

Eigenschaften von Verwaltungsräten und Unternehmensperformance

MANUEL AMMANN*, MARKUS LEUENBERGER und RICO VON WYSS**

JEL Classification: G10, G11, G18, G34

Keywords: board member characteristics, firm performance

1. Einleitung

In Folge der weltweit vermehrt aufgetretenen Firmenzusammenbrüche und einiger zu Tage geförderter Misstritte in der strategischen Unternehmensführung wurde in der jüngeren Vergangenheit vielerorts die fehlende ethische Verantwortung und Kompetenz in der Wirtschaft bemängelt. Die Kritik betrifft in erster Linie die Unternehmensführung, womit meist das Management und der Verwaltungsrat gemeint sind. Die dadurch entfachte „Corporate Governance“-Diskussion ruft nach besseren „Checks and Balances“ innerhalb der Unternehmensführung. Economiesuisse mit dem „Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“ und die SWX Swiss Exchange mit der „Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance“ haben Gebote bzw. Regeln zur Verbesserung von Organisation, Verhalten und Transparenz von Unternehmungen vorgelegt.

In der Schweiz haften Verwaltungsräte gemäss Art. 754 Abs. 1 OR gegenüber der Gesellschaft, den einzelnen Aktionären sowie den Gesellschaftsgläubigern für absichtlich oder fahrlässig verursachten Schaden. Da diese Haftung eine rein persönliche ist, sind die Haftungsvoraussetzungen für jeden Verwaltungsrat einzeln zu prüfen. Dass Verwaltungsratsmitglieder – durchaus auch ohne Verschulden – ungenügend über „ihre“ Unternehmung Bescheid wissen, entlastet sie

* Prof. Dr., Ordinarius für Finance, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen, Rosenbergstrasse 52, 9000 St. Gallen. Tel.: 071 224 70 90, manuel.ammann@unisg.ch.

** Dr. oec., Executive Director des Master in Banking and Finance und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen. heinrich.vonwyss@unisg.ch.

nicht. Aber gerade die Informationsproblematik, einerseits innerhalb der Unternehmung, andererseits auch gegen aussen, beschäftigt Politik, Investoren und die breite Öffentlichkeit. Nicht zuletzt auf dieser Haftung gründet der Beitrag von AMMANN, MATTI und VON WYSS (2003), in welchem die Performance Schweizerischer Verwaltungsräte anhand der Aktienkursentwicklung untersucht wird. Der vorliegende Beitrag befasst sich demgegenüber mit dem Zusammenhang zwischen der Performance des einzelnen Verwaltungsratsmitglieds und seinen Eigenschaften, wobei für die Performance wiederum die Aktienkursentwicklung der jeweiligen Firmen herangezogen wird. Gerade bei börsenkotierten Firmen, wie sie im vorliegenden Artikel verwendet werden, hängt der Aktienkurs von verschiedenen Faktoren ab, die Renditen werden jedoch um die Entwicklung des Gesamtmarkts bereinigt, so dass eine Über- oder Unterdurchschnittliche Wertentwicklung durchaus auf die Leistung der Unternehmensführung zurückgeführt werden kann.

Obwohl, wie der Artikel von HERMALIN und WEISBACH (2003) dokumentiert, eine umfassende ökonomische Literatur zum Verwaltungsrat als endogen determinierte Institution besteht, wurde der Einfluss der Charakteristika von einzelnen Verwaltungsratsmitgliedern auf die Performance bisher empirisch nicht untersucht. Diverse Studien untersuchen Zusammenhänge zwischen der Ausgestaltung des Verwaltungsratsgremiums und der Unternehmensperformance. JENSEN (1993) sowie LIPTON und LORSCH (1992) begründen die Meinung, dass grosse Gremien weniger effektiv sind als kleine, weil der Vorsitzende der Geschäftsleitung einen verstärkten Einfluss auf einen überdimensionierten Verwaltungsrat habe. Dementsprechend bekomme ein zu grosser Verwaltungsrat mehr symbolischen Charakter und sei weniger in die Unternehmensführung involviert. Diese These prüfen YERMACK (1996) für die USA und EISENBERG, SUNDGREN und WELLS (1998) für finnische Klein- und Mittelunternehmen. Beide Studien bestätigen eine negative Beziehung zwischen einer wachsenden Anzahl Gremiumsmitglieder und dem Unternehmenswert. In einer Untersuchung für die Schweiz gelangen GRÜNBICHLER und OERTMANN (1995) zur Erkenntnis, dass Unternehmungen mit Verwaltungsratsgremien mittlerer Grösse die tendenziell beste Performance erreichen. Unter „mittlere Grösse“ fallen für den Zeitraum der Untersuchung von 1988 bis 1995 Verwaltungsräte mit 8 bis 13 Mitgliedern. Ein derartiger Verwaltungsrat gilt heutzutage bereits als gross. BEINER, DROBETZ, SCHMID und ZIMMERMANN (2004) finden keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Grösse des Verwaltungsratsgremiums und der Unternehmensperformance und folgern, dass die Firmen ihre Verwaltungsratsgrösse optimal festlegen. Aus diesem Grund wird in der vorliegenden Studie auch auf den Einbezug der Grösse des Verwaltungsrats verzichtet.

Wenn die Ausgestaltung des Verwaltungsrates die Erwartungen der Umgebung, sprich der Aktionäre, nicht in genügendem Masse widerspiegeln, sei eine schlechtere Unternehmensperformance wahrscheinlich, hat PFEFFER (1972) allgemein festgestellt.

Aus einem volkswirtschaftlichen Blickwinkel ist das Verwaltungsratsgremium eine ökonomische Institution, welche helfen soll, das Agency Problem zu lösen. Darunter wird ein vom Idealzustand abweichender Fall verstanden, bei welchem die Geschäftsleitung anders als ein Alleineigentümer einer Unternehmung agiert. EISENHARDT (1989) führt beispielsweise aus, dass sich die Geschäftsleitung als Agent rational verhält und zuerst die eigenen Interessen wahrnimmt, bevor jene der Aktionäre, also der Prinzipale, berücksichtigt werden. Das Principal-Agent-Problem kann gemäss SHLEIFER und VISHNY (1986) durch einflussreiche externe Aktionäre, welche im Besitz grosser Unternehmensanteile und dementsprechend grosser Macht sind, gemindert werden.

Das Verhältnis der Aktionäre als Eigentümer zum Verwaltungsrat als oberste Unternehmensführung ist eines der zentralen Themen der Corporate Governance. Es ist Aufgabe des Verwaltungsrates, eine wirksame Corporate Governance festzulegen und umzusetzen. Ein kleiner genau definierter Teil von Corporate Governance ist auch durch das Recht abgedeckt: Gemäss Art. 716a Abs. 1 OR hat der Verwaltungsrat die unübertragbare und unentziehbare Aufgabe der Oberleitung der Gesellschaft und der Erteilung der nötigen Weisungen. Die Geschäftsführung kann an einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates oder an Dritte übertragen werden. Wird von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht, bleibt dem Verwaltungsrat die Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen. Hinzu kommen ausserdem die Pflichten zur Ausgestaltung des Rechnungswesens, der Finanzkontrolle sowie der Finanzplanung und die Festlegung der Unternehmensorganisation. Die dem Verwaltungsrat von Gesetzes wegen übertragenen Aufgaben stellen hohe Anforderungen an seine Mitglieder.

Sowohl für den Investor und sämtliche anderen Anspruchsgruppen als auch für das Verwaltungsratsgremium selbst – dann beispielsweise, wenn es der Generalversammlung einen valablen Ersatz für ein ausscheidendes Mitglied vorschlagen muss – ist es von Nutzen, das Profil eines „guten“ Verwaltungsratsmitgliedes zu kennen; genau an dieser Stelle setzt der vorliegende Artikel an.

KPMG Schweiz hat im Jahr 2001 in Zusammenarbeit mit dem Institut für Accounting, Controlling und Auditing der Universität St. Gallen eine Studie über die Corporate Governance in der Schweiz erstellt. Der Schwerpunkt der Untersuchung bildet die Befragung von Verwaltungsratspräsidenten schweizerischer, börsenkotierter Unternehmen. Demnach sind folgende Eigenschaften von

Verwaltungsräten Garant für eine möglichst geringe Interdependenz zwischen den Interessen der Geschäftsleitung und jenen des Verwaltungsrates: Unabhängigkeit; Erfahrung, Know-how, Kompetenz und Ausbildung; Teamfähigkeit; Sozialkompetenz; Kundenorientierung; Kommunikationsfähigkeit; Integrität; Sprachkenntnisse; Selbstbehauptung und Leadership sowie Reputation und Kreditwürdigkeit. Diese Eigenschaften können dementsprechend auch als allgemeine Anforderungen an die Fähigkeiten und Charakteristika von Verwaltungsratsmitgliedern betrachtet werden. Die Liste kann nach VOLKART und VETTIGER (2002) um Eigenschaften wie Finanz-Know-how, mentale Stärke sowie Überzeugungs- und Durchsetzungskraft ergänzt werden. ROBERTSON, BARON, GIBBONS, MACIVER und NYFIELD (2000) erwähnen auch Gewissenhaftigkeit und Pflichtbewusstsein.

Diese Eigenschaften von Verwaltungsräten sind grösstenteils nur schwer evaluierbar und noch schwieriger quantitativ zu erfassen. Hinzu kommt, dass für eine empirische Arbeit auch historische Daten verfügbar sein müssen, ein Erfordernis das für diese Soft Skills nicht erfüllt ist. Aus diesem Grund werden die Verwaltungsräte in der Folge anhand von sechs quantifizierbaren Kriterien beschrieben:

- Amtszeit im Verwaltungsrat einer bestimmten Unternehmung,
- Alter,
- Anzahl Verwaltungsratsmandate gleichzeitig,
- Doppelmandat Verwaltungsratspräsident/Chief Executive Officer,
- Nationalität und
- Geschlecht.

Diese Charakteristika gelten zumindest für einige der aufgelisteten Soft Skills als Indikatoren. So kann, um die Erfahrung einer Person zu beurteilen, die Zeit gemessen werden, während der sie eine bestimmte Tätigkeit ausgeübt hat. Know-how und Kompetenz wachsen zudem mit der Erfahrung, auch innerhalb einer bestehenden Aufgabe oder eines bestehenden Amtes. Die Amtszeit ist also eine mögliche Ausdrucksform für diese Eigenschaften. Zum Einfluss der Amtszeit auf die Leistung eines Verwaltungsrates sind keine empirischen Untersuchungen bekannt. Hingegen gelangt GOLEC (1996) in seiner Studie über Fondsmanager zur Erkenntnis, dass die Amtszeit der Einflussfaktor auf die Performance mit der höchsten Signifikanz ist.

Der „shareholder value“-Gedanke verpflichtet die Unternehmung und somit auch deren Führung in erster Linie dem Aktionär. In diesem Sinne kann die Performance eines Verwaltungsratsmitgliedes als Wertzuwachs für den Aktionär

in verschiedenen Mandaten und Zeitperioden verstanden werden. Bei börsenkotierten Unternehmungen ist dieser Wertzuwachs als Aktienkursentwicklung inklusive der ausgeschütteten Dividenden und allfälliger Kapitalrückzahlungen messbar.

Die quantifizierbaren Eigenschaften der Verwaltungsräte werden in der Folge ihrer Performance gegenübergestellt. Mit anderen Worten ist der Beitrag dieser Studie eine mögliche Antwort auf die Frage, was die Eigenschaften eines „guten“ Verwaltungsrates sind.

Der vorliegende Beitrag ist in fünf Teile gegliedert: Der folgende Abschnitt beschreibt die Datengrundlage. In Abschnitt 3 wird die Methodik erläutert. Die Resultate der empirischen Analyse werden in Abschnitt 4 präsentiert und in die bestehende Literatur eingebettet. Zum Schluss werden die Resultate zusammengefasst und Anregungen für Theorie und Praxis vorgestellt.

2. Datengrundlage

Die etwa 200'000 Verwaltungsräte von Schweizer Firmen wurden auf 95 Personen eingeschränkt, einerseits, da nur bei börsengehandelten Firmen die Performance objektiv gemessen werden kann, andererseits, um eine minimale Mandatstätigkeit zu gewährleisten. Kriterium für die Auswahl der Personen ist, dass sie zwischen 1991 und 2002 in mindestens zwei im Swiss Market Index (SMI) enthaltenen Unternehmen als Verwaltungsräte aktiv waren, wobei diese Mandatstätigkeit nicht zeitgleich erfolgt sein muss. Die Zusammensetzung des SMI hat sich während dem Betrachtungszeitraum geändert. Relevant für die Zugehörigkeit der Unternehmung zum SMI ist der Zeitpunkt der Mandatsausübung.¹

Obwohl der Beobachtungszeitraum um zwei Jahre ausgedehnt wurde, entsprechen die selektierten Verwaltungsräte exakt denjenigen von AMMANN, MATTI und VON WYSS (2003). Im Vergleich zur Vorgängeruntersuchung hat also die jeweilige Verweildauer in einem Verwaltungsrat zugenommen. Von den ausgewählten Personen wurden sämtliche Mandate bei börsenkotierten Schweizer Firmen erfasst. Die Stichprobe umfasst damit neu 2349 Datenpunkte – nachfolgend Mandatsjahre genannt. Auch die Menge der berücksichtigten Unternehmen, welche dem Swiss Performance Index (SPI) angehören, ist auf 120 angestiegen.

1 Eine Liste der untersuchten Verwaltungsräte mit den berücksichtigten Mandaten ist auf Anfrage bei den Autoren erhältlich.

Die Informationen zu den Verwaltungsräten und CEOs stammen einerseits aus dem „Verzeichnis der Verwaltungsräte“ (1990–2001) und andererseits aus dem „Aktienführer Schweiz“ (1990–2002). Die Gegenüberstellung der Verwaltungsräte gemäss dem Verzeichnis der Verwaltungsräte (1990–2001) in einem bestimmten Jahr mit dem Aktienkurs des darauf folgenden Jahres bringt in Ausnahmefällen den Nachteil mit sich, dass die Firma in der Zwischenzeit dekotiert wurde. Im Fall Swissair beispielsweise waren gewisse Verwaltungsratsmitglieder im Jahr 2001 noch im Amt. Da die Aktie jedoch im Laufe des Jahres 2002 dekotiert wurde, mussten für das Jahr 2002 alle Verwaltungsratsmandate dieses Unternehmens ausser Betracht gelassen werden.

Die Angaben zu den Geburtsjahren der zur Grundgesamtheit gehörenden Personen stammen zum grossen Teil aus Geschäftsberichten der Jahre 2000 bis 2002. Die restlichen Altersangaben – zum Beispiel von heute nicht mehr aktiven Verwaltungsräten – wurden durch direkte Anfragen bei ehemaligen Mandatsfirmen ermittelt.

Die Informationen zu den CEOs entstammen grundsätzlich den oben aufgeführten Ausgaben vom Aktienführer Schweiz (1990–2002). Die nachfolgend erwähnten Abweichungen der Stichprobe gegenüber den beiden Verzeichnissen Aktienführer Schweiz und Verzeichnis der Verwaltungsräte beruhen auf Auskünften oder Geschäftsberichten der betroffenen Unternehmen:²

1. Credit Suisse Group: Rainer E. Gut war für die Geschäftsjahre 1989/90 bis 1999/2000 Verwaltungsratspräsident der CS Holding bzw. CS Group und zusätzlich für die Geschäftsjahre 1989/90 bis 1996/97 CEO.
2. Elektrowatt: Adolf Gugler war auch in den Jahren 1990 und 1991 Vorsitzender der Geschäftsleitung von Elektrowatt AG.
3. Ems-Chemie: Der Verwaltungsrat ist auch für die Geschäftsführung verantwortlich, der Verwaltungsratspräsident somit auch CEO.
4. Bank Leu: Robert Jeker war auch in den Jahren 1990 und 1991 Verwaltungsratspräsident und CEO der Bank Leu.
5. Zürich Versicherungen: Rolf Hüppi war ab 1995 im Doppelmandat bei der Versicherungsgesellschaft tätig. Ab 1991 war er Präsident der Konzernleitung der Zürich-Gruppe.

2 Die Eruierung von Doppelmandatsträgern Verwaltungsratspräsident/CEO sollte zwar einerseits die Richtigkeit der aufgeführten Angaben sicherstellen. Auf Grund der unvollständigen Angaben im „Aktienführer Schweiz“ kann jedoch nicht garantiert werden, dass restlos alle Doppelmandate erfasst wurden.

In einzelnen Fällen kommt es vor, dass eine Person mit Unterbrüchen in einem bestimmten Verwaltungsrat aktiv ist. Die Amtszeit startet in solchen Fällen nach der Rückkehr in das Gremium wieder neu. Bei den für die Performancemessung im Jahr 1991 relevanten Verwaltungsratsmandaten wurde kontrolliert, ob sie im Jahr 1990 erstmals ausgeübt wurden. Ist dies der Fall, so wurden sie ebenfalls in die Stichprobe aufgenommen. Das Charakteristikum Amtszeit restringiert die Grundgesamtheit von 2349 auf 1088 Datenpunkte, weil darin auch Mandate enthalten sind, welche vor 1990 angetreten wurden und deren Amtsdauer somit nicht bekannt ist. Sämtliche Berechnungen, welche die Amtszeit berücksichtigen, werden daher mit der restringierten Stichprobe durchgeführt. Die Untersuchungen über Alter, Doppelmandat, Geschlecht, Anzahl Mandate gleichzeitig und die Nationalität werden demgegenüber mit der gesamten Stichprobe durchgeführt.

Als Mass für die Performance wird die stetige Überrendite der einzelnen Unternehmung gegenüber dem SPI verwendet. Die Unternehmensrenditen stellen auf den „Total Return Index“ von Datastream ab. Bei diesem Renditemass werden sämtliche an den Aktionär ausbezahlten Beträge (Dividenden und sonstige Zahlungen wie bspw. Nennwertrückzahlungen) rechnerisch reinvestiert. In Querschnittsuntersuchungen wird oftmals das Tobin's Q als Performancemass verwendet. Wie auch Kennzahlen, welche auf Rechnungslegungsgrössen basieren, trägt dieses dem Shareholder-Value-Gedanken jedoch nicht Rechnung.

Die Überrenditen in Tabelle 1 zeigen mit -6.30% einen recht tiefen Mittelwert und streuen sehr stark. Das Minimum von -461.13% (stetige Rendite) betrifft sieben Verwaltungsräte, die im Jahr 2001 bei Swissair tätig waren. Die 158.87% betreffen drei Verwaltungsräte von Centerpulse im Jahr 2002; dieselben drei Personen haben allerdings im Vorjahr eine Performance von -154% erzielt. Eine Kreuzvalidierung, wie sie STIER (1999) vorschlägt, stützt die Annahme, dass die Untersuchungsdaten einzelne Ausreisser enthalten, wie auch ein nach HARTUNG (1998) durchgeführter Test.

Extreme Werte aus einer Untersuchung auszuschliessen ist trotz substanziellen Begründungen heikel, schliesslich wurden sie mit demselben Verfahren wie auch sämtliche anderen Werte erhoben. Daher wird für die Selektion der Ausreisser ein ökonomisch motiviertes Vorgehen gewählt und die Resultate einmal mit und ein weiteres Mal ohne die Mandatsjahre von Swissair 2001 präsentiert. Für die Regressionsanalysen mit der Amtsdauer sind allerdings nur vier der erwähnten sieben Jahresinformationen auszuklammern, da die restlichen drei schon von vornherein nicht zur Grundgesamtheit der für diese Betrachtung verwendeten 1088 Datenpunkte gehörten.

Bis zu acht Verwaltungsratsmandate werden gleichzeitig gehalten. Im Durchschnitt sind es 3.40, bedingt auf das Auswahlkriterium von mindestens zwei

Tabelle 1: Übersicht über die Variablen

	Überrendite (in Prozent)	Mandate gleichzeitig	Alter	Amts-dauer	Doppelmandat	Nationalität	Geschlecht
Mittelwert	-6.30	3.40	59.33	3.45	0.03	0.05	0.03
Minimum	-461.13	1	39	1	0	0	0
Maximum	158.87	8	78	11	1	1	1
Standardabweichung	38.44	1.57	7.03	2.21	-	-	-
Schiefe	-5.63	0.36	-0.41	0.88	-	-	-
Kurtosis	65.20	2.39	2.54	3.19	-	-	-

2349 Beobachtungen für Überrenditen, Mandate gleichzeitig, Alter, Doppelmandat, Nationalität und Geschlecht.

1088 Beobachtungen für die Amtsdauer.

Mandaten bei SMI Firmen zwischen 1991 und 2002. Der durchschnittliche Verwaltungsrat ist 59.33 Jahre alt. Hier reicht die Bandbreite von 39 bis zu 78 Jahren.

Die Werte für die Amtsdauer schliessen nur 1088 Mandatsjahre ein. Bei den übrigen Datenpunkten wurde das Mandat vor 1990 angetreten, weshalb die exakte Amtsdauer nicht ermittelt werden kann. Die maximale Amtsdauer kann also aus Gründen der Datenselektion zwölf Jahre nicht übersteigen, was bei der Interpretation der Daten berücksichtigt werden muss. In der Stichprobe beträgt das Maximum elf Jahre, während ein Verwaltungsrat ein bestimmtes Mandat im Durchschnitt während etwa 3.5 Jahren betreut. Die Korrelation zwischen Amtsdauer und Alter beträgt nur 0.20; der Einwand, dass beide Variablen gleichermaßen die Erfahrung der Verwaltungsräte messen, greift also nicht. Der Jarque-Bera Test zeigt, dass keine der Variablen normalverteilt ist.

Für die Charakteristika Doppelmandat, Nationalität und Geschlecht werden Dummyvariablen eingeführt. 17 verschiedene Personen hatten ein Doppelmandat inne, wobei 69 Mandatsjahre betroffen sind. 111 Mandatsjahre werden von acht verschiedenen Ausländern bestritten. Die Stichprobe enthält nur drei Frauen, diese sind jedoch für 67 Mandatsjahre verantwortlich.

Die Korrelationen zwischen den einzelnen Variablen in Tabelle 2 sind gering. Mit der Überrendite gegenüber dem SPI sind die Anzahl Mandate, welche gleichzeitig ausgeübt werden und die Amtsdauer signifikant negativ korreliert. Eine

Tabelle 2: Korrelationsmatrix

	Überrendite	Mandate gleichzeitig	Alter	Amtsauer	Doppelmandat	Nationalität	Geschlecht
Überrendite	1						
Mandate gleichzeitig	-0.05**	1					
Alter	0.03*	-0.08***	1				
Amtsauer	-0.10***	-0.05*	0.20***	1			
Doppelmandat	0.02	-0.04*	-0.03	0.05*	1		
Nationalität	0.02	-0.12***	0.11***	-0.04	-0.03	1	
Geschlecht	-0.01	-0.07***	-0.04*	0.01	-0.03	0.09***	1

2349 Beobachtungen für Überrenditen, Mandate gleichzeitig, Alter, Doppelmandat, Nationalität und Geschlecht.

1088 Beobachtungen für die Amtsdauer.

*/**/** bedeutet Signifikanz auf einem Niveau von 10%/5%/1%.

leicht positive Korrelation zeigt dagegen das Alter. Die Korrelationen der Anzahl gleichzeitiger Mandate sind gegenüber allen anderen Variablen negativ, während das Alter mit der Amtsdauer und der Nationalität positiv korreliert ist. Die ausländischen Verwaltungsräte sind also älter als die schweizerischen. Die signifikant positive Korrelation der Nationalität und des Geschlechts ist darauf zurückzuführen, dass eine der drei Frauen in der Stichprobe Ausländerin ist.

3. Methodik

Die Methodik entspricht der in AMMANN, MATTI und VON WYSS (2003) eingeführten Mandatsjahrbeurteilung. Es steht folglich der Erklärungsgehalt der Verwaltungsratseigenschaften pro Verwaltungsratsmitglied, Mandat und Jahr für die entsprechende Unternehmensrendite im Zentrum der Untersuchung. Neben die Unternehmensperformance eines bestimmten Jahres werden das Alter, die Amtszeit, die Anzahl Mandate, die gleichzeitig betreut wurden sowie die Ausprägung für die Charakteristika Doppelmandat, Nationalität und Geschlecht gestellt. Bei dieser Betrachtung erhält jedes einzelne Mandatsjahr mit den zugehörigen Verwaltungsratscharakteristika dieselbe Gewichtung. In der Schweiz

finden die Generalversammlungen mit den Wahlen in den Verwaltungsrat üblicherweise im Frühling statt. Da ein neu gewählter Verwaltungsrat eine gewisse Einarbeitungszeit benötigt, und weil seine Entscheide sich oft nur mit zeitlicher Verzögerung auswirken, wird bei einer Wahl im Frühling des Jahres t das Kalenderjahr $t + 1$ zur Performancemessung herangezogen. Im Gegenzug wird beim Ausscheiden an der Generalversammlung im Jahr t noch das ganze Kalenderjahr t in die Berechnung mit einbezogen.

Wie erwähnt, existieren kaum vergleichbare Untersuchungen zum vorliegenden Beitrag. Die nachfolgend erwähnten drei Studien sind für die verwendete Methodik dennoch von Bedeutung. KAPLAN und GERTNER (1996) nehmen in ihrer inhaltlich – jedoch nicht methodisch – ähnlichen Studie den Spezialfall von Firmen nach einem „reverse leveraged buyout“ (LBO) genauer unter die Lupe. Unter einem LBO ist die Übernahme des Aktienkapitals einer oft krisengeschüttelten Unternehmung durch aussenstehende oder betriebszugehörige Investoren zu verstehen. Die Autoren vergleichen die Charakteristika von Verwaltungsratsmitgliedern und Verwaltungsratsgremien von LBO-Firmen mit einer bezüglich Grösse und der betroffenen Industrie vergleichbaren Stichprobe. Die Verwaltungsratsgremien der von LBO-Spezialisten kontrollierten Firmen werden dabei als wertmaximierend betrachtet. Begründet wird diese These damit, dass die LBO-Spezialisten eine starke Motivation hätten, das Verwaltungsratsgremium in einer „shareholder value“-maximierenden Art und Weise zu strukturieren. Im Vergleich zum Alternativsample ist das Führungsgremium eines LBO-Unternehmens tendenziell kleiner und trifft sich seltener, hingegen kontrolliert es einen grösseren Anteil des Aktienkapitals. Verwaltungsratsmitglieder von LBO-Unternehmen, sind jünger und seltener Frauen, haben kürzere Amtszeiten und sind öfter auch noch in anderen Verwaltungsratsgremien vertreten. Den Zusammenhang von Charakteristika und Portfolio-Performance von Fondsmanagern untersuchen die Studien von CHEVALIER und ELLISON (1999) sowie GOLEC (1996). Die beiden Artikel sind insofern relevant, als mit den Charakteristika Ausbildung, Alter und Amtszeit teilweise übereinstimmende Einflusskriterien untersucht wurden.

Das Thema der Performance-Messung wird in der Literatur oft diskutiert. Aus einer betriebswirtschaftlichen Perspektive kommen CONGER, FINEGOLD und LAWLER (1998) zum Schluss, dass ausser dem Verwaltungsrat selbst niemand einen Verwaltungsrat evaluieren könne. Finanzwirtschaftlich argumentierende Autoren teilen diese Meinung nicht. Es kann jedoch leicht festgestellt werden, dass auch sie für die Performancemessung unzählige unterschiedliche Ansätze wählen. HERMALIN und WEISBACH (1991), MEHRAN (1995) und KLEIN (1998) verwenden allesamt buchhalterische Performancemasse. MORCK, SHLEIFER und VISHNY (1988) und AGRAWAL und KNOEBER (1996) führen ihre Untersuchungen

mit Tobin's Q als Performancemass durch. Dieses Vorgehen beruht auf der Idee, dass das Tobin's Q die Wertsteigerung durch quantitativ nicht messbare Faktoren – wie der Art und Weise der Unternehmensführung – berücksichtigt. Diverse Studien bedienen sich auch des Aktienkurses als Renditemass. Genannt seien hier speziell BHAGAT und BLACK (2002), weil sie ihre Untersuchung auf die langfristige Aktienkursentwicklung abstützen. Eine völlig andere Perspektive wählt MOLZ (1984) mit der „sozialen“ Performance. Neben dem Einfluss von Verwaltungsrats-Struktur und -Zusammensetzung auf die finanzielle Rendite untersucht er auch die soziale Verantwortung einer Unternehmung.

Wenn der Einfluss von Charakteristika von Verwaltungsratsmitgliedern auf die Performance geschätzt werden soll, müssen folgende Kritikpunkte berücksichtigt werden:

1. Die Unternehmensperformance ist eine Funktion unzähliger Einflussfaktoren und deshalb mit Sicherheit nur zu einem geringen Teil mit Verwaltungsratscharakteristika zu erklären. Es sei darum auch schwer vorstellbar, dass gelegentliche Verwaltungsratssitzungen einen in der Unternehmensperformance feststellbaren Effekt hätten, schreiben HERMALIN und WEISBACH (2003). Von den beiden Autoren werden zwei Beiträge von MACE (1986) und LORSCH und MACIVER (1989) zitiert, welche die erwähnte Kritik, dass aus einer Mehrheit der Verwaltungsratssitzungen keine bedeutenden Handlungen oder Veränderung resultierten, unterstreichen sollen.
2. Von aussen ist nicht auszumachen, welchen Einfluss ein bestimmter Verwaltungsrat innerhalb des Gremiums hat. Es ist deshalb ein grundsätzlicher Entscheid, ob der Aktienkurs als relevante Rendite betrachtet werden kann. Wie schon erklärt, haften jedoch alle Verwaltungsratsmitglieder einzeln für fahrlässige oder verschuldete Pflichtversäumnisse, weshalb auf den Aktienkurs zurückgegriffen wird.

Die beiden Kritikpunkte haben abhängig vom eingenommenen Blickwinkel sicherlich ihre Berechtigung. Der „shareholder value“-Gedanke und das schweizerische Recht legitimieren jedoch die gewählte Interpretation. Aber auch wenn – wie in den beiden Kritikpunkten aufgeführt – einem individuellen Verwaltungsratsmitglied oder gar dem Verwaltungsrat als Ganzes einen prägenden Einfluss auf die Unternehmensperformance abgesprochen wird, so liefert die vorliegende Studie trotzdem wichtige Erkenntnisse. Die beobachteten Zusammenhänge zwischen Verwaltungsratseigenschaften und Unternehmensperformance können als Antwort auf die Fragestellung, welche Verwaltungsräte die beste Unternehmensselektion vornehmen respektive welche Verwaltungsräte die Wahl in die besten Unternehmen schaffen, interpretiert werden.

Die erzielten Überrenditen in den einzelnen Mandatsjahren werden in einem ersten Schritt auf sämtliche Verwaltungsratscharakteristika regressiert.

$$\begin{aligned} Performance_{ij} = & \alpha + \beta_1 \times Amtszeit_{ij} + \beta_2 \times Alter_{ij} + \beta_3 \times Mandate_{ij} \\ & + \beta_4 \times Doppelmandat_{ij} + \beta_5 \times Nationalität_i \\ & + \beta_6 \times Geschlecht_i + \varepsilon_{ij} \end{aligned} \quad (1)$$

mit:

$Performance_{ij}$:	Rendite relativ zum SPI für ein bestimmtes Mandatsjahr j und ein bestimmtes Verwaltungsratsmitglied i
α :	Achsenabschnitt
β_1, \dots, β_6 :	geschätzte Koeffizienten
$Amtszeit_{ij}$:	Amtszeit eines Verwaltungsratsmitglieds für ein bestimmtes Mandat in Jahren
$Alter_{ij}$:	Alter des Verwaltungsratsmitglieds in Jahren zum Zeitpunkt der Mandatsausübung
$Mandate_{ij}$:	Anzahl Verwaltungsratsmandate gleichzeitig
$Doppelmandat_{ij}$:	Doppelmandat im betreffenden Mandatsjahr (1 = Doppelmandat liegt vor, 0 = kein Doppelmandat)
$Nationalität_i$:	Nationalität (1 = keine Schweizer Bürgerschaft, 0 = Schweizer Staatsbürger)
$Geschlecht_i$:	Geschlecht (1 = Frau, 0 = Mann)
ε_{ij} :	Residuum

In der Folge werden die Resultate der multiplen Regression durch Regressionen der Performance auf die einzelnen Charakteristika überprüft. Ein Test nach White (1980) zeigt bei einigen Regressionen Heteroskedastizität in den Residuen auf. Teilweise sind sie auch autokorreliert, weshalb die Standardfehler der Koeffizienten mit dem Schätzer nach NEWEY und WEST (1987) geschätzt wurden.

4. Resultate

Der Gesamtzusammenhang zwischen Amtszeit, Alter, Anzahl Mandate gleichzeitig, Doppelmandat, Nationalität und Geschlecht sowie der Performance wird mittels einer multiplen linearen Regression untersucht. Mit den Ausprägungen sämtlicher Charakteristika wird die Performance für jedes Mandatsjahr geschätzt.

Die Berechnungen werden einmal mit der Amtszeit des Verwaltungsratsmitglieds als unabhängige Variable und der restringierten Stichprobe, sowie ohne die Amtszeit und mit der vollen Stichprobe durchgeführt. Ebenso werden jeweils die Resultate von Swissair im Jahr 2001 einmal eingeschlossen und einmal weggelassen. Tabelle 3 zeigt die Resultate.

Tabelle 3: Multiple Regressionen zwischen Performance und Charakteristika der Verwaltungsräte

	Regression mit Amtszeit		Regression ohne Amtszeit	
	inkl. Swissair 2001	ohne Swissair 2001	inkl. Swissair 2001	ohne Swissair 2001
Achsenabschnitt	-0.262** (-1.973)	-0.156* (-1.661)	-0.121* (-1.684)	-0.076 (-1.522)
Amtszeit	-0.023 (-1.252)	-0.008 (-0.862)		
Alter	0.005* (1.819)	0.003* (1.697)	0.002 (1.438)	0.001 (1.372)
Anzahl Mandate gleichzeitig	-0.014* (-1.676)	-0.012* (-1.715)	-0.011** (-2.305)	-0.011*** (-2.802)
Doppelmandat	0.046 (0.678)	0.012 (0.199)	0.048* (1.766)	0.035 (1.184)
Nationalität	-0.026 (-0.713)	-0.025 (-0.711)	0.019 (0.853)	0.002 (0.084)
Geschlecht	0.035 (0.638)	0.015 (0.324)	-0.036 (-0.506)	0.021 (0.766)
Adjustiertes R ²	0.012	0.000	0.002	0.003
Prüfgrosse F	3.117***	1.077	1.934*	2.424**
Anzahl Beobachtungen	1088	1084	2349	2342

Standardfehler nach NEWKEY und WEST (1987) geschätzt.

t-Statistiken in Klammern unter den geschätzten Koeffizienten.

*/**/*** bedeutet Signifikanz auf dem Niveau von 10%/5%/1%.

Eine Bestätigung für einen bestimmten Einfluss zumindest einer (oder mehrerer) der untersuchten Regressoren bietet die F-Statistik. Für drei der vier Regressionen kann die Globalhypothese, wonach keine der unabhängigen Variablen einen Einfluss auf die Überrendite hätte, zumindest auf einem Signifikanzniveau von 10% abgelehnt werden.

In den ersten beiden Regressionen, welche die Amtszeit mit einschliessen, zeigt sich, dass diese keinen signifikanten Einfluss auf die Unternehmensperformance hat.

Tabelle 4: Regression zwischen Performance und Amtsdauer der Verwaltungsräte

	inkl. Swissair 2001	ohne Swissair 2001
Achsenabschnitt	-0.001 (-0.021)	-0.032 (-1.100)
Amtsdauer	-0.019 (-1.118)	-0.005 (-0.595)
Adjustiertes R ²	0.008	0.000
Anzahl Beobachtungen	1088	1084

Standardfehler nach NEWKEY und WEST (1987) geschätzt.
t-Statistiken in Klammern unter den geschätzten Koeffizienten.

Das Alter hat einen positiven Einfluss auf die Unternehmensperformance. Für die restringierte Stichprobe sind die Koeffizienten auf einem Niveau von 10% signifikant. Wird die gesamte Stichprobe berücksichtigt, so verschwindet die Signifikanz.

Die Anzahl gleichzeitig ausgeübter Verwaltungsratsmandate zeigt negative Koeffizienten, was die Resultate von AMMANN, MATTI und VON WYSS (2003) bestätigt. In der Gesamtstichprobe herrscht Signifikanz auf einem Niveau von 5 respektive 1% während in der restringierten Stichprobe das Signifikanzniveau auf 10% nachlässt. Doppelmandate haben tendenziell einen positiven Einfluss auf die Performance, Signifikanz zeigt sich allerdings nur in der Gesamtstichprobe auf einem Niveau von 10%. Nationalität und Geschlecht weisen keinerlei signifikanten Einfluss auf die Performance auf. Insgesamt zeigen die vier Regressionen mit adjustierten Bestimmtheitsmassen zwischen 0.000 und 0.012 einen sehr geringen Erklärungsgehalt, was auf zusätzliche, hier nicht berücksichtigte Einflussfaktoren der Unternehmensperformance hinweist.

Um den Einfluss der Amtsdauer auf die Unternehmensperformance zu überprüfen, werden die Regressionen mit der Amtsdauer als einziger unabhängiger Variablen wiederholt.

Die Resultate in Tabelle 4 bestätigen die multiple Regression: Es besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen Amtsdauer und Performance. Dies, obwohl die Korrelation zwischen den beiden Grössen in Tabelle 2 hoch signifikant und negativ ist.

Für die übrigen fünf Verwaltungsratscharakteristika werden die Resultate der multiplen Regressionen ebenfalls mit einfachen Regressionen überprüft. Tabelle 5

Tabelle 5: Regressionsanalyse zwischen Performance und den übrigen Charakteristika der Verwaltungsräte (inkl. Swissair 2001)

	Alter	Mandate gleichzeitig	Doppelmandat	Nationalität	Geschlecht
Achsenabschnitt	-0.173*** (-2.650)	-0.022 (-1.266)	-0.064*** (-7.548)	-0.064*** (-7.426)	-0.062*** (-7.477)
Unabhängige Variable	0.002* (1.747)	-0.012** (-2.484)	0.051* (1.948)	0.031 (1.474)	-0.030 (-0.425)
Adjustiertes R ²	0.001	0.002	0.000	-0.000	-0.000

2349 Beobachtungen.

Standardfehler nach NEWBY und WEST (1987) geschätzt.

t-Statistiken in Klammern unter den geschätzten Koeffizienten.

*/**/*** bedeutet Signifikanz auf dem Niveau von 10%/5%/1%.

zeigt die Resultate mit Berücksichtigung sämtlicher Mandatsjahre, während bei den Regressionen in Tabelle 6 die sieben Mandatsjahre von Swissair 2001 weggelassen wurden.

Sämtliche Modelle lassen auf einen sehr geringen, positiven Zusammenhang von Alter und Performance schliessen. Die Resultate inklusive der Swissair-Mandate 2001 sind signifikant, während ohne diese Ausreisser die Signifikanz verschwindet. Es besteht folglich Evidenz dafür, dass Know-how und Erfahrung tendenziell wachsen und eine bessere Performance erzielt werden kann. Bisher wurde in der Literatur kaum besprochen, ob das Alter die Verwaltungsratsperformance erklären kann. Einzig KAPLAN und GERTNER (1996) kommen in ihrer Studie zum Schluss, dass LBO-Verwaltungsräte durchschnittlich jünger seien als solche der Vergleichsmenge. Daraus schliessen sie, dass jüngere Verwaltungsräte besser seien als alte. Auch für Fondsmanager findet GOLEC (1996) einen negativen Zusammenhang zwischen Alter und Performance. In der vorliegenden Untersuchung können diese Resultate nicht bestätigt werden.

Der Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und der Anzahl gleichzeitig ausgeübter Verwaltungsratsmandate ist negativ und signifikant. Dies bestätigt die Resultate aus AMMANN, MATTI und VON WYSS (2003).

Laut der von KPMG Schweiz (2001) veranlassten Studie sehen 81% der Befragten Vorteile in der klaren Trennung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.

Tabelle 6: Regressionsanalyse zwischen Performance und den übrigen Charakteristika der Verwaltungsräte (ohne Swissair 2001)

	Alter	Mandate gleichzeitig	Doppelmandat	Nationalität	Geschlecht
Achsenabschnitt	-0.122** (-2.505)	-0.009 (-0.426)	-0.050*** (-2.873)	-0.050*** (-2.836)	-0.050*** (-2.849)
Unabhängige Variable	0.001 (1.587)	-0.012*** (-2.932)	0.037 (1.273)	0.017 (0.652)	0.026 (0.926)
Adjustiertes R ²	0.000	0.004	0.000	-0.000	-0.000

2342 Beobachtungen.

Standardfehler nach NEWKEY und WEST (1987) geschätzt.

t-Statistiken in Klammern unter den geschätzten Koeffizienten.

/ bedeutet Signifikanz auf dem Niveau von 5%/1%.

Die Antworten der Umfrage zeigen auch, dass im Verwaltungsrat durchschnittlich 16% der Mitglieder gleichzeitig auch der operativen Führung angehören. Während in Deutschland eine Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand verlangt wird, ist im angloamerikanischen Raum eine Personalunion von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung häufig anzutreffen. Aber auch das US- und das Schweizer-Modell unterscheiden sich wesentlich voneinander. Wie WUNDERER (1995) erläutert, existiert im monistischen Boardmodell nur ein Gremium, das „Board of Directors“, das Geschäftsführungs- und Überwachungsfunktionen gleichzeitig ausübt. Die Struktur dieses Ausschusses ist weitgehend flexibel. Sie wird bestimmt durch dessen Zusammensetzung, verstanden als das Verhältnis von geschäftsführenden (insidern) zu nicht-geschäftsführenden (outsidern) Board-Mitgliedern. Dabei reicht das Kontinuum von einem outsider-orientierten Board, das sich als Überwachungsorgan versteht, bis hin zu einem insider-orientierten Board, das die Geschäftsleitung faktisch weitgehend unkontrolliert vollzieht. In der Schweiz kann gemäss Art. 716b Abs. 1 OR der Verwaltungsrat ermächtigt durch die Statuten die Geschäftsführung an einzelne Mitglieder oder an Dritte übertragen. Eine Ausnahme dieser Regelung bilden lediglich die Banken.³ Für sie ist gemäss Art. 3

3 Rainer E. Gut war von 1991 bis 1997 gleichzeitig Geschäftsleitungs- und Verwaltungspräsident der ehemaligen Schweizerischen Kreditanstalt. Die CS Holding umging mit dieser Holding-Struktur das bankengesetzliche Verbot einer Personalunion.

BankG eine Trennung von strategischer und operativer Führung vorgeschrieben. Zur Frage der Unabhängigkeit des Verwaltungsrates liegen diverse Untersuchungen vor, ist sie doch mitunter auch einer der wichtigsten Aspekte der Corporate Governance. Während RECHNER und DALTON (1991) eine positive Beziehung zwischen Performance und Bestehen eines Doppelmandates erwägen, finden BALIGA, MOYER und RAO (1996) in ihren Untersuchungen keinen Zusammenhang. Dem widersprechen BRICKLEY, COLES und JARRELL (1997), die ein negatives Verhältnis feststellen.

In der vorliegenden Untersuchung ist der Einfluss von Doppelmandaten auf die Performance leicht positiv. Mit Berücksichtigung der Swissair-Mandate des Jahres 2001 zeigt sich auch eine geringe Signifikanz. Die Resultate liefern somit keine Unterstützung für die oft gehörte Forderung, wonach das Verwaltungsratspräsidium und der Posten des CEO zu trennen seien.

Vorgeschrieben durch Art. 708 Abs. 1 OR setzt sich der Verwaltungsrat mehrheitlich aus Personen zusammen, die in der Schweiz wohnen und das Schweizer Bürgerrecht besitzen. Wie FORSTMOSER, MEIER-HAYOZ und NOBEL (1996) erläutern, rührt diese Vorschrift von Erfahrungen aus dem Ersten Weltkrieg her und geht auf das Jahr 1919 zurück. Die Quote sollte sicherstellen, dass schweizerische Aktiengesellschaften auch wirklich von der Schweiz aus und durch Schweizer kontrolliert werden und als solche von Krieg führenden Mächten erkannt werden. Die Bestimmung sei seither auf vielfache Kritik gestossen, schreiben die Autoren weiter. Einerseits habe sie zu einer starken Zunahme lediglich fiduziarisch tätiger Verwaltungsratsmitglieder geführt, zum anderen genüge sie nicht, um den schweizerischen Charakter einer Gesellschaft zu wahren. Empirische Untersuchungen zur Beziehung von Nationalität und Performance liegen keine vor.

Für die untersuchte Stichprobe ist kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Eigenschaft schweizerischer bzw. nicht-schweizerischen Verwaltungsrat und der erreichten Performance ersichtlich.

Schliesslich zeigt sich keinerlei Evidenz dafür, dass weibliche Verwaltungsräte besser oder schlechter arbeiten als männliche.

5. Schlusswort

Die Anzahl gleichzeitig betreuter Verwaltungsratsmandate geht gemäss den Resultaten dieser Untersuchung tendenziell mit einer schlechteren Unternehmensperformance einher, was durch eine Überlastung des einzelnen Verwaltungsrats oder die Verzettelung der Kräfte erklärt werden könnte. Dass Erfahrung dennoch eine positive Rolle auf die Unternehmensrendite spielen dürfte, zeigt die positive Beziehung zwischen dem Alter von Verwaltungsräten und der Performance. Obwohl die Verweildauer im Verwaltungsrat negativ mit der Unternehmensperformance korreliert ist, kann in der Regressionsanalyse kein signifikant negativer Zusammenhang zwischen Verweildauer und Performance nachgewiesen werden. Das im Rahmen der Corporate Governance Diskussion oft geforderte Verbot von Doppelmandaten wird durch die vorliegenden Performance-Resultate nicht unterstützt, da der Zusammenhang zwischen der Eigenschaft Doppelmandat und der Unternehmensperformance positiv und teilweise signifikant ist. Für Nationalität und Geschlecht von Verwaltungsräten kann kein Einfluss auf die Performance einer Unternehmung festgestellt werden.

Literatur

- AGRAWAL, ANUP und CHARLES R. KNOEBER (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), S. 377–396.
- AMMANN, MANUEL, DANIEL MATTI und RICO VON WYSS (2003), „Performance schweizerischer Verwaltungsräte anhand der Aktienkursentwicklung“, *Financial Markets and Portfolio Management*, 17 (1), S. 43–75.
- BALIGA, RAM B., R. CHARLES MOYER und RAMESH S. RAO (1996), "CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?", *Strategic Management Journal*, 17 (1), S. 41–53.
- BEINER, STEFAN, WOLFGANG DROBETZ, FRANK SCHMID und HEINZ ZIMMERMANN (2004), "Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?", *KYKLOS*, 57 (3) S. 327–358.
- BHAGAT, SANJAI und BERNARD BLACK (2002), "The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, 27 (2), S. 231–274.
- BRICKLEY, JAMES A., JEFFREY L. COLES und GREGG JARRELL (1997), "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, 3 (3), S. 189–220.

- CHEVALIER, JUDITH und GLENN ELLISON (1999), "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior or Performance", *Journal of Finance*, 54 (3), S. 875–899.
- CONGER, JAY A., DAVID FINEGOLD und EDWARD E. LAWLER (1998), "Appraising Boardroom Performance", *Harvard Business Review*, 36 (1), S. 136–148.
- EISENBERG, THEODORE, STEFAN SUNDGREN und MARTIN T. WELLS (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, 50 (1), S. 35–54.
- EISENHARDT, KATHLEEN M. (1989), "Agency Theory. An Assessment and Review", *The Academy of Management Review*, 14 (1), S. 57–74.
- FORSTMOSER, PETER, ARTHUR MEIER-HAYOZ und PETER NOBEL (1996), *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern.
- GOLEC, JOSEPH H. (1996), "The Effects of Mutual Fund Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees", *Financial Services Review*, 5 (2), S. 133–148.
- GRÜNBICHLER, ANDREAS und PETER OERTMANN (1995), „Corporate Governance: Schweizer Erfahrungen“, Working Paper, Universität St. Gallen.
- HARTUNG, JOACHIM (1998), *Statistik: Lehr- und Handbuch der angewandten Statistik*, München.
- HERMALIN, BENJAMIN E. und MICHAEL S. WEISBACH (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 20 (4), S. 101–112.
- HERMALIN, BENJAMIN E. und MICHAEL S. WEISBACH (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, 9 (1), S. 7–26.
- JENSEN, MICHAEL C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48 (3), S. 831–880.
- KAPLAN, STEVEN N. und ROBERT GERTNER (1996), "The Value-Maximizing Board", Working Paper, University of Chicago und NBER.
- KLEIN, APRIL (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, 41, S. 275–299.
- LIPTON, MARTIN und JAY W. LORSCH (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, 48 (1), S. 59–77.
- LORSCH, JAY W. und ELIZABETH MACIVER (1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston.
- MACE, MYLES L. (1986), *Directors: Myth and Reality*, Boston.
- MEHRAN, HAMID (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 38 (2), S. 163–184.

- MOLZ, RICHARD (1984), *Corporate Boards of Directors: A Study of the Relationship of Board Structure and Composition and Corporate Performance*, Dissertation, University of Massachusetts.
- MORCK, RANDALL, ANDREI SHLEIFER und ROBERT W. VISHNY (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, S. 293–316.
- NEWBY, WHITNEY K. und KENNETH D. WEST (1987), "A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix", *Econometrica*, 55 (3), S. 703–708.
- o. V. (1990–2002), *Aktienführer Schweiz*, Zürich.
- o. V. (2001), *Corporate Governance in der Schweiz, Verwaltungsrat – Zwischen Verantwortung und Haftung*, KPMG Fides Management AG, Zürich.
- o. V. (2002), *Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance*, SWX Swiss Exchange, Zürich.
- o. V. (o. J.), *Schweizerisches Obligationenrecht*, SR 220.
- o. V. (2002), *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, Economie-suisse, Zürich.
- o. V. (1991–2002), *Verzeichnis der Verwaltungsräte*, Zürich.
- PFEFFER, JEFFREY (1972), "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment", *Administrative Science Quarterly*, 17 (2), S. 218–228.
- RECHNER, PAULA L. und DAN R. DALTON (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, 12 (2), S. 155–160.
- ROBERTSON, IVAN T., HELEN BARON, PATRICK GIBBONS, RAB MACIVER und GILL NYFIELD (2000), "Conscientiousness and Managerial Performance", *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 73 (2), S. 171–180.
- SHLEIFER, ANDREI und ROBERT W. VISHNY (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94 (3, part 1), S. 461–488.
- STIER, WINFRIED (1999), *Empirische Forschungsmethoden*, Berlin.
- VOLKART, RUDOLF und THOMAS VETTIGER (2002), „Finanzielle Führung aus der Sicht des Verwaltungsrates“ in: Roland Müller und Rudolf Volkart (Hrsg.), *Handbuch für den Verwaltungsrat*, Zürich, S. 45–71.
- WHITE, HALBERT (1980), "A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity", *Econometrica*, 48 (4), S. 817–838.
- WUNDERER, FELIX R. (1995), „Der Verwaltungsrats-Präsident“, in: Peter Forstmoser (Hrsg.), *Schweizerische Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht*, Zürich, S. 1–394.

YERMACK, DAVID (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40 (2), S. 185–211.

SUMMARY

We investigate the performance of 95 board members of listed Swiss companies over 12 years. We identify quantitatively measurable characteristics of board members and test for a relationship between board member characteristics and firm performance. As a proxy for firm performance, we use the performance of the firm's stock relative to a benchmark index. The number of simultaneous board memberships appears to be negatively related to performance, possibly caused by loss of focus or excessive workload. On the other hand, the age of a board member as well as combined Chairman/CEO positions tend to affect performance positively. No significant relationship is found for duration of board membership, nationality or gender.

ZUSAMMENFASSUNG

Die Mandatstätigkeit von 95 Verwaltungsräten börsenkotierter Schweizer Firmen wird über zwölf Jahre hinweg untersucht. Ziel ist es, die Zusammenhänge zwischen verschiedenen quantifizierbaren Eigenschaften der Verwaltungsräte und der Unternehmensperformance zu erfassen, wobei diese anhand der Aktienperformance relativ zu einem Benchmarkindex gemessen wird. Dabei zeigt sich, dass eine gleichzeitige Tätigkeit in vielen Verwaltungsräten tendenziell mit einer schlechteren Performance verbunden ist, was sich möglicherweise durch Verzettelung oder zeitliche Überbelastung der Mandatsträger erklären lässt. Umgekehrt zeigt das Alter eines Verwaltungsrates einen positiven Zusammenhang mit der Performance, wie auch in der Tendenz ein Doppelmandat. Für die Verweildauer im Verwaltungsrat, Nationalität oder Geschlecht konnte kein signifikanter Zusammenhang nachgewiesen werden kann.

RÉSUMÉ

Cette étude analyse la performance de 95 conseillers d'administration d'entreprises suisses inscrites à la bourse sur une période de douze années. Le but est de révéler d'une manière empirique les relations entre les caractéristiques des

conseillers d'administration et la performance de l'entreprise mesurée par les cours. L'analyse montre que l'activité d'un conseiller dans plusieurs conseil d'administration a un effet négatif sur la performance, probablement due à un éparpillement des ressources temporaires et à une charge excessive. En même temps l'âge du conseiller et l'occupation d'un mandat double semblent avoir un effet positif. La durée du mandat dans le conseil d'administration, la nationalité et le sexe n'ont pas d'effet significatif.