbeit der Aufsichtsräte eignen.

Bei der Befragung wurde darauf verzichtet, ein konkretes Value Reporting-Berichtskonzept als Referenzmaßstab heranzuziehen. Stattdessen sollten die Teilnehmer eine Auswahl verschiedener (wertorientierter) Angaben auf ihre Eignung für die Unternehmensüberwachung beurteilen, die regelmäßig als Kernbestandteile der einschlägigen Konzepte angeführt werden.<sup>58</sup> Die Auswahl beinhaltete sowohl zukunfts- als auch vergangenheitsorientierte Aspekte der wertorientierten Berichterstattung. Darüber hinaus wurde mit der Angabe „bereinigte Ergebnisgrößen“ noch eine Kontrollgröße aufgenommen.<sup>59</sup>

Die Untersuchungsergebnisse zeigen eine klare Hierarchie hinsichtlich der Relevanz von wertorientierten Angaben im Rahmen der Unternehmensüberwachung (vgl. Abb. 8). Aus Sicht des Aufsichtsrats weisen vor allem die Vorstandsprognosen über die künftige Unternehmensentwicklung eine sehr hohe Bedeutung auf. Die hohe Bedeutung erlaubt zusammen mit der hohen Berichtsfrequenz (vgl. Anhang 2, Tab. A 5) den Schluss, dass die Vorstandsprognosen ein Hauptelement der Unternehmensüberwachung bilden. Erwartungsgemäß hoch werden auch Angaben über das Marktumfeld und die Wettbewerber sowie die Bedeutung von Werttreiberanalysen eingeschätzt, da diese Angaben die Überprüfung der Grundlagen von Vorstandsprognosen ermöglichen.

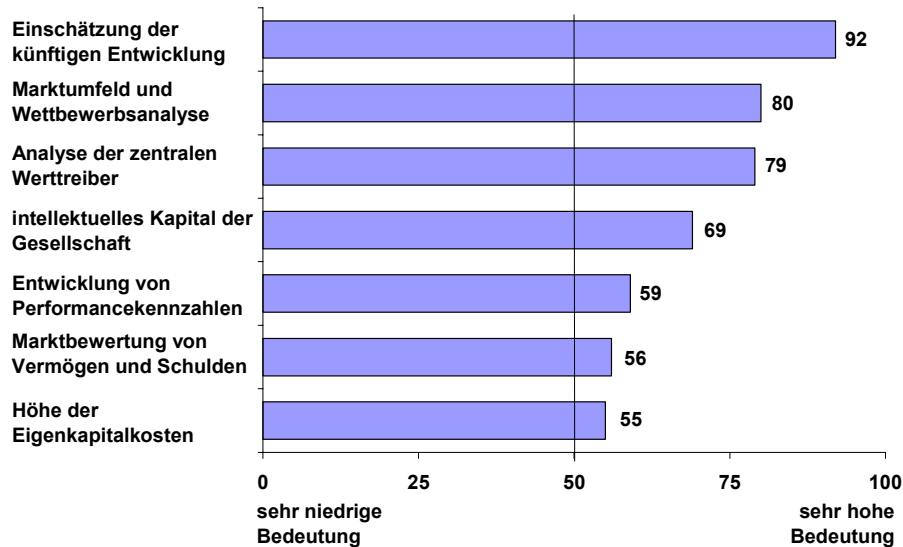
---

58 Für einen Überblick über zentrale Berichtsinhalte im Rahmen des Value Reporting vgl. z.B. Baetge, Jörg/Noelle, Jennifer (2001), S. 176-179; Günther, Thomas/Beyer, Dirk (2001), 1627-1629; sowie ausführlich Eccles, Robert G./Herz, Robert H./Keegan, E. Mary/Phillips, David M. H. (2001).

59 Eine genaue Zusammenstellung der einzelnen Beurteilungen findet sich in Anhang 2, Tab. A 13 und Tab. A 14.



**Abb. 8: Bedeutung ausgewählter Angaben für die Unternehmensüberwachung (in Punkten)<sup>60</sup>**



Auf den ersten Blick mag jedoch überraschen, dass solche Informationen nicht häufiger Gegenstand der Vorstandsberichte sind (vgl. Anhang 2, Tab. A 5). Ob dieser Umstand auf eine mangelnde Wertorientierung im Unternehmen hindeutet, muss hingegen bezweifelt werden. Eine Berücksichtigung derartiger Informationen sollte stets im Planungsprozess erfolgen und ist grundsätzlich unabhängig von der Zielsetzung der Unternehmensführung. Folglich müssten die Angaben zumindest dem Vorstand vorliegen, da er diese in seiner Planung fortlaufend zu berücksichtigen hat. Die Abweichungen zwischen Bedeutungsrang und Berichtshäufigkeit lassen daher eher vermuten, dass die Notwendigkeit einer hohen Berichtsfrequenz nicht von allen Aufsichtsräten gleich hoch eingeschätzt wird. Ein solcher Schluss scheint auch angesichts der überwiegend als positiv bezeichneten Informationsqualität der Vorstandsberichte nahe liegend.

---

60 Die Abbildung basiert auf den arithmetischen Mitteln der Einzelbeurteilungen in den Tab. A 13 und Tab. A 14 aus Anhang 2. Zur Vergleichbarkeit wurden die Notenwerte auf eine 100-Punkte-Skala übertragen. Die Bedeutung nimmt mit steigendem Punktwert zu.

Bei der Analyse der weiteren Elemente eines Value Reporting fallen Unterschiede in der Bedeutung von Informationen über nicht bilanzierte Werte im Unternehmen auf: Angaben zu den Marktwerten (Fair Values) des Vermögens und der Schulden nehmen mit durchschnittlich 56 Punkten eine mittlere Bedeutung ein. Demgegenüber werden Angaben über das intellektuelle Kapital der Gesellschaft mit durchschnittlich 69 Punkten deutlich höher eingestuft. Die nur mittlere Bedeutung, die den Marktwerten aus Sicht der Aufsichtsräte für die Unternehmensüberwachung beigemessen wird, dürfte hauptsächlich auf Messprobleme zurückzuführen sein.

Im Fall des intellektuellen Kapitals ist zusätzlich zu beachten, dass unter dem Begriff eine große Anzahl unterschiedlicher immaterieller Werte subsumiert werden können. So weist z.B. der Strukturierungsansatz des Arbeitskreises „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft insgesamt sieben verschiedene Kategorien mit zahlreichen Indikatoren auf.<sup>61</sup> Unter den angeführten Angaben dürften sich auch zentrale Werttreiber für den Unternehmenserfolg befinden, so dass die Bewertung mit 69 Punkten der Bedeutung dieses Komplexes für die Wertorientierung wohl noch nicht vollends gerecht wird.<sup>62</sup> Allerdings ist das intellektuelle Kapital mit erheblichen Erfassungsproblemen belastet, die die Eignung der Angaben für die Überwachung generell einschränken, was die geringere Bedeutung des intellektuellen Kapitals aus Sicht der Aufsichtsräte erklären kann.

Ein anderes Bild zeigen die Einzelbeurteilungen zur Performancemessung bzw. Werterzielung (59 Punkte) und zu der Höhe der Eigenkapitalkosten (55 Punkte). Diese Angaben scheinen aus Sicht des Aufsichtsrats für die Zwecke der Überwachung bisher nur von mittelhoher Bedeutung zu sein. Allerdings muss im Falle der wertorientierten Kennzahlen bedacht wer-

---

61 Vgl. Arbeitskreis „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft (2003), S. 1233-1237.

62 Vgl. auch Schütte, Martin (2004), S. 1793.

den, dass es sich hierbei um relativ junge Konzepte handelt, von denen nicht unbedingt erwartet werden kann, dass sie bereits in allen Unternehmen genutzt werden – zumal sie auch in der Wissenschaft kontrovers diskutiert werden.

### **2.1.6 Zwischenergebnis**

Ob und inwieweit der Vorstand einer Aktiengesellschaft geeignete Maßnahmen zur langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts ergreift, lässt sich u.a. im Rahmen einer korrespondierenden, d.h. ebenfalls wertorientierten Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat feststellen. Zu diesem Zweck ist eine entsprechende Informationsversorgung und ein entsprechendes Informationsverhalten des internen Überwachungsorgans Aufsichtsrat notwendig.<sup>63</sup>

Die Analysen aus Kapitel 2.1 liefern diesbezüglich folgendes Bild: In der Breite dürften die Aufsichtsräte der befragten Gesellschaften über ausreichende Informationen zur Überwachung der Vorstände verfügen und diese auch aktiv einfordern. Dabei stützt sich die Überwachung der Geschäftsführung vor allem auf die Berichterstattung des Vorstands sowie auf den Abschlussprüfer, die als bedeutendste Informationsquellen eingestuft werden. Gleichwohl ist die Informationsversorgung nicht einseitig an diese Informationsquellen gebunden. Die Aufsichtsräte nutzen für ihre Überwachung eine Vielzahl von weiteren Quellen und Angaben. So werden auch interne Informationssysteme mehrheitlich als wichtige Informationsquellen für die Unternehmensüberwachung herangezogen. Externen Beratern wird dagegen nur im Einzelfall ein relativ hohes Gewicht

---

63 Vgl. Lukarsch, Michael (1998), S. 169-178; Wolbert, Joachim (2003), S. 20; Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia (2003), S. 1; Böcking, Hans-Joachim/Wesner, Peter (2004), S. S105-S106.

beigemessen.<sup>64</sup> Andere interne Informationsquellen weisen ebenfalls nur fallweise eine besondere Bedeutung für die Überwachung auf. Ehemalige Vorstände in den Aufsichtsräten erleichtern die Einbeziehung solcher Informationsquellen dabei erheblich. Die Auswertung deutet zudem darauf hin, dass die Entscheidung über die Einbeziehung der Informationsquellen begründet erfolgt.

Auch die Qualität der zentralen Informationsgrundlage, der Vorstandsberichterstattung, dürfte den Anforderungen an eine wertorientierte Überwachung insgesamt gerecht werden. Hierauf deuten sowohl die subjektiven Qualitätseindrücke der Aufsichtsräte zu dieser Berichterstattung (Kapitel 2.1.3) als auch die Auswertung der inhaltlichen Bestandteile der Vorstandsberichte (Kapitel 2.1.2) hin. So geht die Berichterstattung des Vorstands bereits vielfach sowohl inhaltlich als auch bezogen auf die Frequenz der Berichte über die gesetzlichen Mindestvorgaben hinaus. Dies könnte z.B. mit den weithin eingesetzten Informationsordnungen für Vorstandsberichte in Verbindung stehen (Kap. 2.1.4.). Misst man die Wertorientierung allein an der Nutzung und der Einschätzung von (wertorientierten) Performancemaßen (Kapitel 2.1.5), so lässt sich ein gewisses Verbesserungspotenzial für die wertorientierte Aufsichtsratsarbeit erkennen, wobei der praktische Wert der noch vergleichsweise jungen Kennzahlen weiter umstritten ist. Insofern weisen die Ergebnisse auch darauf hin, dass sich einige wertorientierte Angaben nur bedingt für die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats eignen könnten.

Außerdem ist zu beachten, dass sich die vorliegende Untersuchung vorwiegend auf die Vorstandsberichterstattung stützt. Aufsichtsräten stehen aber regelmäßig noch andere, hier nicht en detail untersuchte Möglichkeiten offen, sich über der Geschäftsführung zu informieren. Damit las-

---

64 Diese Vermutung wird zudem von einigen Teilnehmern explizit bestätigt. Vgl. hingegen Deloitte Consulting (2004), S. 8, wonach die Beauftragungspraxis ein Indiz für die aktive Informationsgewinnung des Aufsichtsrats sein soll.

sen sich die Untersuchungsergebnisse insgesamt als ein Bild dessen aufzufassen, was im Rahmen der Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrats erwartet werden kann.

## **2.2 Value Reporting**

### **2.2.1 Gegenstand und Aufgabe des Value Reporting**

Eine weitere Möglichkeit, um auf die Bedeutung einer wertorientierten Unternehmensüberwachung zu schließen, bietet eine Untersuchung der Einstellung der Aufsichtsräte zur externen wertorientierten Berichterstattung. Ist die Geschäftsführung am Ziel der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichtet, liegt die Vermutung nahe, dass auch innerhalb der Unternehmenspublizität hierüber berichtet wird.<sup>65</sup> Die Bedeutung von wertorientierten Angaben steigt aber auch vor dem Hintergrund einiger Veränderungen der (gesetzlichen) Rahmenbedingungen.<sup>66</sup> Seit Frühjahr 2005 sieht z.B. der Deutscher Rechnungslegungs Standard (DRS) 15 eine Reihe an Konkretisierungen von (wertorientierten) Berichtspflichten im Lagebericht vor, die zum Teil seit längerer Zeit im Rahmen des Value Reporting gefordert wurden.<sup>67</sup> Mit der Integration der wertorientierten Angaben in die externe Berichterstattung hat der Aufsichtsrat gem. § 171 AktG auch eine eigenständige Prüfung dieser Angaben vorzunehmen, so dass Auswirkungen auf die Art der Unternehmensüberwachung nahe liegend sind. Zum Zeitpunkt der Erhebung waren die Änderungen der externen Berichtspflichten zwar noch nicht in Kraft, sie zeichneten sich aber bereits ab. Es konnte daher mit einiger Wahrschein-

---

65 Vgl. statt vieler z.B. Kötzle, Alfred/Niggemann, Markus (2001), S. 634.

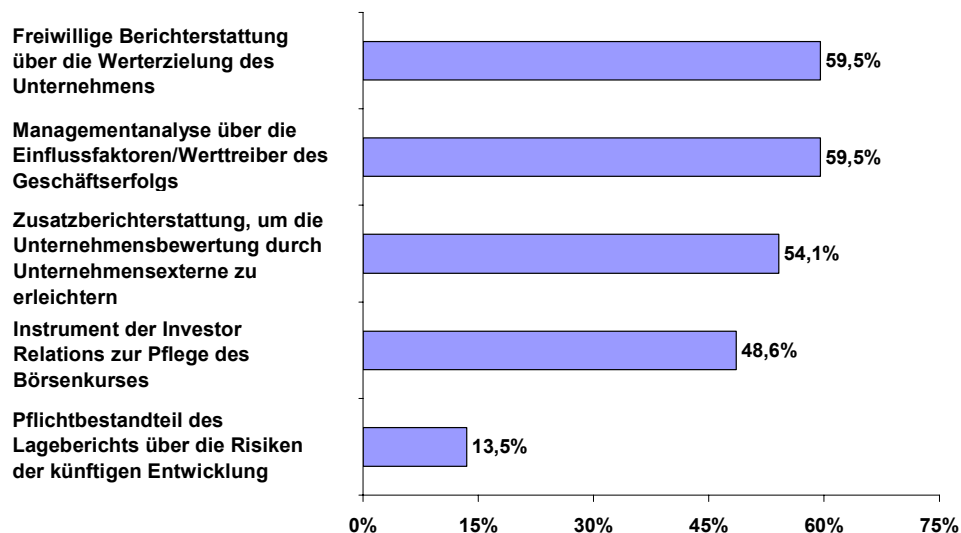
66 Für einen Überblick der geänderten Bestimmungen zum Lagebericht infolge des Bilanzrechtsreformgesetzes vgl. Böcking, Hans-Joachim (2005), S. 5-8.

67 Vgl. u.a. Kirsch, Hans-Jürgen/Scheele, Alexander (2003), S. 2733-2739.

lichkeit davon ausgegangen werden, dass sich die Aufsichtsräte verstärkt dem Value Reporting widmeten.

Von den teilnehmenden Aufsichtsräten kennen 37 (66 Prozent) den Begriff Value Reporting (Frage B.1). Der hohe Bekanntheitsgrad ist als Indiz für die Verankerung der wertorientierten Unternehmensüberwachung allein jedoch wenig geeignet. Es existieren viele ähnliche Begriffe im Fachschrifttum, die sich hinsichtlich des Inhalts zum Teil erheblich unterscheiden.<sup>68</sup> Überdies ist zu beachten, dass selbst der Begriff Value Reporting keinesfalls einheitlich ausgelegt wird. Aus diesem Grund sollten die 37 Aufsichtsräte weiterhin angeben, welche inhaltliche Vorstellungen sie mit dem Begriff Value Reporting in Verbindung bringen (Frage B.2). Dabei konnten die Aufsichtsräte aus einer vorgegebenen Liste wählen. Mehrfachantworten waren zulässig.<sup>69</sup>

**Abb. 9: Assoziationen mit dem Begriff Value Reporting (in gültigen Prozent)**



68 Für einen Überblick vgl. Ruhwedel, Franca/Schultze, Wolfgang (2002), S. 603-604; Böcking, Hans-Joachim/Dutzi, Andreas (2003), S. 221-222.

69 Die Teilnehmer hätten auch die Möglichkeit gehabt, eigene Stellungnahmen abzugeben, was jedoch von keinem der Teilnehmer genutzt wurde.

Wie Abb. 9 zeigt verbinden die Aufsichtsräte mit dem Begriff Value Reporting mehrheitlich eine freiwillige Berichterstattung über die Werterzielung des Unternehmens (59,5 Prozent). Nach Ansicht der Aufsichtsräte soll sich die Berichterstattung indes nicht allein auf die Kommunikation einer bestimmten Spitzenkennzahl beschränken. Um dem Konzept des Value Reporting gerecht zu werden, sollte das Management nach Ansicht vieler Aufsichtsräte zusätzlich darlegen, welche Einflussfaktoren für den realisierten Geschäftserfolg maßgeblich sind bzw. waren (59,5 Prozent).

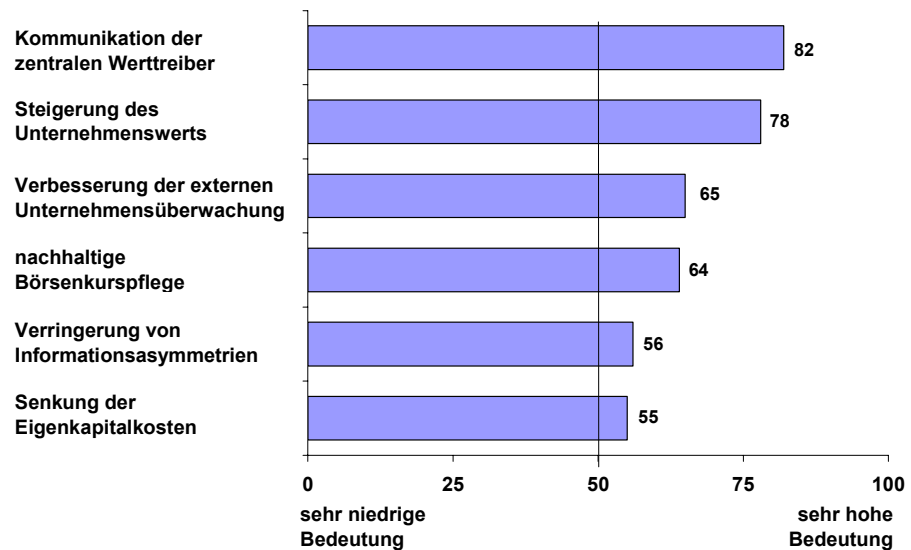
Mit geringem Abstand folgt die Einschätzung, Value Reporting beinhalte eine Zusatzberichterstattung, um die Unternehmensbewertung für Investoren zu erleichtern (54,1 Prozent). Die Differenz zu den beiden erstgenannten Antworten mit höherer Priorität könnte dabei auf potenzielle Nachteile einer sehr weit reichenden Unternehmensberichterstattung zurückzuführen sein. Um den Investoren die Unternehmensbewertung zu erleichtern, müsste im Extremfall eine (fast) vollständige Offenlegung des Investitionsprogramms erfolgen. Zumindest wären jedoch ausführliche Angaben über die künftigen Maßnahmen des Vorstands inklusive der zugrunde gelegten Annahmen erforderlich. Offenbar sieht ein Teil der Befragten darin jedoch potenzielle Nachteile für das Unternehmen, die in einer zu weit gehenden Information von Wettbewerbern bestehen könnten.

Vergleichsweise häufig wird mit dem Begriff Value Reporting ein Instrument zur Pflege des Börsenkurses verbunden (48,6 Prozent). Diese Antwortoption könnte einen Hinweis darauf liefern, dass in den betreffenden Unternehmen ein anderes Verständnis über das Ziel der langfristigen Wertsteigerung vorherrscht. So könnte anstelle der konsequenten Ausrichtung auf die Steigerung des internen (intrinsischen) Marktwerts vielmehr die Erhöhung der Kapitalmarktbewertung im Mittelpunkt stehen. Eine nähere Betrachtung der Antwortstrukturen lässt diese Art von Rückschluss allerdings nicht ohne weiteres zu, denn viele der Befragten sehen im Value Reporting gleichzeitig eine freiwillige Berichterstattung

über die Werterzielung des Unternehmens. Daher scheint unter der Pflege des Börsenkurses wohl eher die Absicht der Korrektur von Fehlbewertungen verstanden zu werden.

Ein Pflichtbestandteil des Lageberichts über die Risiken der künftigen Entwicklung wird schließlich nur in Ausnahmefällen mit dem Begriff Value Reporting verbunden (13,5 Prozent).

**Abb. 10: Potenzielle Zwecke einer wertorientierten Berichterstattung (in Punkten)**



Nach der allgemeinen Abgrenzung des Begriffsinhalts sollten die Aufsichtsräte Auskunft darüber geben, welche weiteren Zwecke sie mit einem Value Reporting verbinden (Frage B.3).<sup>70</sup> Zur besseren Vergleichbarkeit wurden die einzelnen qualitativen Bewertungen wiederum auf eine 100-Punkte-Skala übertragen (vgl. Abb. 10). Der Vergleich der auf dieser Basis gebildeten arithmetischen Mittel legt offen, dass Value Reporting nach Auffassung der Befragten vor allem der Kommunikation der zentralen Werttreiber dient. Der hohe Punktwert resultiert hierbei vornehmlich

---

<sup>70</sup> Die nachfolgenden Angaben beziehen sich nur auf den Teilnehmerkreis, der den Begriff Value Reporting kennt.



aus den Antworten der Befragten, die im Value Reporting eine freiwillige Berichterstattung über die Werterzielung sehen und dabei eine ausführliche Analyse durch das Management erwarten.

Überraschenderweise sehen die befragten Aufsichtsräte jedoch die Verbesserung der externen Unternehmensüberwachung nicht in gleichem Maße als Ziel des Value Reporting an, obwohl die Erfolgskontrolle über die wertorientierte Geschäftsführung in engen Zusammenhang mit den genannten Aspekten steht. Diese Abweichung von 17 Punkten könnte erneut auf die Komplexität vieler Performancekennzahlen zurückzuführen sein, die eine faktische Kontrolle aus externer Sicht nicht immer bzw. unbedingt erlaubt.<sup>71</sup>

Aus Sicht der befragten Aufsichtsräte dient Value Reporting eher der Steigerung des Unternehmenswerts. Wird den Erklärungsmustern des Fachschrifttums für einen derartigen Effekt gefolgt, soll Value Reporting zunächst die bestehenden Informationsasymmetrien zwischen dem Management und den Investoren verringern.<sup>72</sup> Die verbesserte Informationsbasis soll wiederum das Risiko der Investoren vermindern, die künftige Unternehmensentwicklung falsch einzuschätzen. Infolgedessen könnten die Investoren bereit sein, auf einen Teil ihrer Risikoprämie für die Kapitalüberlassung zu verzichten. Value Reporting würde in diesem Fall zu einer Senkung der Eigenkapitalkosten führen und ceteris paribus zu einer Steigerung des Unternehmenswerts beitragen.<sup>73</sup>

---

71 Vgl. z.B. Böcking, Hans-Joachim/Wesner, Peter (2004), S. 105.

72 Vgl. Kötzle, Alfred/Niggemann, Markus (2001), S. 634-637; Ruhwedel, Franca/Schultze, Wolfgang (2002), S. 602-604; Baetge, Jörg/ Kümmel, Jens (2003), S. 48-54; Eccles, Robert G./Weibel, Peter F. (2002), S. 711-712; kritisch dazu Nonnenmacher, Rolf (2004), S. 157.

73 Vgl. hierzu im Einzelnen die Analysen von Labhart, Peter A. (1999), S. 199-228; Labhart, Peter A./Volkart, Rudolf (2001), S. 120-125; Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft (2002), S. 2337.

Interessanterweise wird dieses Erklärungsmuster im Rahmen der Befragung nur bedingt sichtbar, denn die teilnehmenden Aufsichtsräte stimmen den einzelnen Aspekten der obigen Wirkungskette weniger zu. Demgegenüber wird das Ziel der nachhaltigen Börsenkurspflege deutlich stärker mit Value Reporting in Verbindung gebracht. Diese Bewertung resultiert dabei erneut mehrheitlich aus den Antworten derjenigen, die mit Value Reporting vorwiegend eine freiwillige Berichterstattung über die Werterzielung verbinden. Dies würde die weiter oben angedeutete Interpretation stützen, nach der die hohe Bedeutung der Börsenkurspflege vor allem auf den Wunsch zurückzuführen ist, Fehlbewertungen zu korrigieren oder zu vermeiden. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass teilweise ein Missverständnis über die eigentliche Zielsetzung des Value Reporting vorliegt, d.h. die Steigerung des Unternehmenswerts mit der des Börsenkurses gleichgesetzt wird.

Insgesamt lassen die Einschätzungen der Aufsichtsräte vermuten, dass eine wertorientierte Berichterstattung vornehmlich drei Aufgaben erfüllen kann. Erstens geht es um die Kommunikation der Werttreiber gegenüber dem Kapitalmarkt. Den Anlegern soll hierdurch die Kontrolle über die Werterzielung des Unternehmens ermöglicht und eine verbesserte Informationsbasis für ihre künftigen Anlageentscheidungen geboten werden. Aus Sicht des Unternehmens kann Value Reporting zweitens zu einer Steigerung des Unternehmenswerts beitragen, wenn es gelingt, die Eigenkapitalkosten durch die Berichterstattung nachhaltig zu senken. Darüber hinaus ist drittens möglich, dass eine wertorientierte Berichterstattung der Börsenkurspflege dient, ohne dass hierzu die langfristige Wertsteigerung notwendigerweise als Unternehmensziel verankert sein muss. Dies gilt jedenfalls dann, wenn der Wunsch nach gezielter Korrek-

tur von Marktfehlbewertungen außer Acht gelassen wird.<sup>74</sup> In diesem Fall wäre es allerdings möglich, dass die Zielsetzung des Value Reporting dahingehend missverstanden wird, allein eine möglichst positive Unternehmensdarstellung zu erreichen.

### **2.2.2 Inhalte einer wertorientierten Berichterstattung**

Um einen Einblick darüber zu erhalten, welche der drei genannten Aufgaben des Value Reporting nach Ansicht des Aufsichtsrats im Vordergrund steht, respektive stehen sollte, bedarf es einer näheren Analyse. Die Teilnehmer sollten deshalb angeben, wie sie den Nutzen einzelner Elemente einer wertorientierten Berichterstattung aus Sicht der Unternehmen einschätzen (Frage B.4). Im Anschluss hieran wurden die Teilnehmer um eine Beurteilung aus Investorensicht gebeten (Frage B.5).<sup>75</sup> Dabei sollten die Teilnehmer einzelne Angaben beurteilen, die im Fachschrifttum als wesentliche Inhalte einer wertorientierten Berichterstattung gelten. Die nachfolgende Abb. 11 stellt die Umfrageergebnisse für einige wertorientierte Angaben gegenüber.<sup>76</sup>

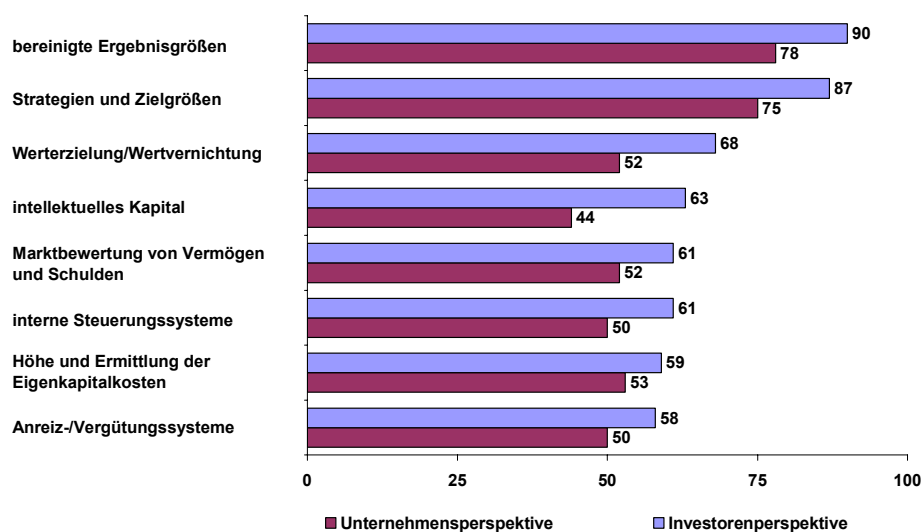
---

74 Vgl. näher Ruhwedel, Franca/Schultze, Wolfgang (2002), S. 605-606. Soll Value Reporting aus Sicht der Wertorientierung dagegen zu einer Korrektur von Fehlbewertungen beitragen, beinhaltet dies ebenso eine Relativierung von übertriebenen Wachstumserwartungen auf Seiten der Kapitalmarktteilnehmer.

75 Auf eine explizite Begriffsennung, wie z.B. Value Reporting, wurde in diesem Zusammenhang verzichtet, um Verzerrungseffekte zu vermeiden. Vgl. zu dieser methodischen Frage z.B. Schnell, Rainer/Hill, Paul B./Esser, Elke (1999), S. 330-335.

76 Für eine zusammenfassende Darstellung der Einzelergebnisse vgl. im Anhang 2 zur Unternehmensperspektive Tab. A 15 und Tab. A 16 sowie zur Investorenperspektive Tab. A 17 und Tab. A 18.

**Abb. 11: Nutzen bzw. Notwendigkeit ausgewählter Unternehmensinformationen (in Punkten)<sup>77</sup>**



Offenbar wird der Nutzen der einschlägigen Angaben der externen Berichterstattung für die Investoren durchgängig höher eingeschätzt als für die Unternehmen. Auffallend ist zudem, dass die Beurteilungen der einzelnen Angaben unabhängig von der betrachteten Perspektive in beinahe gleicher Weise variieren: Nach Auffassung der teilnehmenden Aufsichtsräte sind Aussagen über bereinigte Ergebnisgrößen sowie über die Strategien und Zielgrößen der Unternehmensleitung stets von besonderer Bedeutung. Andere wertorientierte Angaben werden von den Befragten zwar ebenso überwiegend für erforderlich gehalten; diese fallen jedoch erkennbar hinter den beiden erstgenannten Angaben zurück. Im Durchschnitt wird ihnen dabei eine in etwa mittlere Bedeutung beigemessen.

Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu beachten, dass nicht alle befragten Aufsichtsräte den Begriff Value Reporting und die damit verbundenen Details kennen. Die unterschiedliche Beurteilung könnte insoweit mit der fehlenden Begriffskennntnis zusammenhängen. Um dies zu prü-

---

<sup>77</sup> Zur Vergleichbarkeit wurden die Einzelergebnisse erneut auf eine 100-Punkte-Skala übertragen. Die Einschätzung der Bedeutung nimmt mit steigendem Punktwert zu. Die Abbildung basiert auf den Durchschnittswerten (arithmetischen Mitteln) der einzelnen Angaben.

fen, sind in der Tab. 5 die mittleren Punktwerte zu den einschlägigen (wertorientierten) Angaben nochmals gesondert und in Abhängigkeit von der Begriffskennntnis berechnet worden.

Die neu berechneten Mittelwerte dokumentieren jedoch lediglich in einigen Fällen eine stark abweichende Beurteilung des Nutzens bzw. der Notwendigkeit einer wertorientierten Berichterstattung. Zudem zeigen die Einzelergebnisse der Teilnehmer, die den Begriff Value Reporting kennen, keine im Durchschnitt höhere Beurteilung. Gleichwohl liegt es nahe, im Zweifel den Beurteilungen dieser Gruppe ein höheres Gewicht einzuräumen.

**Tab. 5: Nutzen und Notwendigkeit einer Kommunikation wertorientierter Angaben in Abhängigkeit von der Begriffskennntnis Value Reporting (in Punkten)<sup>78</sup>**

	Nutzen aus Unternehmenssicht		Notwendigkeit aus Investorensicht	
	Begriffskennntnis liegt vor	keine Begriffskennntnis	Begriffskennntnis liegt vor	keine Begriffskennntnis
<b>Wertorientierte Angaben</b>				
bereinigte Ergebnisgrößen	83	67	88	94
Strategien und Zielgrößen	81	59	88	85
Marktbewertung von Vermögen und Schulden	53	51	56	72
Höhe bzw. Ermittlung der Eigenkapitalkosten	52	56	59	60
Werterzielung/Wertvernichtung	51	55	65	74
intellektuelles Kapital	51	31	64	62
Anreiz-/Vergütungssysteme	49	51	57	59
interne Steuerungssysteme	42	54	56	71

Für die Unternehmensperspektive fallen allein die Ergebnisse in Bezug auf eine Berichterstattung über bereinigte Ergebnisgrößen, Strategien und Zielgrößen und das intellektuelle Kapital höher aus. Alle weiteren

---

78 Lesebeispiel: Von den Teilnehmern, die den Begriff Value Reporting kennen, wird die Notwendigkeit einer externen Berichterstattung aus Investorensicht mit durchschnittlich 88 Punkten (arithmetisches Mittel) hoch eingeschätzt. Teilnehmer, die den Begriff nicht kennen, bewerten die Notwendigkeit einer externen Berichterstattung aus Investorensicht mit durchschnittlich 85 Punkten (arithmetisches Mittel).

Angaben werden nahezu gleich oder sogar geringer bewertet.<sup>79</sup> Die Ergebnisse überraschen insoweit, als diese Teilnehmergruppe im Value Reporting gerade auch ein Mittel sieht, das zu einer Steigerung des Unternehmenswerts beitragen kann. Offenbar eignen sich nach der Auffassung der befragten Aufsichtsräte nicht alle wertorientierten Angaben gleichermaßen, um einen Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswerts zu leisten.

Eine ähnliche Schlussfolgerung lässt auch die Analyse der Einzelergebnisse für die Investorenperspektive zu. Die Teilnehmergruppe, die den Begriff Value Reporting kennt, ordnet den einzelnen Angaben sogar mehrheitlich eine geringere Bedeutung zu. Die berechneten Mittelwerte sind dabei in drei Fällen sogar deutlich niedriger. Es hat den Anschein, dass eine externe Berichterstattung über die Marktbewertung von Vermögen und Schulden, interne Steuerungssysteme und die erreichte Wertzielung bzw. Wertvernichtung nicht unbedingt zu einer verbesserten Informationsbasis bzw. Unternehmensüberwachung durch die Kapitalmarktteilnehmer beitragen kann. Diese niedrigeren Beurteilungen könnten damit erneut ein Indiz dafür sein, dass die Zuverlässigkeit dieser Angaben aus externer Sicht nicht immer gewährleistet ist.

Insgesamt lässt sich auch aus der Analyse der Einzelergebnisse keine eindeutige Aussage ableiten, welche Aufgabe das Value Reporting aus Sicht der Aufsichtsräte primär erfüllen soll bzw. kann. Allerdings wird die Bedeutung der Value Reporting-Bestandteile für die Investoren durchweg höher eingeschätzt. Dies deutet darauf hin, dass die Aufsichtsräte die Einschätzung teilen, nach der es beim Value Reporting vornehmlich um den Abbau von Informationsasymmetrien zum Investor geht.

---

79 Das gilt im Besonderen hinsichtlich einer externen Berichterstattung über die eingesetzten Steuerungssysteme, die aus Unternehmensperspektive offenbar nur einen geringen Nutzen verspricht.

Ungeachtet dessen lassen die Antworten aber auch Rückschlüsse auf die Bewertung des (praktischen) Nutzens einzelner vom Fachschrifttum vorgeschlagener Bestandteile des Value Reporting zu. Sowohl für die Unternehmens- als auch die Investorenperspektive wird vor allem eine externe Berichterstattung über bereinigte Ergebnisgrößen, Strategien und Zielgrößen als bedeutsam erachtet. Alle anderen Bestandteile einschlägiger Value Reporting-Konzepte sind aus Sicht der Aufsichtsräte offenbar mit Problemen behaftet, was sich einerseits in vergleichsweise geringen Durchschnittswerten niederschlägt und andererseits besonders durch die Einschätzungen derjenigen gestützt wird, die mit dem Begriff Value Reporting vertraut sind. Eine mögliche Ursache für diese geringere Eignung könnte darin liegen, dass es bisher kaum einheitliche Berichtsstandards gibt, so dass die Vergleichbarkeit der wertorientierten Angaben weder zwischen unterschiedlichen Unternehmen noch über mehrere Perioden hinweg gesichert ist.<sup>80</sup>

### **2.2.3 Standardisierung und Publizitätsinstrument**

Mit Standardisierungen soll die Vergleichbarkeit der wertorientierten Angaben erhöht werden. Im Vordergrund steht dabei die Festlegung eines einheitlichen Berichtsformats mit bestimmten Mindestinhalten.<sup>81</sup> In Einzelfällen kann es darüber hinaus notwendig sein, Berechnungsschemata für einzelne Angaben vorzugeben, solange sich eine allgemein akzeptierte Vorgehensweise noch nicht etabliert hat. Allerdings besteht in der derzeitigen Diskussion Unsicherheit, in welchem Maße Standardisierungen auch den Bedürfnissen der praktischen Unternehmensüberwachung gerecht werden bzw. wie, wo und in welchem Umfang eine Vereinheitlichung angemessen wäre.

---

80 Vgl. auch die Ausführungen von Nonnenmacher, Rolf (2004), S. 156-159.

81 Zur Standardisierung des Value Reporting vgl. z.B. Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft (2002), S. 2339-2340; Baetge, Jörg/Kümmel, Jens (2003), S. 55-56, 62-64.

Mit den beiden abschließenden Fragen des Umfrageteils zur externen Berichterstattung sollte daher das Meinungsbild der Aufsichtsräte zu dieser Thematik erfasst werden.

Hinsichtlich der Notwendigkeit einer Standardisierung der wertorientierten Berichterstattung (Frage B.6) zeigt sich folgendes Bild: Insgesamt 43,4 Prozent der teilnehmenden Aufsichtsräte plädieren für eine vollständige Standardisierung, 32,1 Prozent für eine teilweise Standardisierung, und 24,5 Prozent der befragten Aufsichtsräte lehnen die Vereinheitlichung einschlägiger wertorientierter Angaben grundsätzlich ab. Damit spricht sich eine überwiegende Mehrheit der Befragten zumindest für eine Teilstandardisierung aus.

Auffallend ist, dass gerade Aufsichtsräte von Unternehmen, die nicht in einem Index vertreten sind, eine vollständige Standardisierung bevorzugen (vgl. Anhang 2, Tab. A 19).<sup>82</sup> Der Unterschied gleicht sich zwar nahezu aus, wenn die Befürworter einer partiellen Standardisierung hinzugerechnet werden. Dennoch legt die abweichende Beurteilung den Schluss nahe, dass ein systematischer Unterschied zwischen Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen besteht. Interessanterweise wird auch die Notwendigkeit einer Publizität der obigen Angaben nicht in allen Fällen gleich hoch eingeschätzt.<sup>83</sup> Die Aufsichtsräte der sonstigen Unternehmen werten eine Berichterstattung über das interne Steuerungssystem, die Werterzielung bzw. Wertvernichtung sowie über die Marktbewertung von Vermögen und Schulden im Durchschnitt deutlich höher als die Aufsichtsräte der Indexunternehmen.

Unabhängig von der Indexzugehörigkeit zeigt sich aber eine hohe Übereinstimmung bei den Gründen, die für eine eingeschränkte Standardisierung bzw. für den Verzicht auf jegliche Vereinheitlichungen angeführt

---

82 Für eine zusätzliche Aufteilung der Antworten in Abhängigkeit von der Größe des Aufsichtsratsplenums vgl. Anhang 2, Tab. A 20.

83 Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 2.2.2.



werden. 90 Prozent der Aufsichtsräte, die zur Frage B.6 auch das Kommentarfeld ausgefüllt haben, bezweifeln den Nutzen einer Standardisierung, weil sie die Vergleichbarkeit der Angaben selbst innerhalb einer Branche infrage stellen. Der Verweis auf die mangelnde Branchenvergleichbarkeit überrascht, da es in den meisten Fällen keine branchenspezifischen Besonderheiten geben dürfte. Die Antworten könnten jedoch dadurch bedingt sein, dass das intellektuelle Kapital der Gesellschaft neben Messschwierigkeiten auch branchenspezifische Besonderheiten aufweist, die einer Standardisierung entgegenstehen könnten.<sup>84</sup> Offen bleibt, ob die Aufsichtsräte auch bei anderen wertorientierten Angaben Probleme einer Standardisierung sehen. Ferner zeigt der Verweis auf die mangelnde Branchenvergleichbarkeit, dass die Problematik einer interperiodischen Vergleichbarkeit der Angaben als unwesentlich eingestuft wird.

Die restlichen Antworten betonen, dass ein Teil der Angaben bereits standardisiert vorliegt und weitere Anstrengungen aus diesem Grund überflüssig seien. In einem Fall erfolgt zudem der Hinweis, dass die Standardisierung der Angaben nur zu einer erhöhten Bürokratie ohne zusätzlichen Nutzen führen würde.

Neben der Standardisierungsnotwendigkeit stellt sich schließlich die Frage des geeigneten Publizitätsinstruments für wertorientierte Angaben. Dies gilt insbesondere wegen der unterschiedlichen Auswirkungen auf die Abschlussprüfung, die sich hieraus ergeben.<sup>85</sup> Werden wertorientierte Angaben im (Konzern-)Anhang und im (Konzern-)Lagebericht publiziert, unterliegen sie einer unmittelbaren und vollständigen Prüfungspflicht durch den Abschlussprüfer. Bei einer Veröffentlichung im nicht prüfungspflichtigen Teil des Geschäftsberichts hat der Abschlussprüfer da-

---

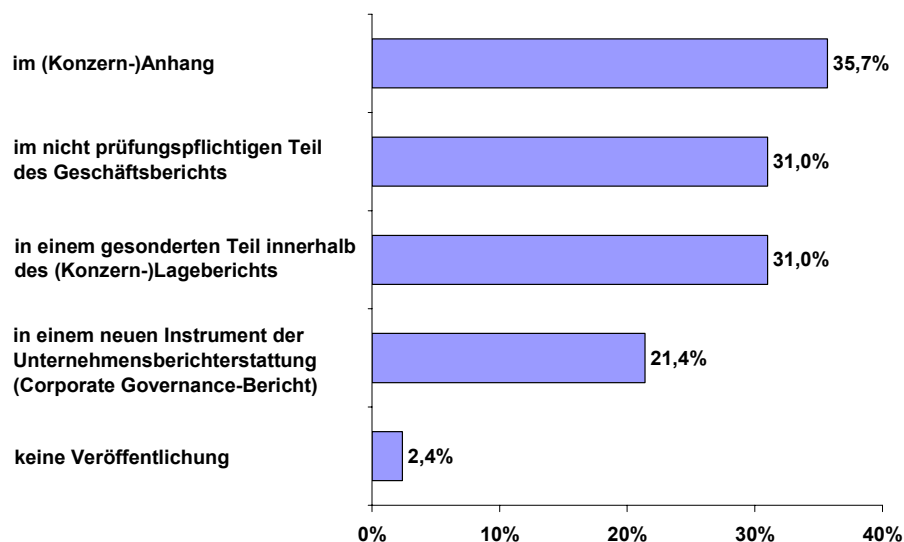
84 Vgl. z.B. Schütte, Martin (2004), S. 1793-1795; Schütte, Martin (2005), S. 240.

85 Vgl. die Stellungnahme vom Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft (2002), S. 2340; Wagenhofer, Alfred/ Ewert, Ralf (2003), S. 347-348.

gegen nur eine kritische Lesepflicht. Auswirkungen auf die Abschlussprüfung würden sich nur dann nicht unmittelbar ergeben, wenn die wertorientierte externe Berichterstattung in ein eigenständiges Publizitätsinstrument (z.B. in einen Corporate Governance-Bericht) neben dem Geschäftsbericht gefasst würde.

Angesichts dieser nicht nur im Fachschrifttum diskutierten Fragen sollten die Aufsichtsräte in Frage B.7 angeben, ob sie eine Veröffentlichung von (standardisierten) wertorientierten Angaben für notwendig erachten und welcher Ort ihnen dafür angemessen erschiene. Die Ergebnisse in Abb. 12 dokumentieren zunächst, dass nahezu alle Befürworter einer Standardisierung auch eine Veröffentlichung wertorientierter Angaben wünschen. Die wenigen Befragten, die eine Veröffentlichung ausdrücklich ablehnen, begründen dies vor allem mit möglicherweise unerwünschten Konkurrenzwirkungen einer (sehr) weit reichenden Publizität.

**Abb. 12: Publikationsinstrument zur Veröffentlichung von wertorientierten Angaben (in gültigen Prozent)<sup>86</sup>**



---

86 Bei der Beantwortung der Fragen waren Mehrfachnennungen möglich.

Auffallend ist ferner die deutliche Präferenz für die Pflichtinstrumente der handelsrechtlichen Rechnungslegung. Da inzwischen für einige der wertorientierten Angaben explizite Berichtspflichten im (Konzern-) Lagebericht verankert wurden, ist diese Präferenz nicht überraschend. Aus den Angaben lässt sich jedoch nicht ableiten, dass die Befragten eine unmittelbare Einbeziehung in die Abschlussprüfung auch für jene wertorientierten Angaben für erforderlich halten, die (noch) keiner Prüfungspflicht unterliegen.

## **2.3 Corporate Governance**

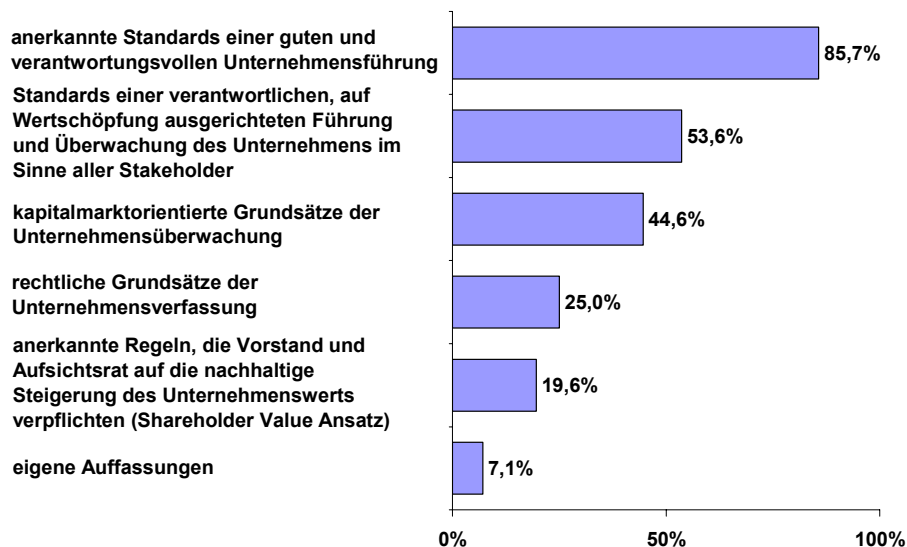
### **2.3.1 Gegenstand und Begriffsinhalt**

Im dritten Teil der Untersuchung wurden die Aufsichtsräte zu allgemeinen Aspekten der Corporate Governance sowie zum Deutschen Corporate Governance Kodex befragt. Dabei sollten die Befragten zunächst angeben, welche inhaltlichen Vorstellungen sie mit dem Begriff Corporate Governance verbinden (Frage C.1). Hierzu hatten die Befragten wiederum die Möglichkeit, unter mehreren vorgefertigten Antworten zu wählen oder eine eigene Begriffsauffassung abzugeben. Die in der Abb. 13 dargestellten Umfrageergebnisse geben prinzipiell die herrschende Definitions- und Abgrenzungsvielfalt für Corporate Governance wieder, denn obwohl dieser Begriff seit einigen Jahren intensiv verwendet wird, hat sich bislang kein einheitliches Inhaltsverständnis entwickelt.<sup>87</sup>

---

87 Vgl. mit weiteren Nachweisen z.B. Böcking, Hans-Joachim (2003), S. 248-249; Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von (2003), S. 11-12.

**Abb. 13: Assoziationen mit dem Begriff Corporate Governance (in Prozent)<sup>88</sup>**



So wird mit klarer Mehrheit auf die allgemeine Begriffsbeschreibung in der Präambel des Deutschen Corporate Governance Kodex verwiesen, die den Begriff Corporate Governance als anerkannte Standards einer guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung umschreibt (85,7 Prozent). Mit großem Abstand folgt die Konkretisierung einer auf Wertschöpfung ausgerichteten Führung und Überwachung des Unternehmens im Sinne aller Stakeholder (53,6 Prozent). Der deutliche Unterschied erstaunt auf den ersten Blick, denn die Abschnitte 4.1.1 und 5.1.1 des Deutschen Corporate Governance Kodex werden im Sinne einer Präzisierung dessen aufgefasst, was unter wertorientierter Führung und Überwachung zu verstehen ist.<sup>89</sup> Gleichwohl ist strittig, ob und wie weit die Unternehmensführung allen Stakeholdern gleichermaßen verpflichtet ist bzw. sein sollte. Im Lichte dieser nach wie vor nicht aufgelösten Debatte ist es stimmig und im Sinne des Konzepts der Wertorientierung, wenn 19,6 Prozent der Befragten angeben, mit dem Begriff Corporate Gover-

<sup>88</sup> Bei der Beantwortung der Fragen waren Mehrfachnennungen möglich.

<sup>89</sup> Vgl. Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von (2003), S. 83-85.

nance anerkannte Regeln zu verbinden, die beide Gesellschaftsorgane auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts für die Anteilseigner des Unternehmens verpflichten (Shareholder Value Ansatz). Die relativ geringe Zustimmung zu dieser Antwortoption könnte allerdings gleichzeitig darauf hindeuten, dass die befragten Aufsichtsräte keinen deutlichen Zielkonflikt zwischen dem Shareholder- und dem Stakeholderansatz empfinden.

Rund 45 Prozent der Teilnehmer verbinden mit dem Begriff der Corporate Governance kapitalmarktorientierte Grundsätze der Unternehmensüberwachung. Die Betonung der Unternehmensüberwachung könnte als Hinweis auf die eigene Funktion als Aufsichtsrat zu verstehen sein. Diese Vermutung liegt nahe, da die betreffenden Personen in den meisten Fällen gleichzeitig die Hauptauffassung der Kodexpräambel vertreten, diese jedoch nur indirekt die Aufsichtsratsarbeit anspricht.<sup>90</sup>

Ein Viertel aller Teilnehmer gibt an, mit dem Begriff Corporate Governance auch spezielle Rechtsgrundsätze der Unternehmensverfassung zu verbinden. Wenn auch dieser Begriffsinhalt für viele Aspekte der Corporate Governance zutrifft, würde doch ein alleiniges Abstellen auf diesen Gedanken viele Entwicklungen im Bereich der Corporate Governance nicht berücksichtigen. Ein derart eng gefasstes Verständnis lässt sich unter den teilnehmenden Aufsichtsräten jedoch nicht ableiten.

Bei den wenigen selbst verfassten Begriffsbestimmungen wird schließlich unter anderem darauf hingewiesen, dass mit Corporate Governance letztlich ein Abbild des ehrbaren Kaufmanns geschaffen wird. Lediglich ein Teilnehmer verbindet mit dem Begriff viele überflüssige Wiederholungen der Ratio des Aktiengesetzes.

---

90 Vgl. hierzu die Präambel des Deutschen Corporate Governance Kodex.

### 2.3.2 Deutscher Corporate Governance Kodex

In einem weiteren Schritt sollten die Teilnehmer den Nutzen bzw. das Potenzial der Kodexbestimmungen beurteilen. Hierbei ist zu beachten, dass dem Deutschen Corporate Governance Kodex eine Kommunikations- und Ordnungsfunktion zugeordnet wird.<sup>91</sup>

Erklärtes Ziel des Deutschen Corporate Governance Kodex ist laut der Präambel, das deutsche Corporate Governance-System transparent und nachvollziehbar zu machen (Kommunikationsfunktion). Dieses Ziel richtet sich insbesondere an internationale Anleger, die mit den Besonderheiten der dualistischen Unternehmensverfassung nicht vertraut sind. Der Deutsche Corporate Governance Kodex gibt hierzu einerseits einen Überblick über die zentralen Rechtsbestimmungen zur Unternehmensverfassung der Aktiengesellschaft. Andererseits erleichtert der Deutsche Corporate Governance Kodex den Gesellschaftsorganen auch eine zusammenfassende Darstellung der unternehmensindividuellen Besonderheiten der Corporate Governance.

Die Ordnungsfunktion des Deutschen Corporate Governance Kodex wird hingegen vor allem in der Möglichkeit gesehen, für bestehende Rechtsspielräume unverbindliche Empfehlungen und Anregungen vorzugeben. Als Instrument der Selbstregulierung wird dem Kodex hierbei ein Lenkungs- bzw. Disziplinierungseffekt für das Verhalten der Gesellschaftsorgane zugeschrieben. Die Lenkungswirkung kann dabei auf verschiedene Mechanismen beruhen.<sup>92</sup> Als „code of best practice“ kann der Kodex beispielsweise eine Orientierungshilfe für die Gestaltung der Corporate Governance darstellen. Daneben dürfte die Lenkungswirkung des Deut-

---

91 Vgl. auch Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von (2003), S. 28-31.

92 Vgl. bspw. Dutzi, Andreas (2005), S. 181-185 mit dem Hinweis, dass die Lenkungswirkung aufgrund eines äußeren Anpassungsdrucks (coercive isomorphism) erfolgen, das Ergebnis eines Nachahmungsprozesses (mimetic processes) sein oder als normatives Orientierungsmuster (normative pressures) zu entsprechenden Handlungen führen kann.

schen Corporate Governance Kodex insbesondere auf der „comply or explain“-Regelung gemäß § 161 AktG beruhen. Vorstand und Aufsichtsrat von börsennotierten Aktiengesellschaften müssen danach eine etwaige Nichtbefolgung von Kodexempfehlungen im Rahmen einer Entsprechungserklärung gegenüber den Aktionären jährlich offen legen.<sup>93</sup>

Mit Frage C.2 sollten die Teilnehmer diese zentralen dem Deutschen Corporate Governance Kodex zugeschriebenen Funktionen einschätzen. Die Details der Antworten sind in den Tab. A 21 und Tab. A 22 im Anhang 2 wiedergegeben, aus denen sich die folgenden Punktwerte ableiten. Die Ergebnisse zur Kommunikationsfunktion deuten insgesamt darauf hin, dass bei den gewünschten Transparenzwirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex aus Sicht der Aufsichtsräte Verbesserungsmöglichkeiten bestehen könnten.<sup>94</sup> Das Potenzial des Kodex zur Verringerung von Informationsasymmetrien zwischen den Beteiligten erhält mit durchschnittlich 51 Punkten noch eine mittlere Beurteilung. Dagegen wird mit 40 Punkten die Fähigkeit des Kodex deutlich schwächer eingeschätzt, das deutsche duale System der Unternehmensverfassung gegenüber ausländischen Investoren transparenter und verständlicher zu machen. Lediglich die Transparenzwirkung gegenüber den (deutschen) Arbeitnehmern wird von den teilnehmenden Aufsichtsräten mit 62 Punkten recht hoch bewertet.

Der Lenkungseffekt des Kodex auf die Gesellschaftsorgane wird ebenfalls insgesamt mittelhoch eingeschätzt, dennoch fallen die Beurteilungen tendenziell geringer aus.<sup>95</sup> Im Fall der vermuteten Disziplinierung des Vorstands im Sinne der Anteilseigner spiegelt sich dies in einem Mittelwert von 40 Punkten wider. Ähnlich fällt auch die Beurteilung der Lenkungswirkung beim zweiten Gesellschaftsorgan aus: Die Konkretisierung

---

93 Vgl. hierzu auch Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G. (2004), S. 999.

94 Vgl. so auch die Einschätzung von Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G. (2004), S. 1009-1010.

95 Vgl. mit den ausführlichen Ergebnissen Tab. A 22 in Anhang 2.

gen des Deutschen Corporate Governance Kodex in Bezug auf den Aufsichtsrat sowie auf sein Innenverhältnis zum Vorstand führen aus Sicht der Befragten ebenfalls zu mittelhohen Verbesserungen bei der internen Unternehmensüberwachung (46 Punkte).

Um die Ergebnisse zu den beiden Funktionen des Kodex besser einschätzen zu können, sollten die Befragten anschließend das wichtigste Element des Kodex, die Verhaltensempfehlungen, näher beurteilen. Die Einzelergebnisse aus Tab. A 23 wurden zu diesem Zweck wiederum in eine 100-Punkte-Skala übertragen. Die Ergebnisse fallen dabei im Vergleich zur Bewertung der Kodexfunktionen im Durchschnitt (arithmetische Mittel) nun deutlich höher aus. Nach Auffassung der teilnehmenden Aufsichtsräte wird insbesondere die Anwendbarkeit der Kodexempfehlungen mit durchschnittlich 71 Punkten gut eingestuft. Dieser Wert lässt darauf schließen, dass die bestehenden Kodexempfehlungen relativ gut von der Mehrheit der Unternehmen anwendbar sind.<sup>96</sup>

Etwas geringer fallen dagegen die Mittelwerte hinsichtlich der Verständlichkeit gegenüber den Marktteilnehmern (67 Punkte), des Detaillierungsgrads (64 Punkte) sowie der Bindungswirkung (63 Punkte) aus. Die Möglichkeit, unternehmensindividuelle Abweichungen von Kodexempfehlungen vorzunehmen, kommt schließlich mit 55 Punkten auf den geringsten Durchschnittswert. Letzteres deutet darauf hin, dass selbst eine wohl begründete Abweichung von Kodexempfehlungen nur in Ausnahmefällen ratsam erscheint.

Die Kodexempfehlungen entfalten damit aus Sicht der Aufsichtsräte insgesamt eine deutliche Wirkung auf die Ausgestaltung der Corporate Governance. Die Ergebnisse könnten aber ebenso darauf hindeuten, dass die Kombination aus unverbindlichen Empfehlungen und aktienrechtlicher

---

96 Vgl. dazu bestätigend die Untersuchungsergebnisse von Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2003), S. 1858-1863 und Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2004), S. 1378-1382, die einen Rückgang von sog. neuralgischen Kodexempfehlungen feststellen konnten.



Entsprechungserklärung aus Sicht der Aufsichtsräte ein praxisnahes Mittel zur Ausgestaltung der Corporate Governance bildet. Auch können die mittleren Bewertungen darauf hindeuten, dass nicht alle Kodexempfehlungen immer und überall einen sinnvollen Beitrag zur Lenkung leisten, so dass die Unverbindlichkeit der Empfehlungen als notwendig angesehen wird, um die unternehmensindividuelle Ausgestaltung der Corporate Governance zu sichern.

Etwas anders verhält es sich mit den Beurteilungen zur Kommunikationsfunktion des Deutschen Corporate Governance Kodex. Insbesondere die nur verhaltene Einschätzung der Informationseffekte gegenüber ausländischen Investoren überrascht, da es sich hierbei um eine zentrale Zielsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex handelt.

### **2.3.3 Vertrauenseffekte durch die Berichterstattung über die Corporate Governance von Unternehmen**

Das zuletzt genannte Untersuchungsergebnis legt den Schluss nahe, dass das Kommunikationsziel des Deutschen Corporate Governance Kodex erst durch eine zusätzliche, unternehmensindividuelle Berichterstattung über die Corporate Governance erreicht werden kann. Auch der Kodex spricht in Abschnitt 3.10 die Empfehlung aus, dass Vorstand und Aufsichtsrat einmal jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichten sollen. Der Inhalt dieser Berichterstattung wird dabei weitestgehend offen gelassen. Lediglich Abweichungen von Kodexempfehlungen sollen erläutert werden. Eine Erläuterung zur Umsetzung bzw. Beachtung der Kodexanregungen wird nicht vorausgesetzt, jedoch indirekt nahe gelegt.

Vor diesem Hintergrund sollten die Befragten einschätzen, inwieweit ein separater Corporate-Governance-Bericht das Vertrauen der Anteilseigner in die Leitung und Überwachung des Unternehmens fördern kann. Die Umfragewerte dokumentieren dazu ein vergleichsweise klares Votum: Rund zwei Drittel der teilnehmenden Aufsichtsräte sehen hierin ein hilf-

reiches Instrument zur Festigung des Anteilseignervertrauens. Ein Drittel erwartet dagegen keinen positiven Vertrauensbeitrag. Beiden Gruppen wurde daraufhin die Möglichkeit gegeben, ihre Antwort näher zu spezifizieren.

Die nähere Analyse der Antwortstruktur zeigt, dass Vertrauenseffekte vor allem von den Aufsichtsräten der sonstigen Unternehmen angenommen werden.<sup>97</sup> Während sogar 76 Prozent dieser Teilnehmergruppe spezielle Vertrauenseffekte anführen, wird ein derartiger Mechanismus von den Aufsichtsräten der Indexunternehmen (58,1 Prozent) deutlich seltener vermutet. Eine mögliche Erklärung hierfür kann darin bestehen, dass die Gesellschaftsorgane der Indexunternehmen bereits ausführlich über die Corporate Governance berichten.<sup>98</sup> Die Erläuterungen im Rahmen eines (zusätzlichen) separaten Corporate Governance-Berichts dürften in dieser Hinsicht allenfalls noch geringfügige Vertrauenseffekte versprechen. Die unterschiedliche Beurteilung könnte folglich auf Verbesserungspotenziale bei der Corporate Governance-Berichterstattung der sonstigen Unternehmen hinweisen. Statistisch sind diese Unterschiede jedoch nicht groß genug, um einen systematischen Zusammenhang zwischen der Indexzugehörigkeit der Aktiengesellschaft und den Einschätzungen der Aufsichtsräte bezüglich der Vertrauenseffekte eines Corporate Governance-Berichts unterstellen zu können.

Auch bei den Einzelantworten in Abhängigkeit von der Größe des Aufsichtsratsplenums zeigt sich eine unerwartete Zweiteilung. Sowohl Teilnehmer aus sehr kleinen (3 Mitglieder) als auch aus sehr großen Aufsichtsratsgremien (mehr als 12 Mitglieder) messen einer (zusätzlichen)

---

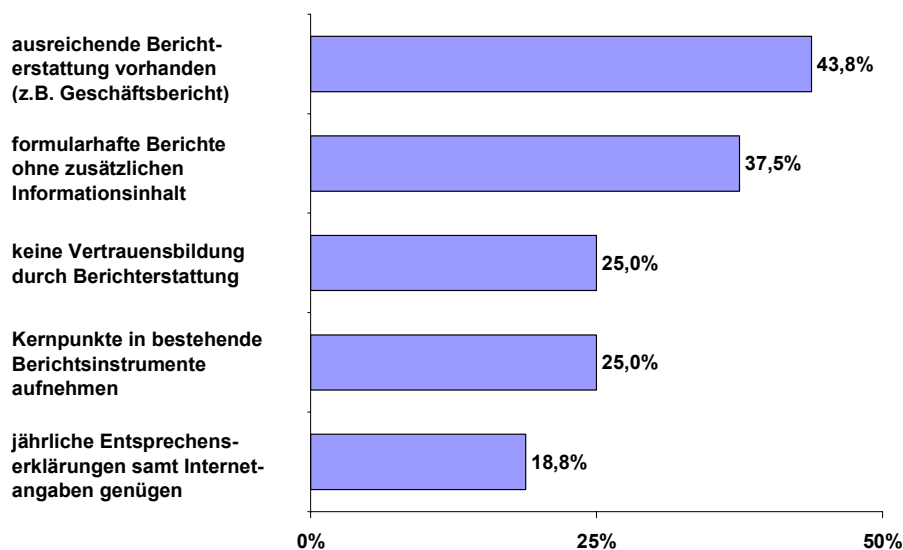
97 Für eine Darstellung der Einzelergebnisse vgl. Anhang 2, Tab. A 24.

98 Vgl. auch die Untersuchungsergebnisse von Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G. (2004), S. 1003, die bei Indexunternehmen (DAX, MDAX und TecDAX) eine höhere Kodexakzeptanz feststellen konnten. Als Begründung für die geringeren Kodex-Abweichungen führen die Autoren an, dass sich die betreffenden Unternehmen stärker an internationalen Governance-Standards ausrichten.

Corporate Governance-Berichterstattung einen merklich größeren Vertrauenseffekt bei.<sup>99</sup> Weshalb Vertrauenseffekte gerade von diesen Teilnehmergruppen häufiger gesehen werden, lässt sich aber statistisch aufgrund einer zu geringen Besetzungsdichte in den einzelnen Gruppen nicht überprüfen.

Die Antworten derjenigen, die keine Vertrauenseffekte von einer umfassenden Corporate Governance-Berichterstattung erwarten (33,9 Prozent), sind insbesondere deshalb interessant, weil sich hieraus Hinweise auf mögliche Grenzen dieses Instruments ableiten lassen. Wie die Analyse des entsprechenden Kommentarfelds zu Frage C.4 zeigt, werden verschiedene Begründungen für eine zurückhaltende Haltung angeführt (vgl. Abb. 14).

**Abb. 14 Ablehnung einer zusätzlichen Corporate Governance-Berichterstattung (in gültigen Prozent)<sup>100</sup>**



99 Vgl. hierzu die Einzelergebnisse in Anhang 2, Tab. A 25.

100 Bei der Beantwortung der Fragen waren Mehrfachnennungen möglich. Die Prozentangaben beziehen sich nur auf 16 Teilnehmer, die keinen Vertrauenseffekt durch die zusätzliche Berichterstattung erwarten.

Die Antworten weichen in der Wortwahl zwar voneinander ab. Ein wichtiger Grund für Skepsis besteht aber offenbar darin, dass über die Corporate Governance in der einen oder anderen Form bereits heute ausführlich berichtet wird. Eine weiter gehende, d.h. zusätzliche Publizität könnte deshalb keine zusätzliche Wirkung erzielen. Offen bleibt hierbei, ob die bestehende Berichterstattung ein gesondertes Kapitel innerhalb des Geschäftsberichts darstellt und ob diese zur Vertrauensförderung beiträgt. Den Antworten lässt sich somit nicht eindeutig entnehmen, ob tatsächlich die vermutete Vertrauensförderung einer Corporate Governance-Berichterstattung oder nur eine „doppelte“ Abbildung der Corporate Governance abgelehnt wird. Gleiches gilt für einige Begründungen, die lediglich darauf hinweisen, dass die Kernpunkte der Corporate Governance in die bestehenden Berichtsinstrumente aufgenommen werden sollten. Weiterhin dürften ähnliche Erwägungen auch noch dem folgenden Erklärungsmuster zugrunde liegen: Beispielsweise geben zwei Teilnehmer an, dass die jährlichen Entsprechenserklärungen samt der ergänzenden Internetangaben bereits genügen und eine weitere Corporate Governance-Berichterstattung überflüssig machen würden. Obwohl die Vertrauensförderung durch eine Berichterstattung verneint wird, könnte die ablehnende Haltung auch hier auf eine Doppelerfassung der Angaben zurückzuführen sein.

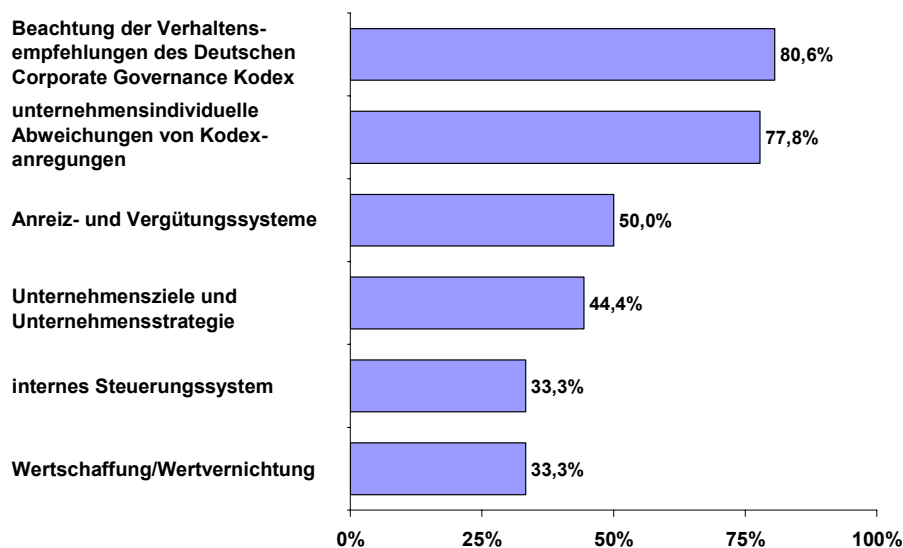
Lediglich 10,7 Prozent der Teilnehmer äußern unmissverständliche und grundsätzliche Zweifel an der Vermutung, eine ausführliche Corporate Governance-Berichterstattung würde das Vertrauen der Anleger fördern. Als Grund führt ein Teil dieser Befragten an, dass eine Berichtspflicht im Zeitablauf zu einer formelhaften Ausgestaltung des Corporate Governance-Berichts verleiten könnte. Eine ähnliche Kritik zeigt sich in einem zweiten Argumentationsstrang. Danach könne durch eine schriftliche Berichterstattung generell keine Vertrauensbildung erzielt werden. Diese Argumentation überrascht jedoch insoweit, als die schriftliche Berichterstattung den Kern der allgemeinen Unternehmenskommunikation darstellt. Ob sich die Skepsis allerdings nur auf freiwillige Unternehmens-

darstellungen bezieht oder auch Pflichtberichterstattungen mit einschließt, lässt sich den Antworten nicht entnehmen.

### 2.3.4 Corporate Governance-Bericht

Die 66,1 Prozent der Aufsichtsräte, die einer separaten Berichterstattung über die Corporate Governance zustimmen, wurden zusätzlich zu wünschenswerten Berichtsinhalten befragt (Frage C.4).

**Abb. 15: Inhalte des Corporate Governance-Berichts (in gültigen Prozent)<sup>101</sup>**



Die Antworten orientieren sich hierbei mehrheitlich an der Struktur des Deutschen Corporate Governance Kodex (vgl. Abb. 15). In Einklang mit Abschnitt 3.10 des Kodex schlagen ca. 81 Prozent dieser Aufsichtsräte

---

101 Bei der Beantwortung der Frage waren Mehrfachnennungen möglich. Lediglich ein Teilnehmer nutzte darüber hinaus die Möglichkeit, zusätzlich eigene Inhaltsangaben zu benennen. Dieser Vorschlag orientierte sich an der Struktur des Deutschen Corporate Governance Kodex und empfiehlt eine umfassende Berichterstattung über die darin aufgelisteten Bereiche der Corporate Governance.

vor, die (nicht-)beachteten Kodexempfehlungen näher zu erläutern.<sup>102</sup> Ungleich interessanter ist die Tatsache, dass 78,3 Prozent auch eine nähere Erläuterung der (nicht-)umgesetzten Kodexanregungen für wünschenswert hält. Beides kann als Hinweis darauf gewertet werden, dass die befragten Aufsichtsräte eine Berichterstattung als sinnvoll ansehen, die über eine unkommentierte Veröffentlichung von Entsprechungserklärungen hinausgeht.<sup>103</sup>

Während die Angaben zu den Empfehlungen und Anregungen als Hauptinhalte des Corporate Governance-Berichts aufgefasst werden können, zeigt sich bei den weiteren Antwortmöglichkeiten eine abnehmende bzw. lediglich punktuelle Bereitschaft zur Berichterstattung. Dies dürfte zum einen darauf zurückzuführen sein, dass die entsprechenden Informationen häufig bereits anderweitig offen gelegt werden müssen. Eine solche Doppelberichterstattung besteht zum Beispiel für die implementierten Anreiz- und Vergütungssysteme im (Konzern-)Anhang (§§ 285, 314 HGB) oder im (Konzern-)Lagebericht (§§ 289, 315 HGB). Ob das Argument der doppelten Abbildung allerdings stets ausschlaggebend ist, kann nicht abschließend beurteilt werden. Zum einen besteht bislang keine explizite Berichtspflicht über die Werterzielung der vergangenen Periode. Zum anderen dokumentieren die immer noch hohen Zustimmungsquoten, dass ein Teil der Aufsichtsräte eine entsprechende Kommunikation trotz allem für erforderlich hält.

---

102 Trotz hoher Zustimmung ist festzuhalten, dass nicht alle Teilnehmer eine derartige Kommunikation für erforderlich halten. Dies kann als Hinweis auf eine Abweichung der Kodexempfehlung in Abschnitt 3.10 des Deutschen Corporate Governance Kodex gewertet werden. Vgl. auch Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G. (2004), S. 1006, die in diesem Punkt Mängel den Entsprechungserklärungen konstatieren.

103 Dies zeigt sich auch deutlich in der Antwortstruktur: Von den 29 Aufsichtsräten, die eine nähere Berichterstattung über Kodexempfehlungen befürworten, halten 24 (82,7 Prozent) auch eine nähere Berichterstattung über Kodexanregungen für wünschenswert.

### 2.3.5 Aufsichtsratsberichterstattung

Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt in Abschnitt 3.10 eine jährliche Berichterstattung über die Corporate Governance des Unternehmens durch den Vorstand und den Aufsichtsrat im Geschäftsbericht. Der Kodexempfehlung lässt sich hingegen nicht entnehmen, dass diese Darstellung auch in einem gemeinsamen Corporate Governance-Bericht erfolgen soll.<sup>104</sup> Folglich genügt auch eine getrennte Darstellung im Geschäftsbericht, um die Kodexempfehlung zu beachten. Wird auf eine gemeinsame Berichterstattung verzichtet, sollten die Einzelausführungen zumindest sämtliche Kodexbestimmungen abdecken, die für das betreffende Gesellschaftsorgan relevant sind. Aus Sicht des Aufsichtsrats bietet sich hierfür der Bericht an die Hauptversammlung gem. § 171 Abs. 2 AktG an.

Vor diesem Hintergrund sollten die Befragten angeben, ob es einer ausführlicheren Berichterstattung an die Hauptversammlung gemäß § 171 Abs. 2 AktG bedürfe, die in Analogie zu dem eben behandelten Corporate Governance-Bericht der Dokumentation der Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat dienen solle. Unabhängig von Indexzugehörigkeit und Aufsichtsratsgröße unterstützen dies 39,3 Prozent der teilnehmenden Aufsichtsräte.<sup>105</sup> Im Vergleich zu einem gemeinsamen Corporate Governance-Bericht von Vorstand und Aufsichtsrat fällt die Zustimmung damit deutlich geringer aus.<sup>106</sup> Hinzu kommt, dass nicht alle Befragten, die einen derartigen Ausbau des Aufsichtsratsberichts befürworten, auch gleichzeitig besondere Vertrauenseffekte im Rahmen der

---

104 Vgl. auch Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von (2003), S. 129-130.

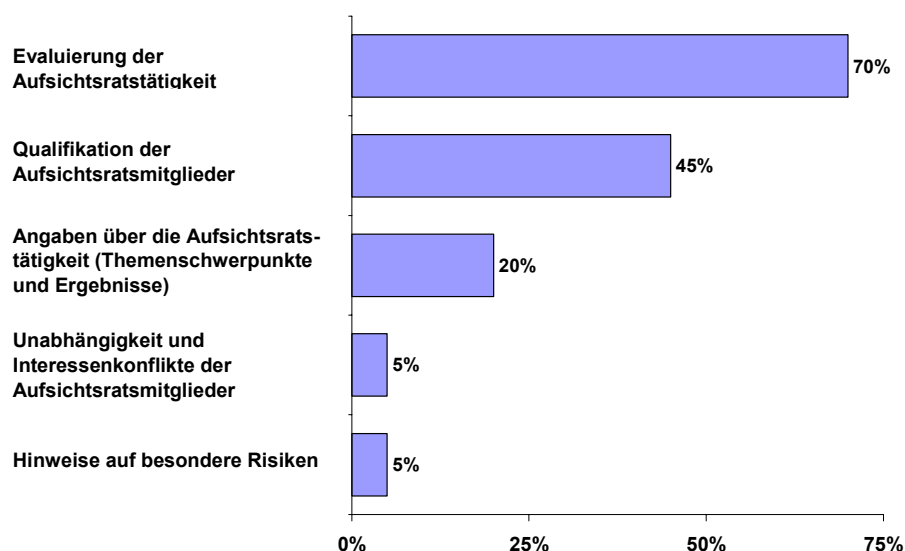
105 Für eine Darstellung der Einzelergebnisse vgl. Anhang 2, Tab. A 26 und Tab. A 27.

106 Während noch 66,1 Prozent der Aufsichtsräte Vertrauenseffekte einer ausführlichen Berichterstattung über die Corporate Governance erwarten, sehen umgekehrt nur 39,3 Prozent einen Vertrauenseffekt bei der Erweiterung des Aufsichtsratsberichts.

Corporate Governance-Berichterstattung erwarten: So sehen beispielsweise sechs Aufsichtsräte lediglich ein Verbesserungspotenzial im Rahmen des Berichts an die Hauptversammlung.

Die 39,3 Prozent der Aufsichtsräte, die eine erweiterte Berichterstattung durch den Aufsichtsrat an die Hauptversammlung für erforderlich halten, konnten ihre Vorstellungen im Anschluss inhaltlich konkretisieren. Die Ergebnisse sind in Abb. 16 wiedergegeben.

**Abb. 16: Ansatzpunkte für die Erweiterung der Berichterstattung durch den Aufsichtsrat (in gültigen Prozent)<sup>107</sup>**



Mit 70,0 Prozent Zustimmung wird vor allem der Evaluierung der Aufsichtsrats-tätigkeit eine besondere Bedeutung beigemessen. Diese vorgegebene Antwortoption nimmt Bezug auf die Empfehlung in Abschnitt 5.6 des Deutschen Corporate Governance Kodex, wonach der Aufsichtsrat regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen soll. Eine gesonderte Berichterstattung an die Anteilseigner wird in diesem Zusammenhang zwar nicht direkt erwähnt; sie lässt sich indes aus dem Abschnitt 3.10 des Kodex entnehmen. Ein Grund für die häufige Nennung dürfte

---

<sup>107</sup> Bei der Beantwortung der Fragen waren Mehrfachnennungen möglich.



aber auch die Tatsache sein, dass es sich bei der Effizienzprüfung um eine neuartige Aufgabe für den Aufsichtsrat handelt.<sup>108</sup>

Mit deutlichem Abstand findet die ebenfalls vorgegebene Antwortoption Zustimmung, den Bericht an die Hauptversammlung um Angaben über die Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder zu erweitern. Auch hierfür findet sich ein entsprechender Hinweis im Deutschen Corporate Governance Kodex: Abschnitt 5.4.1 empfiehlt, bei der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder auf die erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen zu achten. Obwohl erneut keine explizite Aufforderung zur Offenlegung der Qualifikationen erfolgt, würden immerhin 45 Prozent der Aufsichtsräte, die einer erweiterten Berichterstattung offen gegenüberstehen, eine entsprechende Berichtspraxis begrüßen.

Von den eigenständigen Erweiterungsvorschlägen steht ein weiterer Aspekt im direkten Zusammenhang mit einer Kodexempfehlung. Nach Abschnitt 5.5.3 des Deutschen Corporate Governance Kodex soll der Aufsichtsrat in seinem Bericht an die Hauptversammlung über aufgetretene Interessenkonflikte und deren Behandlung informieren. Die explizite Empfehlung zur Berichterstattung an die Hauptversammlung dürfte auch erklären, weshalb dieser Erweiterungsvorschlag im Unterschied zu den zuvor genannten Aspekten vergleichsweise selten geäußert wurde.

Eine Besonderheit bildet schließlich der Vorschlag aus dem Kreis der Befragten, die Berichterstattung an die Hauptversammlung sollte ausführlicher über die Aufsichtsratsstätigkeit informieren. Dabei wurden als Stichworte die Erläuterung von behandelten Themenschwerpunkten sowie deren Ergebnisse genannt, die eigentlich zur den originären Berichtspflichten des § 171 Abs. 2 AktG gehören.<sup>109</sup> Dieser Erweiterungsvorschlag dürf-

---

108 Vgl. z.B. Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von (2003), S. 214-215.

109 Vgl. Potthoff, Erich/Trescher, Karl/Theisen, Manuel René (2003), S. 510-511.

te daher als ein Hinweis zu interpretieren sein, dass den Berichtspflichten des Aufsichtsrats eine deutlich größere Aufmerksamkeit gewidmet werden sollte.

### **3 Zusammenfassung**

Nach Abschnitt 4.1.1 des Deutschen Corporate Governance Kodex ist der Vorstand verpflichtet, seine Geschäftsführung am Ziel der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswerts auszurichten. Eine analoge Konkretisierung der Aufsichtsratspflichten ist dem Kodex zwar nicht direkt zu entnehmen. Allerdings wird an mehreren Stellen auf die besondere Rolle des Aufsichtsrats bzw. des Aufsichtsratsvorsitzenden hingewiesen, der z.B.

- die Strategie des Unternehmens mit dem Vorstand zu beraten hat (Abschnitt 5.2) und
- einen Strategiausschuss einrichten kann (Abschnitt 5.3.3).

Wird zudem berücksichtigt, dass die zentrale Aufgabe des Aufsichtsrats neben der Festlegung der Vorstandsvergütung und der zustimmungspflichtigen Geschäfte in der Überwachung der Geschäftsführung besteht, scheint eine wertorientierte Unternehmensüberwachung nicht nur der Intention des Deutschen Corporate Governance Kodex zu entsprechen, sondern auch letztlich eine wichtige Rahmenbedingung zu sein, um das Ziel der langfristigen Unternehmenswertsteigerung zu erreichen.

Die Untersuchungsergebnisse weisen insgesamt darauf hin, dass eine wertorientierte Überwachung durch den Aufsichtsrat bereits fest verankert ist. So erhalten ca. 80 Prozent der befragten Aufsichtsräte vielfältige Angaben über die wertorientierte Geschäftsführung des Vorstands. Lediglich bei der Kommunikation der Wertbeiträge von Segmenten und der Höhe der Eigenkapitalkosten lassen die Aussagen Verbesserungspotenziale erkennen. So werden einige Angaben, die für eine konsistente Um-

setzung einer wertorientierten Unternehmensüberwachung als notwendig gelten, offenbar nur einmal pro Jahr an den Aufsichtsrat schriftlich berichtet. Eine über die gesetzlichen Vorgaben hinausgehende Informationsversorgung auf Quartalsbasis liegt dennoch bereits bei etwa der Hälfte der Aufsichtsräte vor.

Die Berichterstattung des Vorstands wird von den teilnehmenden Aufsichtsräten insgesamt als qualitativ hochwertig eingestuft, obwohl vereinzelt Divergenzen zwischen den Informationsbedürfnissen und den Inhalten der Vorstandsberichte festgestellt werden konnten. Jedoch ist die Informationsversorgung des Aufsichtsrats offenbar nicht vornehmlich von den Vorstandsangaben abhängig. Die Untersuchungsergebnisse dokumentieren vielmehr ein aktives Informationsmanagement auf Seiten des Aufsichtsrats, bei dem gleichermaßen Abschlussprüfer und interne Informationssysteme berücksichtigt werden. Es liegt daher nahe, dass der Aufsichtsrat seine Möglichkeiten nutzt, die Angaben der Vorstandsberichterstattung auf anderem Wege zu überprüfen. Da die vorliegende Untersuchung die Berichterstattung des Vorstands in den Mittelpunkt rückt, ist überdies nicht ausgeschlossen, dass der Aufsichtsrat die angeführten Informationen (zusätzlich) über ein internes Informationssystem eigenständig abrufen kann.

Um zusätzliche Anhaltspunkte bezüglich der Bedeutung einer wertorientierten Unternehmensüberwachung im Aufsichtsrat zu erhalten, wurden die persönlichen Einstellungen zur wertorientierten Berichterstattung (Value Reporting) sowie zum allgemeinen Themenkomplex Deutscher Corporate Governance Kodex erhoben. Die Notwendigkeit einer wertorientierten externen Berichterstattung wird von den teilnehmenden Aufsichtsräten in vielerlei Hinsicht bestätigt. Die Einzelergebnisse zeugen davon, dass der Kommunikation von wertorientierten Angaben aus Unternehmensperspektive, insbesondere jedoch aus Investorenperspektive eine hohe Bedeutung unter den Aufsichtsräten beigemessen wird. Allerdings lassen die Antworten auch vermuten, dass das Ziel „langfristige

Wertsteigerung“ in einigen Fällen verkürzt mit der Maximierung des Börsenkurses gleichgesetzt wird.

Die Umfrageergebnisse dokumentieren ferner, dass die Eignung einiger Bestandteile des Value Reporting für die Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat, den Kapitalmarkt, die Anteilseigner oder Dritte offenbar überschätzt wird. Dies könnte auch darauf zurückzuführen sein, dass sich für einige wertorientierte Angaben noch keine einheitlichen Berichtsstandards herausgebildet haben und insofern Interpretationsschwierigkeiten bestehen könnten. Tatsächlich plädieren rund 75 Prozent der teilnehmenden Aufsichtsräte für die Festlegung eines einheitlichen Berichtsformats für wertorientierte Angaben.

Aus den Antworten zum Themenkreis Corporate Governance lässt sich ableiten, dass der überwiegende Teil der Aufsichtsräte mit dem Begriff Corporate Governance eine wertorientierte Führung und Überwachung verbindet. Während die Aufsichtsräte bei der Begriffskonkretisierung vor allem die Inhalte des Deutschen Corporate Governance Kodex als Anknüpfungspunkte nennen, fällt die konkrete Beurteilung der Ordnungs- und Kommunikationsfunktion des Kodex eher zurückhaltend aus. Der Lenkungseffekt des Kodex wie auch sein Kommunikationspotenzial bezüglich einer zusammenfassenden Darstellung des dualistischen Systems samt unternehmensindividueller Besonderheiten werden mittelhoch eingeschätzt.

Bezogen auf den Lenkungseffekt könnte dies als ein Hinweis zu werten sein, dass nicht alle Kodexempfehlungen bzw. Kodexanregungen immer und überall geeignet sind, einen sinnvollen Beitrag zur Verbesserung der Corporate Governance zu leisten und deshalb das Prinzip der Selbstregulierung ein praxismgerechtes Mittel zur Ausgestaltung der Corporate Governance bildet. Demgegenüber legt die vergleichsweise niedrige Einschätzung der Informationseffekte eher den Schluss nahe, dass zur Erreichung des Kommunikationsziels des Deutschen Corporate Governance Kodex eine zusätzliche, freiwillige Berichterstattung der Unternehmen

über die unternehmensindividuelle Corporate Governance hilfreich sein kann.

Tatsächlich sehen rund 66 Prozent der Aufsichtsräte in der Aufstellung eines separaten Corporate Governance-Berichts eine Möglichkeit, das Vertrauen der Anleger zu fördern. Als Hauptinhalte werden in diesem Zusammenhang vor allem Erläuterungen zu (nicht) umgesetzten Kodexempfehlungen und Kodexanregungen gesehen. Lediglich bei Angaben zum eingesetzten Steuerungssystem bzw. zur Werterzielung lässt sich eine zurückhaltende Einstellung erkennen, was darauf hindeuten könnte, dass ein Corporate Governance-Bericht nicht mit zu vielen Angaben überlastet werden sollte. Darüber hinaus befürworten schließlich rund 39 Prozent der Teilnehmer eine umfassendere Berichterstattung des Aufsichtsrats an die Hauptversammlung. Die Angaben der Aufsichtsräte offenbaren somit ein bemerkenswert hohes Maß an Bereitschaft, durch Eigeninitiative zur Verankerung der Wertorientierung und guter Corporate Governance beizutragen, sofern dies sachlich geboten scheint.

Im Ergebnis lässt sich schließen, dass eine wertorientierte Unternehmensüberwachung bei der überwiegenden Zahl der Unternehmen umgesetzt wurde bzw. wird. Darüber hinaus deuten die Ergebnisse darauf hin, dass Abweichungen von einer wie auch immer definierten Norm guter Corporate Governance zumeist aus triftigem Grund erfolgen. Auch deshalb bedarf es stets einer differenzierteren Betrachtung, um die Aufsichtsratsstätigkeit bzw. die Art der Unternehmensüberwachung beurteilen zu können.



## Literaturverzeichnis

- Aders, Christian/Hebertinger, Martin (2003)*, Value Based Management – Shareholder-Value-Konzepte: Eine Untersuchung der DAX100-Unternehmen, hrsg. von: Ballwieser, Wolfgang/Wesner, Peter/KPMG, Frankfurt am Main.
- Aders, Christian/Schabel, Matthias M. (2003)*; Wertorientierte Investitionsplanung und Managemententlohnung in der Praxis, in: Ganzheitliches Corporate Finance Management: Konzept – Anwendungsfelder – Praxisbeispiele hrsg. von: Wiedmann, Klaus-Peter/Heckemüller, Carsten, Wiesbaden.
- Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft (2002)*, Grundsätze für das Value Reporting, in: Der Betrieb, 55. Jg., S. 2337-2340.
- Arbeitskreis „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ der Schmalenbach-Gesellschaft (2003)*, Freiwillige externe Berichterstattung über immaterielle Werte, in: Der Betrieb, 56. Jg., S. 1233-1237.
- Atteslander, Peter (2003)*, Methoden der empirischen Sozialforschung, 10. Aufl., Berlin/New York.
- Baetge, Jörg/Kümmel, Jens (2003)*, Shareholder Value Reporting mit Hilfe wertorientierter Unternehmenskennzahlen, in: Rathgeber, Andreas/ Tebroke, Hermann-Josef/Wallmeier, Martin (Hrsg.), Finanzwirtschaft, Kapitalmarkt und Banken: Festschrift für Professor Dr. Manfred Steiner zum 60. Geburtstag, Stuttgart, S. 47-66.
- Baetge, Jörg/Noelle, Jennifer (2001)*, Shareholder-Value-Reporting sowie Prognose- und Performancepublizität, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 1. Jg., S. 174-180.
- Bassen, Alexander/Kleinschmidt, Maik/Zöllner, Christine (2004)*, Corporate Governance Quality Study 2004 – Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive, in: Finanz-Betrieb, 6. Jg., S. 527-533.
- Baums, Theodor (Hrsg.) (2001)*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrollen, Modernisierung des Aktienrechts, Köln.
- Bea, Franz Xaver/Scheurer, Steffen (1994)*, Die Kontrollfunktion des Aufsichtsrats, in: Der Betrieb, 47. Jg., S. 2145-2152.
- Bleymüller, Josef/Gehlert, Günther/Gülicher, Herbert (2002)*, Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 13. Aufl., München.

- Böcking, Hans-Joachim (2003)*, Corporate Governance und Transparenz: Zur Notwendigkeit der Transparenz für eine wirksame Unternehmensüberwachung, in: Werder, Axel von/Wiedmann, Harald (Hrsg.), Internationalisierung der Rechnungslegung und Corporate Governance: Festschrift für Professor Dr. Klaus Pohle, Stuttgart, S. 247-277.
- Böcking, Hans-Joachim (2005)*, Zum Verhältnis von neuem Lagebericht, Anhang und IFRS: Ein Beitrag zur Berichterstattung über die Finanzinstrumente und die Finanzlage nach Bilanzrechtsreformgesetz, in: Betriebs-Berater, 60. Jg., Beilage 3 zu Heft 20, S. 5-8.
- Böcking, Hans-Joachim/Dutzi, Andreas (2003)*, Corporate Governance und Value Reporting: Verbesserung der Corporate Governance durch wertorientierte Unternehmensberichterstattung?, in: Seicht, Gerhard (Hrsg.), Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2003, Wien, S. 213-239.
- Böcking, Hans-Joachim/Müßig, Anke (2003)*, Neue Herausforderungen für den Konzernlagebericht durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz sowie den Deutschen Corporate Governance Kodex?, in: Der Konzern, 1. Jg., S. 38-50.
- Böcking, Hans-Joachim/Wesner, Peter (2004)*, Value Reporting und Corporate Governance – Anreizkompatible Vergütung, Performance-messung und Unternehmensüberwachung –, in: WPG-Sonderheft „Wirtschaftsprüfung und Zeitgeist“ zum 75. Geburtstag von Prof. Dr. Dr. h.c. Adolf Moxter am 03.10.2004, S. S98-S107.
- Clarke, Thomas (1998)*, Research on Corporate Governance, in: Corporate Governance, Vol. 6, S. 57-66.
- Coenenberg, Adolf G./Salfeld, Rainer (2003)*, Wertorientierte Unternehmensführung: Vom Strategieentwurf zur Implementierung, Stuttgart.
- Deloitte Consulting (2004)*, Entwicklung der Aufsichtsratspraxis in Deutschland: Deloitte Studie 2004, Stand: 03/2004.
- Dillman, Don A. (2000)*, Mail and Internet Surveys: The Tailored Design Method, 2. Aufl., New York et al.
- Dreher, Meinrad (2003)*, Direktkontakte des Aufsichtsrats in der Aktiengesellschaft zu dem Vorstand nachgeordneten Mitarbeiter, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter/Hüffer, Uwe/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin, S. 87-103.



- Drobetz, Wolfgang/Schillhofer, Andreas/Zimmermann, Heinz (2004)*, Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 74. Jg., S. 5-25.
- Dutzi, Andreas (2005)*, Der Aufsichtsrat als Instrument der Corporate Governance: Ökonomische Analyse der Veränderungen im Corporate Governance-System börsennotierter Aktiengesellschaften, Wiesbaden 2005.
- Eccles, Robert G./Weibel, Peter F. (2002)*, Wertsteigerung durch Reporting: Lücken in der Berichterstattung am Schweizer Kapitalmarkt, in: Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, hrsg. von Siegwart, Hans/Mahari, Julian/Ruffner, Markus, Basel, S. 695-717.
- Eccles, Robert G./Herz, Robert H./Keegan, E. Mary/Phillips, David M. H. (2001)*, The ValueReporting™ Revolution: Moving Beyond the Earnings Game, New York et al.
- Feddersen, Dieter (2003)*, Überwachung durch den Aufsichtsrat, in: Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, hrsg. von Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von, Köln/Stuttgart, S. 441-474.
- Fischer, Thomas M./Becker, Sabrina/Wenzel, Julia (2001)*, Internetbasierte wertorientierte Berichterstattung (Web-Based Value Reporting) – Eine empirische Untersuchung der DAX 30-Unternehmen, in: Der Betrieb, 54. Jg., S. 2001-2007.
- Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia (2003)*, Wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting) in deutschen börsennotierten Unternehmen: Ergebnisse einer empirischen Studie, Arbeitspapier der Leipzig Graduate School of Management, Stand: 10/2003.
- Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia/Kühn, Christian (2001)*, Value Reporting – Wertorientierte Berichterstattung in den Nemax 50-Unternehmen –, in: Der Betrieb, 54. Jg., S. 1209-1216.
- Günther, Thomas/Beyer, Dirk (2001)*, Value Based Reporting – Entwicklungspotenziale der externen Unternehmensberichterstattung, in: Betriebs-Berater, 56. Jg., S. 1623-1630.
- Hüffer, Uwe (2004)*, Aktiengesetz, 6. Aufl., München.
- Kirsch, Hans-Jürgen/Scheele, Alexander (2003)*, E-DRS 20: Ausweitung der Lageberichterstattung zum Value Reporting?, in: Betriebs-Berater, 58. Jg., S. 2733-2739.
- Korn/Ferry International (2003)*, Aufsichtsratsstudie 2003, Frankfurt/Königstein.

- Kötzle, Alfred/Niggemann, Markus (2001)*, Value Reporting, in: Achleitner, Ann-Kristin/Bassen, Alexander (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt: Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsinhalte, Stuttgart, S. 633-651.
- Kromrey, Helmut (2002)*, Empirische Sozialforschung: Modelle und Methoden der standardisierten Datenerhebung und Datenauswertung, 10. Aufl., Opladen.
- Laatz, Wilfried (1993)*, Empirische Methoden: Ein Lehrbuch für Sozialwissenschaftler, Thun/Frankfurt am Main.
- Labhart, Peter A. (1999)*, Value Reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting, Zürich 1999.
- Labhart, Peter A./Volkart, Rudolf (2001)*, Value Reporting, in: Coenenberg, Adolf G./Pohle, Klaus (Hrsg.), Internationale Rechnungslegung: Konsequenzen für Unternehmensführung, Rechnungswesen, Standardsetting, Prüfung und Kapitalmarkt, Stuttgart, S. 115-142.
- Lukarsch, Michael (1998)*, Marktwertorientierte Überwachung der Unternehmensplanung durch den Aufsichtsrat: Ein Informationskonzept auf Basis des Shareholder Value-Ansatzes, Frankfurt am Main.
- Lutter, Marcus/Krieger, Gerd (2002)*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 4. Aufl., Köln.
- Mayer, Horst O. (2002)*, Interview und schriftliche Befragung: Entwicklung, Durchführung und Auswertung, München/Wien.
- Middelmann, Ulrich (2004)*, Corporate Governance – Wertmanagement und Controlling: Wirkungszusammenhänge im Vergleich zwischen Deutschland und China, in: Die Betriebswirtschaft, 64. Jg., S. 101-116.
- Müller, Michael (1998)*, Shareholder Value Reporting - ein Konzept wertorientierter Kapitalmarktinformation, in: Müller, Michael/Leven, Franz-Josef (Hrsg.), Shareholder Value Reporting: Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S. 123-144.
- Nonnenmacher, Rolf (2004)*, Value Reporting als Erweiterung der internationalen Rechnungslegung? – Zur finanziellen Berichterstattung deutscher Unternehmen –, in: Dirrigl, Hans/Wellisch, Dietmar/Wenger, Ekkehard (Hrsg.), Steuern, Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Festschrift für Franz W. Wagner zum 60. Geburtstag, Wiesbaden, S. 149-161.

- Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till G. (2004)*, Rating börsennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen Corporate Governance Kodex – Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualität seiner Umsetzung in der Praxis –, in: Die Wirtschaftsprüfung, 57. Jg., S. 998-1010.
- Oser, Peter/Orth, Christian/Wader, Dominic (2003)*, Die Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex in der Praxis – Empirische Untersuchung zur Entsprechenserklärung börsennotierter Unternehmen –, in: Der Betrieb, 56. Jg., S. 1337-1341.
- Oser, Peter/Orth, Christian/Wader, Dominic (2004)*, Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, Erste Ergebnisse einer empirischen Folgeuntersuchung der Entsprechenserklärungen börsennotierter Unternehmen, in: Betriebs-Berater, 59. Jg., S. 1121-1126.
- Pellens, Bernhard/Hillebrandt, Franca/Tomaszewski, Claude (2000)*, Value Reporting – Eine empirische Analyse der DAX-Unternehmen, in: Wagenhofer, Alfred/Hrebicek, Gerhard (Hrsg.), Wertorientiertes Management: Konzepte und Umsetzungen zur Unternehmenswertsteigerung, Stuttgart, S. 177-207.
- Pohle, Klaus/Werder, Axel von (2001)*, Die Einschätzung der Kernthesen des German Code of Corporate Governance (GCCG) durch die Praxis – Ergebnisse einer Befragung der DAX 100-Unternehmen, in: Der Betrieb, 54. Jg., S. 1101-1107.
- Potthoff, Erich (1998)*, Aufsichtsrat in der Aktiengesellschaft als betriebswirtschaftliches Subsystem, in: Matschke, Manfred Jürgen/Schildbach, Thomas (Hrsg.), Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung: Festschrift für Professor Dr. Günter Sieben zum 65. Geburtstag, Stuttgart, S. 127-142.
- Potthoff, Erich/Trescher, Karl/Theisen, Manuel René (2003)*, Das Aufsichtsratsmitglied: Ein Handbuch der Aufgaben, Rechte und Pflichten, 6. Aufl., Stuttgart.
- Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von (2003)*, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar, München.
- Roth, Markus (2004)*, Möglichkeiten vorstandsunabhängiger Information des Aufsichtsrats, in: Die Aktiengesellschaft, 49. Jg., S. 1-13.
- Ruhwedel, Franca/Schultze, Wolfgang (2002)*, Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 54. Jg., S. 602-632.

- Ruhwedel, Peter/Epstein, Rolf (2003)*, Eine empirische Analyse der Strukturen und Prozesse in den Aufsichtsräten deutscher Aktiengesellschaften, in: Betriebs-Berater, 58. Jg., S. 161-166.
- Schlitt, Michael (2003)*, Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse: Struktur, Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten, in: Die Aktiengesellschaft, 48. Jg., S. 57-69.
- Schnell, Rainer/Hill, Paul B./Esser, Elke (1999)*, Methoden der empirischen Sozialforschung, 6. Aufl., München/Wien.
- Schütte, Martin (2004)*, Humankapital: Kein Thema für externe Berichterstattung und Corporate Governance?, in: Der Betrieb, 57. Jg., S. 1793-1795.
- Schütte, Martin (2005)*, Externe Berichterstattung zu Wissen, Humankapital, intellektuellem Kapital – ein Vorschlag zur Begriffsklärung, in: Der Betrieb, 58. Jg., S. 240-241.
- Spencer Stuart (2003)*, Der Spencer Stuart Board Index – Deutschland 2002/03: Praxis und Aktuelle Trends in den Aufsichtsräten und Vorständen bedeutender Deutscher Unternehmen, Frankfurt am Main.
- Steinmann, Horst/Schreyögg, Georg (1986)*, Zur organisatorischen Umsetzung der Strategischen Kontrolle, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 38. Jg., S. 747-765.
- Theisen, Manuel René (1998)*, Aufsichtsrats-Informationssysteme – Ein Instrument zur Verbesserung der Überwachungsleistung?, in: Möller, Hans Peter/Schmidt, Franz (Hrsg.), Rechnungswesen als Instrument für Führungsentscheidungen: Festschrift für Professor Dr. Dr. h.c. Adolf G. Coenenberg zum 60. Geburtstag, Stuttgart, S. 75-90.
- Theisen, Manuel René (2002)*, Grundsätze einer ordnungsmäßigen Information des Aufsichtsrats, 3. Aufl., Stuttgart.
- TowersPerrin (2003)*, Corporate Governance 2003: Eine Bilanz der Management-Kultur in Deutschland, Stand: 01/2003.
- Wagenhofer, Alfred/ Ewert, Ralf (2003)*, Externe Unternehmensrechnung, Berlin et al.
- Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2003)*, Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Der Betrieb, 56. Jg., S. 1857-1863.

*Werder, Axel von/Talaulicar, Till/Kolat, Georg L. (2004)*, Kodex Report 2004 – Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 57. Jg., S. 1377-1382.

*Werder, Axel von/Talaulicar, Till (2005)*, Kodex Report 2005: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 58. Jg., S. 841-846.

*Wolbert, Joachim (2003)*, Der Aufsichtsrat sollte mit den Augen des Vorstands sehen können: ValueReporting-Berichtsmodell unterstützt zielgerechte Informationsstrukturierung und definiert damit die Informationsanforderungen an den Vorstand, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 7.7.2003, Nr. 154, S. 20.



## **Anhang 1: Fragebogen**



Bitte zurücksenden an:

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Börsenplatz 5

60313 Frankfurt am Main

Bitte bis zum **18. Juli 2003**  
einsenden oder per Fax an

**069 / 9 29 15 12**

### **Umfrage zur Bedeutung des Value Reporting im Rahmen der Corporate Governance**

Als Ansprechpartner für Rückfragen stehen Ihnen zur Verfügung:

Dipl.-Kfm. Andreas Dutzi  
Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main  
Professur für BWL, insb. Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance  
Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking  
Telefon: 069 / 798 25 296, E-Mail: dutzi@wiwi.uni-frankfurt.de

Dr. Claudia Royé  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Telefon: 069 / 9 29 1540, E-Mail: roye@dai.de

---

**Absender (Firmenanschrift oder Stempel)**

---

**Ansprechpartner**

**(Name, Telefonnummer, E-Mail)**

- Unsere Angaben sollen nur anonymisiert in die Auswertung der Umfrage eingehen.
- Ich bin damit einverstanden, dass meine Angaben unter Nennung des Firmennamens dargestellt werden. Alle Daten, deren Veröffentlichung ich nicht wünsche, habe ich gekennzeichnet.





## A Fragen zur Informationsversorgung des Aufsichtsrats

**A 1:** Bitte beurteilen Sie aus Ihrer Perspektive die folgenden Informationsquellen hinsichtlich der Bedeutung für die laufende Überwachung der Geschäftsführung! Geben Sie zusätzlich in der gesonderten Spalte an, ob Sie diese Informationsquelle nutzen!

	Sehr hoch				Sehr niedrig	Quelle genutzt
Berichterstattung des Vorstands	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unternehmensinternes Informationssystem (z.B. Controlling)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mitarbeiter der internen Revision	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sonstige Mitarbeiter des Unternehmens	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Abschlussprüfer der Gesellschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unternehmensexterne Quellen (z.B. Berater)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Kommentare:

---

**A 2:** Wie häufig erfolgt die Berichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat über die folgenden Aspekte? (Mehrfachnennung möglich)

	monatlich	quartalsweise	halbjährlich	jährlich	bei wichtigen Anlässen	keine Berichterstattung
Unternehmensstrategie und Zielgrößen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Umsetzung der Strategie in der Vergangenheit (Vergleich)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Analyse der zentralen Werttreiber des Geschäftserfolgs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einschätzung zur künftigen Entwicklung der Gesellschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Wertbeitrag (z.B. EVA <sup>®*</sup> ) von Einzelmaßnahmen bzw. Segmenten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Höhe der Eigenkapitalkosten der Gesellschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marktumfeld und Wettbewerbsanalyse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marktbewertung der Gesellschaft (z. B. Börsenkapitalisierung, Veränderung von Multiplikatoren)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**A 3:** Wieviele Seiten umfassen ungefähr die schriftlichen Monats- bzw. Quartalsberichte des Vorstands an den Aufsichtsrat?  
 \_\_\_\_\_ Seiten

**A 4:** Bitte beurteilen Sie die Qualität der schriftlichen Berichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat hinsichtlich ihrer Überwachungseignung:

Sehr gut				mangelhaft
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

\* EVA<sup>®</sup> (= Economic Value Added) ist ein eingetragenes Warenzeichen von Stern Stuart Inc.



- A 5:** Hat der Aufsichtsrat die Berichtspflichten des Vorstands im Wege einer Informationsordnung konkretisiert?  
 Ja  Nein  Nein, eine Verabschiedung ist jedoch geplant.

Wenn ja, welche Inhalte weist diese Informationsordnung auf?

- Angaben über die Häufigkeit der Berichterstattung  
 Konkretisierung der inhaltlichen Berichterstattung  
 Sonstiges, darunter: \_\_\_\_\_

- A 6:** Bitte beurteilen Sie die folgenden Angaben hinsichtlich ihrer Bedeutung für die Überwachung der Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat:

	Sehr hoch				Sehr niedrig	Keine Beurteilung möglich
Bereinigte Ergebnisgrößen, z.B. EBIT, EBITDA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entwicklung von Performancekennzahlen, z.B. Economic Value Added (EVA <sup>®</sup> ), Cash Value Added (CVA)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Höhe der Eigenkapitalkosten der Gesellschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marktwertbewertung der Vermögenswerte und Schulden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marktumfeld und Wettbewerbsanalyse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Intellektuelles Kapital der Gesellschaft, z.B. Humankapital, Kundenbeziehungen, Innovationen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Analyse des Vorstands über die wesentlichen Einflussfaktoren/ Werttreiber des vergangenen Geschäftserfolgs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einschätzung des Vorstands über die künftige Entwicklung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

- A 7:** Erfolgt im Rahmen der unterjährigen Berichterstattung an den Aufsichtsrat eine ausführliche Analyse der Unternehmensentwicklung auf Segmentebene? (Bitte füllen Sie die Frage auch dann aus, wenn Ihr Unternehmen nur ein Segment hat!)  
 Nein (Bitte gehen Sie zu Frage A 9.)  Ja (Bitte beantworten Sie auch die nächste Frage.)

- A 8:** Welche Steuerungsgrößen der Geschäftsführung werden in diesem Zusammenhang an den Aufsichtsrat kommuniziert? (Mehrfachnennung möglich)

<input type="checkbox"/> Finanzielle Kennzahlen (z.B. Umsatz), darunter:	<input type="checkbox"/> Nicht finanzielle Kennzahlen (z.B. Absatz), darunter:

- A 9:** Welche Frühindikatoren bzw. Steuerungskennzahlen sollten Ihrer Ansicht nach zur Erfüllung der Überwachungsaufgabe berichtet werden?




## B Fragen zur externen Unternehmensberichterstattung

B 1: Kennen Sie den Begriff Value Reporting?

- Nein (Bitte gehen Sie zu Frage B 4.)  Ja (Bitte beantworten Sie die nächsten Fragen.)

B 2: Wenn ja, was assoziieren Sie mit dem Begriff Value Reporting? (Mehrfachnennung möglich)

- Freiwillige Berichterstattung über die vergangene Wertschaffung des Unternehmens  
 Zusatzberichterstattung, um die Unternehmensbewertung durch Unternehmensexterne zu erleichtern (Erläuterung der zentralen Werttreiber)  
 Instrument der Investor Relations zur Pflege des Börsenkurses  
 Pflichtbestandteil des Lageberichts über die Risiken der künftigen Entwicklung  
 Interne Analyse des Managements über die Einflussfaktoren bzw. die Werttreiber des Geschäftserfolgs  
 Sonstiges:

---

B 3: Beurteilen Sie bitte die folgenden Aussagen:

<i>Value Reporting dient...</i>	Stimme voll zu				Stimme gar nicht zu	Keine Beurteilung möglich
der Senkung der Eigenkapitalkosten.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
der Steigerung des Unternehmenswerts.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
der Verbesserung der externen Unternehmensüberwachung.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
der Kommunikation der zentralen Werttreiber des Unternehmens.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
der Verringerung von Informationsasymmetrien zwischen Management und Investoren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
der nachhaltigen Börsenkurspflege.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

B 4: Wie beurteilen Sie aus *Unternehmenssicht* den Nutzen einer externen Berichterstattung über...

	Sehr hoch				Sehr niedrig	Keine Beurteilung möglich
das intern eingesetzte Steuerungssystem?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das intellektuelle Kapital der Gesellschaft, z.B. Humankapital, Kundenbeziehungen (sog. Intellectual Capital Statement)?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
bereinigte Ergebnisgrößen, z.B. EBIT, EBITDA?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Höhe und Ermittlung der Eigenkapitalkosten der Gesellschaft?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Analyse der zentralen Werttreiber des Geschäftserfolgs?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die eingesetzten Anreiz-/Vergütungssysteme?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die vergangene Wertschaffung bzw. Wertvernichtung mit Hilfe von Performancekennzahlen (z.B. EVA <sup>®</sup> )?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Strategien und Zielgrößen der Unternehmensführung?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Marktbewertung der Vermögenswerte und Schulden?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Einschätzung der künftigen Entwicklung der Gesellschaft?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



**B 5:** Wie beurteilen Sie aus *Investorensicht* die Notwendigkeit einer externen Berichterstattung über...

	Sehr hoch				Sehr niedrig	Keine Beurteilung möglich
das intern eingesetzte Steuerungssystem?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
das intellektuelle Kapital der Gesellschaft, z.B. Humankapital, Kundenbeziehungen (sog. Intellectual Capital Statement)?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
bereinigte Ergebnisgrößen, z.B. EBIT, EBITDA?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Aktienkursperformance und die Marktbewertung der Gesellschaft (z.B. Börsenkapitalisierung, Multiplikatoren)?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die vergangene Wertschaffung bzw. Wertvernichtung mit Hilfe von Performancekennzahlen (z.B. EVA <sup>®</sup> )?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Strategien und Zielgrößen der Unternehmensführung?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Höhe und Ermittlung der Eigenkapitalkosten der Gesellschaft?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die eingesetzten Anreiz-/Vergütungssysteme?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Marktbewertung der Vermögenswerte und Schulden?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Kommentare:

---



---

**B 6:** Sind Sie der Meinung, dass die Angaben unter B 5 für eine verbesserte Vergleichbarkeit einer unternehmensübergreifenden Standardisierung unterzogen werden sollten?

Ja

Lediglich teilweise, da:

---



---

Wenn nein, aus welchem Grund:

---



---

(Bitte gehen Sie zu Frage B 7.)

(Bitte gehen Sie zu Frage C 1.)

**B 7:** Wo sollten die Angaben unter B 5 hauptsächlich veröffentlicht werden?

im Anhang bzw. Konzernanhang

in einem gesonderten Teil innerhalb des Lageberichts bzw. Konzernlageberichts

im nicht prüfungspflichtigen Teil des Geschäftsberichts

in einem neuen Instrument der Unternehmensberichterstattung (z.B. Corporate Governance Bericht)

Angaben sollten nicht veröffentlicht werden, da:

---



---



**C Fragen zur Corporate Governance**

**C 1:** Was assoziieren Sie mit dem Begriff Corporate Governance-Grundsätze? (Mehrfachnennung möglich)

- Standards einer verantwortlichen, auf Wertschöpfung ausgerichteten Führung und Überwachung des Unternehmens im Sinne aller Stakeholder
- Anerkannte Standards einer guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung
- Rechtliche Grundsätze der Unternehmensverfassung
- Anerkannte Regeln, die Vorstand und Aufsichtsrat auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts verpflichten (Shareholder Value Ansatz)
- Kapitalmarktorientierte Grundsätze der Unternehmensüberwachung
- Sonstiges:

---

**C 2:** Bitte beurteilen Sie den Nutzen bzw. das Potenzial des Deutschen Corporate Governance-Kodex (DCG-Kodex) in Bezug auf folgende Aspekte:

	Sehr hoch				Sehr niedrig	Keine Beurteilung möglich
Disziplinierung des Vorstands im Sinne der Anteilseigner	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsinstrument für ausländische Investoren zur Darstellung der dualen Unternehmensverfassung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Potenzial zur Senkung von Informationsasymmetrien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbesserung der internen Unternehmensüberwachung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unternehmenstransparenz für Arbeitnehmer	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**C 3:** Wie beurteilen Sie die Verhaltensempfehlungen des DCG-Kodex in Bezug auf...

	Sehr gut				Mangelhaft	Keine Beurteilung möglich
ihre Verständlichkeit gegenüber den Marktteilnehmern?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
ihre Bindungswirkung?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
ihren Detaillierungsgrad?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
ihre Anwendbarkeit für Ihr Unternehmen?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
die Möglichkeit einer unternehmensindividuellen Ausgestaltung?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**C 4:** Sind Sie der Meinung, dass ein separat zu erstellender Corporate Governance-Bericht einen positiven Beitrag zur Festigung des Vertrauens der Shareholder in die Unternehmensführung und -überwachung leisten könnte?

- Nein  Ja

Wenn nein, aus welchem Grund:

---



---



Wenn ja, welche Inhalte sollte dieser Corporate Governance-Bericht umfassen? (Mehrfachnennung möglich)

- Jährlicher Rück-/Ausblick über die Beachtung der Verhaltensempfehlungen des DCG-Kodex
- Erläuterung über unternehmensindividuelle Abweichungen von Anregungen des DCG-Kodex
- Angaben über die Unternehmensziele und die Unternehmensstrategie
- Angaben über das intern eingesetzte Steuerungssystem
- Angaben über die konkrete Ausgestaltung der Anreiz-/Vergütungssysteme
- Angaben über die erreichte Wertschaffung bzw. Wertvernichtung im vergangenen Geschäftsjahr
- Sonstige Angaben:


**C 5:** Wenn Sie der Frage C 4 mit ja beantwortet haben, sind Sie auch der Auffassung, dass die Erstellung eines ausführlichen Corporate Governance-Berichts einen positiven Effekt auf den Aktienkurs haben kann?

- Keine Beurteilung möglich
- Ja, da:
- Nein, da:


**C 6:** Sind Sie der Meinung, dass es zur Dokumentation der Unternehmensüberwachung einer ausführlicheren Berichtserstattung des Aufsichtsrats an die Aktionäre bedarf?

- Nein
- Ja

Wenn ja, welche Inhalte sollten eine stärkere Gewichtung erlangen?

- Angaben über die Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder
- Angaben über die Art der Evaluierung der Aufsichtsratsstätigkeit
- Sonstiges:




## D Allgemeine Angaben

Abschließend möchten wir Sie um einige Angaben zu Ihrem Unternehmen und Ihrer Person bitten.

D 1: Wieviele Ausschüsse hat der Aufsichtsrat gebildet?

- Keinen, da \_\_\_\_\_  \_\_\_\_\_ Ausschüsse (Anzahl)  
(Bitte gehen Sie zu Frage D 3.)

D 2: Falls Sie in Frage D 1 eine Anzahl angegeben haben, existiert darunter ein Ausschuss, der sich mit Fragen der...  
Bilanzierung und Prüfung auseinandersetzt (Bilanz- bzw. Prüfungsausschuss)?  Ja  Nein  
Unternehmensstrategie auseinandersetzt (Strategieausschuss)?  Ja  Nein

D 3: Beabsichtigt der Aufsichtsrat Ausschüsse zu bilden?

- Nein  Ja, und zwar: \_\_\_\_\_

D 4: Sind Sie neben Ihrer Tätigkeit als Vorsitzende(r) bzw. stellvertretende(r) Vorsitzende(r) des Aufsichtsrats zugleich  
Vorstandsmitglied in einem anderen börsennotierten Unternehmen?

- Ja  Nein

D 5: Seit wievielen Jahren sind Sie als Aufsichtsrat tätig? \_\_\_\_\_ Jahre

D 6: Waren Sie vor Ihrer jetzigen Tätigkeit als Vorsitzende(r) bzw. stellvertretende(r) Vorsitzende(r) des Aufsichtsrats ein  
Mitglied in der Geschäftsführung Ihres Unternehmens?

- Ja  Nein

**Herzlichen Dank für Ihre Unterstützung!**

**Alle Teilnehmer erhalten automatisch ein Exemplar der Studie zugeschickt.**





## Anhang 2: Tabellarische Darstellung der Ergebnisse

**Tab. A 1: Zusammenhang zwischen Aufsichtsratsgröße und Marktkapitalisierung der Stichprobe (in Prozent)**

	Plenumsgröße				Gesamt
	bis 3 Mitglieder	4 bis 6 Mitglieder	7 bis 12 Mitglieder	über 12 Mitglieder	
<b>Marktkapitalisierung</b>					
bis 50 Mio. EUR	64,7%	47,4%	18,2%		39,3%
50 bis 100 Mio. EUR	5,9%	21,0%	18,2%		12,5%
100 bis 500 Mio. EUR	23,5%	31,6%	45,4%	11,1%	28,6%
über 500 Mio. EUR	5,9%		18,2%	88,9%	19,6%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

**Tab. A 2: Tätigkeit als Aufsichtsrat (in Prozent)\***

	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	sonstige Unternehmen	
<b>Aufsichtsrats­tätigkeit</b>			
5 Jahre	45,2%	44,0%	44,6%
5 bis 10 Jahre	19,3%	24,0%	21,4%
10 bis 15 Jahre	22,6%	20,0%	21,4%
über 15 Jahre	12,9%	12,0%	12,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	99,9% **

\* Eine Durchführung des Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests ergab, dass die Nullhypothese nicht abgelehnt werden kann. Die ermittelten Differenzen bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen sind nicht signifikant (Signifikanzniveau: 5%). Die Tätigkeitsdauer als Aufsichtsrat und die Zugehörigkeit zu einem speziellen Börsenindex sind demnach voneinander unabhängig.

\*\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 3: Wechsel in den Aufsichtsrat des betreffenden Unternehmens (in gültigen Prozent)\***

	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	sonstige Unternehmen	
<b>ehemaliges Mitglied der Geschäftsführung</b>			
Ja	43,3%	24,0%	34,5%
Nein	56,7%	76,0%	65,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%

\* Lediglich ein Teilnehmer macht zu der betreffenden Frage keine Angaben. Eine Durchführung des Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests ergab, dass die Nullhypothese nicht abgelehnt werden kann. Die ermittelten Differenzen bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen sind nicht signifikant (Signifikanzniveau: 5%). Der Wechsel in den Aufsichtsrat und die Zugehörigkeit zu einem speziellen Börsenindex sind demnach voneinander unabhängig.

**Tab. A 4: Bedeutung von Informationsquellen für die laufende Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrats (in gültigen Prozent)**

Beurteilungen	Informationsquellen					
	Vorstand	Abschlussprüfer	internes Informationssystem	interne Revision	sonstige Mitarbeiter	externe Berater
sehr hoch	82,1%	55,4%	41,5%	7,5%	4,5%	2,1%
hoch	16,1%	30,4%	37,7%	22,5%	29,5%	17,0%
mittel	1,8%	10,7%	18,9%	45,0%	38,6%	36,2%
niedrig		1,8%	1,9%	12,5%	11,4%	25,5%
sehr niedrig		1,8%		12,5%	15,9%	19,1%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,1% *	100,0%	100,0%	99,9% *	99,9% *

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 5: Regelberichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat (in gültigen Prozent\*)**

Angaben	Häufigkeit der Berichterstattung					Gesamt
	monatlich	quartalsweise	halbjährlich	jährlich	keine	
Unternehmensstrategie und Zielgrößen	7,1%	48,2%	14,3%	25,0%		94,6%
Umsetzung der Strategie	3,6%	46,4%	19,6%	16,1%	3,6%	89,3%
Werttreiberanalyse	7,4%	50,0%	16,7%	14,8%	3,7%	92,6%
Einschätzung der künftigen Entwicklung	5,5%	69,1%	10,9%	14,5%		100,0%
Wertbeitrag von Einzelmaßnahmen/Segmenten	3,7%	33,3%	7,4%	9,3%	20,4%	74,1%
Höhe der Eigenkapitalkosten	5,7%	26,4%	13,2%	22,6%	18,9%	86,8%
Marktumfeld und Wettbewerbsanalyse	7,3%	41,8%	29,1%	16,4%	1,8%	96,4%
Marktkapitalisierung der Gesellschaft	12,5%	28,6%	12,5%	21,4%	12,5%	87,5%

\* Abweichungen von 100% weisen auf eine zusätzliche Berichterstattung hin, die (lediglich) bei wichtigen Anlässen erfolgt. Vgl. die Ergebnisse von Tab. A 6.

**Tab. A 6: Sonderberichterstattung des Vorstands bei wichtigen Anlässen (in gültigen Prozent\*)**

Angaben	Häufigkeit der Berichterstattung		
	Regelberichterstattung	Berichterstattung bei wichtigen Anlässen	
		Gesamt	davon Mehrfachnennungen
Unternehmensstrategie und Zielgrößen	94,6%	19,6%	14,2%
Umsetzung der Strategie	89,3%	19,6%	8,9%
Werttreiberanalyse	92,6%	16,7%	9,3%
Einschätzung der künftigen Entwicklung	100,0%	9,1%	9,1%
Wertbeitrag von Einzelmaßnahmen/Segmenten	74,1%	33,3%	7,4%
Höhe der Eigenkapitalkosten	86,8%	17,0%	3,8%
Marktumfeld und Wettbewerbsanalyse	96,4%	12,7%	9,1%
Marktkapitalisierung der Gesellschaft	87,5%	19,6%	7,1%

\* Abweichungen von 100% sind auf Mehrfachnennungen zurückzuführen.

**Tab. A 7: Umfang der schriftlichen Monats- und Quartalsberichterstattung an den Aufsichtsrat (in gültigen Prozent)**

Angaben	Seitenumfang der Monats- und Quartalsberichterstattung							Gesamt
	1 - 5 Seiten	6 - 10 Seiten	11 - 20 Seiten	21 - 30 Seiten	31 - 40 Seiten	41 - 50 Seiten	über 50 Seiten	
gemischte Angaben	8,2%	14,7%	13,1%	21,3%	3,3%	4,9%	4,9%	70,5% *
Monatsbericht	11,5%	3,3%	1,6%					16,4%
Quartalsbericht		3,3%	1,6%	4,9%	1,6%	1,6%		13,1% *
<b>Gesamt</b>	19,7%	21,3%	16,4% *	26,2%	4,9%	6,6% *	4,9%	100,0%

\* Abweichungen sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 8: Beurteilung der Informationsqualität bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen (in gültigen Prozent\*)**

Informationsqualität	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	sonstige Unternehmen	
sehr gut	43,3%	32,0%	38,2%
gut	46,7%	48,0%	47,3%
befriedigend	10,0%	8,0%	9,1%
ausreichend		12,0%	5,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,1% **

\* Lediglich ein Teilnehmer macht zu der betreffenden Frage keine Angaben.

\*\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 9: Beurteilung der Informationsqualität in Abhängigkeit von der Größe des Aufsichtsratsplenums (in gültigen Prozent\*)**

Informationsqualität	Plenumsgröße				Gesamt
	bis 3 Mitglieder	4 bis 6 Mitglieder	7 bis 12 Mitglieder	über 12 Mitglieder	
sehr gut	25,0%	42,1%	27,3%	66,7%	38,2%
gut	50,0%	42,1%	63,6%	33,3%	47,3%
befriedigend	12,5%	10,5%	9,1%		9,1%
ausreichend	12,5%	5,3%			5,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,1% **

\* Lediglich ein Teilnehmer macht zu der betreffenden Frage keine Angaben.

\*\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 10: Einsatz von Informationsordnungen bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen (in Prozent)**

Informationsordnung	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	Sonstige Unternehmen	
Vorhanden	67,7%	60,0%	64,3%
Nicht vorhanden	25,8%	24,0%	25,0%
Verabschiedung geplant	6,5%	16,0%	10,7%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%

**Tab. A 11: Einsatz von Informationsordnungen in Abhängigkeit von der Größe des Aufsichtsratsplenums (in Prozent)**

	Plenumsgröße				Gesamt
	bis 3 Mitglieder	4 bis 6 Mitglieder	7 bis 12 Mitglieder	über 12 Mitglieder	
<b>Informationsordnung</b>					
vorhanden	64,7%	63,2%	72,7%	55,6%	64,3%
nicht vorhanden	23,5%	26,3%	18,2%	33,3%	25,0%
Verabschiedung geplant	11,8%	10,5%	9,1%	11,1%	10,7%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

**Tab. A 12: Ausgestaltung der Informationsordnung (in gültigen Prozent)**

	Ausgestaltung der Informationsordnung		
	Häufigkeit der Berichterstattung	Inhalt der Berichterstattung	Sonstiges
<b>Konkretisierung</b>			
vorhanden	78,9%	86,8%	19,5%
nicht vorhanden	21,1%	13,2%	80,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%

**Tab. A 13: Beurteilung vergangenheitsorientierter Angaben zur Überwachung der Geschäftsführung (in gültigen Prozent)**

	Überwachung der Geschäftsführung			
	bereinigte Ergebnisgrößen	Analyse der zentralen Werttreiber	Entwicklung von Performancekennzahlen	Höhe der Eigenkapitalkosten
sehr hoch	67,9%	40,0%	22,2%	12,7%
hoch	17,9%	43,6%	27,8%	29,1%
mittel	7,1%	14,5%	29,6%	36,4%
niedrig	1,8%	1,8%	5,6%	9,1%
sehr niedrig	3,6%		5,6%	7,3%
keine Beurteilung möglich	1,8%		9,3%	5,5%
<b>Gesamt</b>	100,1% *	99,9% *	100,1% *	100,1% *

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 14: Beurteilung zukunftsorientierter Angaben zur Überwachung der Geschäftsführung (in gültigen Prozent)**

Beurteilungen	Überwachung der Geschäftsführung			
	Einschätzung der künftigen Entwicklung	Marktumfeld und Wettbewerbsanalyse	intellektuelles Kapital der Gesellschaft	Marktbewertung von Vermögen und Schulden
sehr hoch	70,9%	45,3%	25,5%	18,2%
hoch	25,5%	34,0%	45,5%	27,3%
mittel	3,6%	13,2%	14,5%	29,1%
niedrig		5,7%	7,3%	12,7%
sehr niedrig				9,1%
keine Beurteilung möglich		1,9%	7,3%	3,6%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,1% *	100,1% *	100,0%

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 15: Nutzen einer externen Berichterstattung aus Unternehmenssicht I (in gültigen Prozent)**

Beurteilungen	Nutzen einer externen Berichterstattung aus Unternehmenssicht				
	interne Steuerungssysteme	bereinigte Ergebnisgrößen	Werterzielung bzw. Wertvernichtung	Werttreiberanalysen	Höhe bzw. Ermittlung der Eigenkapitalkosten
sehr hoch	16,7%	46,3%	7,5%	26,4%	11,1%
hoch	16,7%	31,5%	32,1%	35,8%	29,6%
mittel	33,3%	13,0%	35,8%	20,8%	35,2%
niedrig	14,8%	5,6%	11,3%	9,4%	9,3%
sehr niedrig	14,8%	3,7%	9,4%	3,8%	11,1%
keine Beurteilung möglich	3,7%		3,8%	3,8%	3,7%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,1% *	99,9% *	100,0%	100,0%

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 16: Nutzen einer externen Berichterstattung aus Unternehmenssicht II (in gültigen Prozent)**

Beurteilungen	Nutzen einer externen Berichterstattung aus Unternehmenssicht				
	intellektuelles Kapital	Anreiz-/ Vergütungssysteme	Strategien und Zielgrößen	Marktbeurteilung von Vermögen und Schulden	Einschätzung der künftigen Entwicklung
sehr hoch	13,0%	9,3%	45,3%	11,3%	60,4%
hoch	20,4%	22,2%	30,2%	32,1%	26,4%
mittel	20,4%	37,0%	7,5%	22,6%	7,5%
niedrig	22,2%	20,4%	11,3%	22,6%	3,8%
sehr niedrig	13,0%	7,4%	5,7%	9,4%	1,9%
keine Beurteilung möglich	11,1%	3,7%		1,9%	
<b>Gesamt</b>	100,1% *	100,0%	100,0%	99,9% *	100,0%

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 17: Notwendigkeit einer externen Berichterstattung aus Investorensicht I (in gültigen Prozent)**

Beurteilungen	Notwendigkeit einer externen Berichterstattung aus Investorensicht				
	interne Steuerungssysteme	bereinigte Ergebnisgrößen	Werterzielung bzw. Wertvernichtung	Höhe bzw. Ermittlung der Eigenkapitalkosten	Anreiz-/ Vergütungssysteme
sehr hoch	30,8%	66,7%	30,2%	18,9%	11,1%
hoch	21,2%	25,9%	28,3%	26,4%	37,0%
mittel	21,2%	7,4%	30,2%	37,7%	29,6%
niedrig	15,4%		3,8%	7,5%	16,7%
sehr niedrig	9,6%		3,8%	7,5%	5,6%
keine Beurteilung möglich	1,9%		3,8%	1,9%	
<b>Gesamt</b>	100,1% *	100,0%	100,1% *	99,9% *	100,0%

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 18: Notwendigkeit einer externen Berichterstattung aus Investorensicht II (in gültigen Prozent)**

Beurteilungen	Notwendigkeit einer externen Berichterstattung aus Investorensicht			
	intellektuelles Kapital	Aktienkursperformance und Marktkapitalisierung	Strategien und Zielgrößen	Marktbewertung von Vermögen und Schulden
sehr hoch	17,3%	57,4%	69,8%	18,9%
hoch	44,2%	25,9%	17,0%	37,7%
mittel	15,4%	9,3%	7,5%	18,9%
niedrig	19,2%	5,6%	3,8%	18,9%
sehr niedrig		1,9%	1,9%	3,8%
keine Beurteilung möglich	3,8%			1,9%
<b>Gesamt</b>	99,9% *	100,1% *	100,0%	100,1% *

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 19: Notwendigkeit einer Standardisierung von freiwilligen Angaben bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen (in gültigen Prozent)**

Standardisierung	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	sonstige Unternehmen	
notwendig	25,0%	64,0%	43,4%
teilweise notwendig	50,0%	12,0%	32,1%
keine Standardisierung	25,0%	24,0%	24,5%
<b>Gesamt</b>	100%	100,0%	100,0%

**Tab. A 20: Notwendigkeit einer Standardisierung von freiwilligen Angaben in Abhängigkeit der Größe des Aufsichtsratsplenums (in gültigen Prozent)**

Standardisierung	Plenumsgröße				Gesamt
	bis 3 Mitglieder	4 bis 6 Mitglieder	7 bis 12 Mitglieder	über 12 Mitglieder	
notwendig	47,1%	57,9%	33,3%	12,5%	43,4%
teilweise notwendig	35,3%	10,5%	33,3%	75,0%	32,1%
keine Standardisierung	17,6%	31,6%	33,3%	12,5%	24,5%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	99,9% *	100,0%	100,0%

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.



**Tab. A 21: Eignung des Deutschen Corporate Governance Kodex als Kommunikationsinstrument (in gültigen Prozent)**

Beurteilung	Deutscher Corporate Governance Kodex		
	Abbau von Informationsasymmetrien	Kommunikation mit internationalen Investoren	Transparenz für Arbeitnehmer
sehr hoch	16,4%	10,9%	27,8%
hoch	18,2%	12,7%	20,4%
mittel	30,9%	21,8%	33,3%
niedrig	21,8%	32,7%	7,4%
sehr niedrig	9,1%	18,2%	5,6%
keine Beurteilung möglich	3,6%	3,6%	5,6%
<b>Gesamt</b>	100,0%	99,9% *	100,1% *

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 22: Eignung des Deutschen Corporate Governance Kodex als Steuerungsinstrument (in gültigen Prozent\*)**

Beurteilung	Deutscher Corporate Governance Kodex	
	Disziplinierung des Vorstands im Sinne der Anteilseigner	Verbesserung der internen Unternehmensüberwachung
sehr hoch	10,9%	12,7%
hoch	10,9%	16,4%
mittel	27,3%	30,9%
niedrig	30,9%	21,8%
sehr niedrig	18,2%	18,2%
keine Beurteilung möglich	1,8%	
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%

\* Lediglich ein Teilnehmer macht zu der betreffenden Frage jeweils keine Angaben.

**Tab. A 23: Beurteilung der Verhaltensempfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (in gültigen Prozent)**

Beurteilung	Verhaltensempfehlungen des DCGK				
	Anwendbarkeit	Verständlichkeit	Detaillierungsgrad	Ausgestaltung	Bindungswirkung
sehr gut	23,2%	14,3%	10,9%	10,7%	8,9%
gut	46,4%	53,6%	47,3%	28,6%	46,4%
befriedigend	23,2%	25,0%	32,7%	39,3%	35,7%
ausreichend	5,4%	1,8%	3,6%	14,3%	5,4%
mangelhaft	1,8%	3,6%	5,5%	3,6%	3,6%
keine Beurteilung möglich		1,8%		3,6%	
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,1% *	100,0%	100,1% *	100,0%

\* Abweichungen von 100% sind auf die Kumulation von Rundungsfehlern zurückzuführen.

**Tab. A 24: Erhöhung des Anlegervertrauens durch Corporate Governance-Berichterstattung bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen (in Prozent\*)**

Corporate Governance Bericht	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	sonstige Unternehmen	
Auswirkungen	58,1%	76,0%	66,1%
keine Auswirkungen	41,9%	24,0%	33,9%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%

\* Eine Durchführung des Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests ergab, dass die Nullhypothese nicht abgelehnt werden kann. Die ermittelten Differenzen bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen sind nicht signifikant (Signifikanzniveau: 5%). Die Einschätzung der Teilnehmer in Bezug auf die Vertrauenseffekte und die Zugehörigkeit zu einem speziellen Börsenindex sind demnach voneinander unabhängig.

**Tab. A 25: Erhöhung des Anlegervertrauens durch Corporate Governance-Berichterstattung in Abhängigkeit von der Größe des Aufsichtsratsplenums (in Prozent)**

Corporate Governance Bericht	Plenumsgröße				Gesamt
	bis 3 Mitglieder	4 bis 6 Mitglieder	7 bis 12 Mitglieder	über 12 Mitglieder	
Auswirkungen	76,5%	57,9%	54,5%	77,8%	66,1%
keine Auswirkungen	23,5%	42,1%	45,5%	22,2%	33,9%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

**Tab. A 26: Ausweitung der Aufsichtsratsberichterstattung bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen (in Prozent\*)**

Bericht des Aufsichtsrats	Prime Standard		Gesamt
	Indexunternehmen	sonstige Unternehmen	
Ausbau der Berichterstattung	41,9%	36,0%	39,3%
Umfang des Berichts ist ausreichend	58,1%	64,0%	60,7%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%

\* Eine Durchführung des Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests ergab, dass die Nullhypothese nicht abgelehnt werden kann. Die ermittelten Differenzen bei Indexunternehmen und sonstigen Unternehmen sind nicht signifikant (Signifikanzniveau: 5%). Die Einschätzung der Teilnehmer in Bezug auf die Ausgestaltung der Aufsichtsratsberichte und die Zugehörigkeit zu einem speziellen Börsenindex sind demnach voneinander unabhängig.

**Tab. A 27: Ausweitung der Aufsichtsratsberichterstattung in Abhängigkeit von der Größe des Aufsichtsratsplenums (in Prozent)**

Bericht des Aufsichtsrats	Plenumsgröße				Gesamt
	bis 3 Mitglieder	4 bis 6 Mitglieder	7 bis 12 Mitglieder	über 12 Mitglieder	
Ausbau der Berichterstattung	35,3%	42,1%	36,4%	44,4%	39,3%
Umfang des Berichts ist ausreichend	64,7%	57,9%	63,6%	55,6%	60,7%
<b>Gesamt</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%



## **In der Reihe "Studien des Deutschen Aktieninstituts" sind erschienen:**

- Heft 1: Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt
- Heft 2: Neue Bilanzierungsüberlegungen in Deutschland
- Heft 3: Rendite und Risiko von Aktiendepots aus DAX-Aktien
- Heft 4: Der Börsengang kommunaler Unternehmen
- Heft 5: Diversifikationspotentiale in einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt
- Heft 6: Aktie versus Rente
- Heft 7: Investor Relations im Internet
- Heft 8: Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt 1998
- Heft 9: Einführung und Ausgestaltung von Risikomanagementsystemen
- Heft 10: Börsengang und Beschäftigungsentwicklung
- Heft 11: Investor Relations im Internet
- Heft 12: Aktienindizes
- Heft 13: Beteiligungssysteme für breite Mitarbeiterkreise
- Heft 14: Die Bedeutung von Aktienindizes für deutsche börsennotierte Unternehmen
- Heft 15: Corporate Governance
- Heft 16: IR-Portale im Internet
- Heft 17: Rechnungslegung der Unternehmen am Neuen Markt
- Heft 18: Ethisch orientierte Aktienanlage
- Heft 19: Directors Dealings
- Heft 20: Aufsichtsratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen
- Heft 21: Die Europa AG – Eine Perspektive für deutsche Unternehmen?
- Heft 22: Nachhaltigkeit und Shareholder Value
- Heft 23: Empfehlung zur Aufsichtsratsvergütung- Ein Modell
- Heft 24: Kapitalmarkt und Mittelstand
- Heft 25: Die Zukunft der Aktie
- Heft 26: Aktie versus Rente
- Heft 27: Aktienmarkt und Marktmanipulation
- Heft 28: Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA
- Heft 29: Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre
- Heft 30: Dual Listing – Eine ökonomische und juristische Analyse der Auslandsnotierungen deutscher Unternehmen
- Heft 31: Private Anleger und derivative Geldanlagen – Ergebnisse einer empirischen Erhebung

## **Abruf bzw. Bestellung im Internet unter:**

**[http://www.dai.de/dai\\_publicationen](http://www.dai.de/dai_publicationen) – Studien**



---

# DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

---



Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Börsenplatz 5 60313 Frankfurt am Main  
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12  
E-Mail [dai@dai.de](mailto:dai@dai.de) Internet <http://www.dai.de>

ISBN 3-934579-32-9