

# Messung und Bewertung der Manager- Integrität

---

Gerhard Förster

(Abhandlung AH13-01)

## Inhalt

<b>Einleitung</b> .....	<b>4</b>
<b>1. Agency Kosten und Manager-Integrität</b> .....	<b>5</b>
1.1 Agency Kosten bei Jensen .....	5
1.2 Die Trennung von Eigentum und Führung der Firma .....	7
1.3 Die Rolle des ‚Market-for-Corporate-Control‘ .....	7
1.4 Die Kosten des ‚Free Cash Flow‘ .....	9
1.5 Reprivatisierung der ‚Public Corporation‘ .....	10
1.6 Versagen der internen Kontrollsysteme .....	12
1.7 Die Rolle der Aktien-Analysten .....	13
1.8 Die dunkle Seite der Anreizsysteme .....	15
1.9 Agency Kosten der Überbewertung .....	16
1.10 Die Krise der ‚Gatekeeper‘ .....	17
1.11 Integrität: Ein positives Modell .....	18
<b>2. Manager-intendierte Überbewertung und Manager-Integrität</b> .....	<b>25</b>
<b>3. Angewandte ‚Corporate Finance Theory‘</b> .....	<b>30</b>
3.1 Nutzen nicht-integeren Manager-Verhaltens .....	30
3.1.1 Management Entlohnungssysteme .....	31
3.1.2 M&A, IPO-Transaktionen .....	36
3.1.3 Refinanzierungskosten und Kapitalkosten .....	42
3.1.4 ‚Corporate Control Benefit‘ .....	46
3.2 Effizienz nicht-integeren Manager-Verhaltens .....	54
3.3 Überoptimismus als nicht-integres Manager-Verhalten .....	56
3.4 Kosten nicht-integeren Manager-Verhaltens .....	57
3.4.1 Ein ökonomisches Fraud-Modell .....	57
3.4.2 Interne Governance .....	58
3.4.3 Kontrolle durch den Kapitalmarkt .....	61
3.5 Forensische Analysen nicht-integeren Manager-Verhaltens .....	64
3.5.1 Überbewertung .....	65
3.5.2 Earnings Management .....	70

3.5.3	Überinvestition.....	74
3.5.4	'Firm Disclosure' und Überbewertung .....	77
3.6	'Exit or Voice' bei nicht-integerem Manager-Verhalten.....	84
3.6.1	Analysten Abdeckung .....	85
3.6.2	Insider Handel .....	87
3.6.3	'Short Selling' von Investoren .....	89
3.6.4	'Anti Short Selling'-Aktionen der Firmen .....	90
<b>4.</b>	<b>Angewandte 'Theory of Political Survival' .....</b>	<b>92</b>
	<b>Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>96</b>
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>100</b>

# Messung und Bewertung der Manager-Integrität

Gerhard Förster

(Abhandlung AH13-01)

## Einleitung

Enron, WorldCom und Parmalat, als die bekanntesten Beispiele, sind Synonyme für die größten Management-Betrugsfälle in der jüngsten Wirtschaftsgeschichte. Es waren Fälle des Top Management Securities Fraud. Betrug des Top Managements ist das Gegenteil der Integrität des Top Managements.

In Förster (2012a) ist die *Jensen'sche* positive ökonomische Kategorie ‚Integrität‘ als Lösung des Prinzipal-Agent-Problems und damit hoher Agency Costs von am Kapitalmarkt gelisteten Firmen, die durch angestellte Manager geführt werden, dargestellt. Transparente Manager-Integrität gegenüber dem Kapitalmarkt und gegenüber den aktuellen und potentiellen Aktionären der Firma führt zu geringeren Kapitalkosten der Firmen und zu einer höheren Effizienz des Kapitalmarktes. Die vorliegenden Überlegungen handeln von der Möglichkeit, mangelnde Integrität der Manager gegenüber ihren Prinzipalen, den aktuellen und potentiellen Aktionären, zu messen und zu bewerten, um sie für die Prinzipale der Manager, aktuelle und potentielle Aktionäre, transparent zu machen.

# 1. Agency Kosten und Manager-Integrität

## 1.1 Agency Kosten bei Jensen

*Jensen* hat als Alleinautor sowie als Coautor mit anderen Ökonomen einen wesentlichen Beitrag zur Entwicklung der Agency Cost Theory in der ökonomischen Theorie der Firma geleistet. Im Kern hat die Agency Cost Theory die Fähigkeit, aus der Sackgasse des Modigliani-Miller-Theorems herauszuführen, indem sie zeigen kann, dass auch bei effizienten Kapitalmärkten die Eigentümer-Struktur als die andere Seite der Medaille ‚Capital Structure‘ einen Einfluss auf den Wert einer Firma haben kann.

In ihrem Aufsatz „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“ zeigen *Jensen/Meckling* (1976) auf, dass das Management eine optimale Eigentümer-Struktur wählt, die die Agency Kosten bei gegebener Firmen-größe resp. Investitionsvolumen minimiert. Das Management verursacht durch opportunistisches Verhalten Agency Kosten, es verfolgt eigene Ziele und nicht ausschließlich die Ziele der Prinzipale. Da der effiziente Kapitalmarkt diese Agency Kosten bei der Emission von verbrieften Verbindlichkeiten einer Außenfinanzierung einpreist, zahlt die Firma und damit indirekt auch das Management den Preis für die Agency Kosten und hat somit einen Anreiz, diese durch die Wahl der optimalen Eigentümer-Struktur zu minimieren. Die entscheidende Botschaft der Studie ist, dass der Nutzen einer Außenfinanzierung im Vergleich zu einer Innenfinanzierung spürbar über den Agency Kosten liegen muss, nur so konnten sich im ökonomischen Evolutionsprozess die heutigen Firmen-, Finanzierungs- und Ownership-Strukturen der „Public Corporations“ (im Weiteren kurz als Kapitalgesellschaft bezeichnet, wobei gedanklich vor allem die Aktiengesellschaft gemeint ist) als in hohem Maße überlebensfähig erweisen.

Diese evolutionsökonomische Konklusion ziehen die Autoren. Danach stellen die Kapitalgesellschaften eine fantastische soziale Erfindung dar, in denen Millionen von Individuen Milliarden von Dollar, Franken, Euro, Yen etc. an persönlichem Vermögen Managern lediglich auf Basis von Verträgen, die die Rechte der Vertragsparteien regeln sollen, anvertrauen. Die starke Zunahme der Nutzung der Rechtsform der Kapitalgesellschaft und ihr immens zunehmender Marktwert legen nahe, dass bis heute Kreditoren und Investoren zumindest nicht so enttäuscht wurden, dass sie sich von dieser Unternehmensform abgewandt hätten, trotz der spürbaren Agency Kosten, die dieser Unternehmens-Rechtsform inhärent sind. Denn Agency Kosten, so die Autoren, sind so real wie alle anderen Kosten der Firma und nicht eine Frage der Auslegungsfreiheit von Rechnungslegungsvorschriften oder virtueller Opportunitätskosten. Die Höhe der Agency Kosten hängt unter anderem von den Rahmenbedingungen des Gesellschaftsrechts und der allgemeinen Rechtssysteme sowie von der Erfindungsgabe derjenigen ab, die die relevanten Verträge zwischen Management, Firma und Außen-Financiers erfinden und abschließen. Beides, Rechtssysteme sowie Perfektion und Differenziertheit der für eine moderne Kapitalgesellschaft erforderlichen Verträge, sind aber Ergebnis eines Entwicklungsprozesses, in dem es starke Anreize für die Beteiligten gibt, vor allem die Agency Kosten zu minimieren. Dies als Tautologie zu interpretieren und damit diese höchst effiziente Beziehung zwischen der Existenz von Agency Kosten und den Eigeninteressen des Managements der Kapitalgesellschaften gering zu schätzen, sollte nicht übersehen, dass in diesem Entwicklungsprozess auch andere alternative Organisationsformen zur Auswahl standen so-

wie die Möglichkeit, andere Formen des Unternehmensrechts zu erfinden, a priori nicht ausgeschlossen war. Was immer die Schwächen der Kapitalgesellschaft sind, sie hat sich im Markt gegen alle anderen Alternativen hervorragend behauptet. Soweit die gute Nachricht. Die schlechte Nachricht aber ist, dass es eine permanente und herausfordernde Aufgabe der Marktteilnehmer bleibt, die Agency Kosten der Kapitalgesellschaften zu minimieren. Wie geht das?

Die eigentliche Ursache für Agency Kosten in einer Manager-geleiteten und außenfinanzierten Public-Corporation (Kapitalgesellschaft als Aktien-Gesellschaft) ist die Trennung von Eigentum an und Führung der Firma („Ownership and Control“). In einem theoretischen Aufsatz zeigen *Fama* und *Jensen* (1983) den Nutzen einer Trennung von Eigentum an und Führung der Firma. Sie sehen den Nutzen in der Spezialisierung von Agenten, einmal für das „Decision-Management“ (Manager treffen strategische und operative Unternehmensentscheidungen) und zum Anderen für das „Risk-Bearing“ (Eigentümer tragen die Risiken der Manager-Entscheidungen). Damit steht in diesem Bild die Trennung von Decision-Management und Risk-Bearing im Vordergrund. Die Autoren zeigen durch die detaillierte Analyse des Entscheidungsprozesses auf, dass die Trennung von Decision-Management und Risk-Bearing zu einer Trennung von „initiation and implementation of decisions and ratification and monitoring of decisions“ führt. Um diese Trennung zu verstehen, muss der Entscheidungsprozess strukturiert werden. Die beiden Autoren führen dazu aus, dass in der Vergangenheit das mangelnde Verständnis für den Entscheidungsprozess der Kapitalgesellschaft in einer Ökonomie, die nur Eigentümer-Unternehmungen kennt, dazu führte, dass die Vorteilhaftigkeit der Kapitalgesellschaft lange nicht verstanden wurde. Jedoch gerade die Aufteilung der einzelnen Aufgabenschritte im Entscheidungsprozess auf die Agenten der Kapitalgesellschaft, Manager und Eigentümer, ist alleine in der Lage, die außerordentliche Überlebensfähigkeit der Rechtsform der Kapitalgesellschaft zu erklären. Grob gesprochen gibt es vier Schritte im Entscheidungsprozess:

Initiierung:	Generierung von Vorschlägen für die strategische Nutzung von verfügbaren resp. akquirierbaren Ressourcen sowie Strukturierung der damit zusammenhängenden Kontrakte.
Ratifizierung:	Wahl des Vorschlages, der implementiert werden soll.
Implementierung:	Ausführung des ratifizierten Vorschlages.
Überwachung:	Messung der Performance des für die Initiierung und Implementierung des Vorschlages verantwortlichen Agenten und Implementierung von entsprechenden Entlohnungssystemen.

In diesem Bild ist es nahezu zwingend, dass die Initiierung der Vorschläge und die Implementierung der Entscheidungen bei ein und demselben Agenten angesiedelt werden. Beide Funktionen, Initiierung und Implementierung, lassen sich unter dem Oberbegriff „Decision-Management“ zusammenfassen. Dementsprechend subsumiert der Oberbegriff „Decision-Control“ die Ratifizierung und die Überwachung. Decision-Management und Decision-Control stellen somit bei *Jensen* die Hauptkomponenten dar, mit denen der Entscheidungsprozess in einer Unternehmensorganisation beschrieben werden kann.

## 1.2 Die Trennung von Eigentum und Führung der Firma

Was nun kommt, ist fast selbstredend. Erst die Trennung von Eigentum an der Firma und Führung der Firma führt zur organisatorischen Trennung von Decision-Management und Decision-Control, und kann somit die heutigen Strukturen in Kapitalgesellschaften erklären: Management, Board resp. Aufsichtsorgane und Aktionäre. Diese Strukturen tragen dazu bei, dass der Nutzen der Spezialisierung in Decision-Management und Risk-Bearing, das auf Decision-Control basiert, hoch ist und dabei die damit verbundenen Agency Kosten minimiert sind. Die oben zitierten wissenschaftlichen Arbeiten von *Jensen* mit seinen Coautoren zeigen, dass ein Optimum für die Agency Kosten theoretisch erzielt wird. Es liegt im Interesse aller Agenten, Manager und Eigentümer.

Das Problem der theoretischen Ableitung des Modelloptimums liegt jedoch darin, dass es ein Ergebnis der Ein-Periodizität des Modells bei vollkommener Information ist (spieltheoretisch ein einfaches einmaliges Spiel). Die Einführung von Mehr-Periodizität (spieltheoretisch ein mehrmaliges Spiel ohne ersichtliches Ende) und damit mögliches Moral Hazard Verhalten der Agenten (Management, Board) sowie asymmetrischer Information in die Modelle bewirken, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass ein Optimum in Form eines Minimums an Agency Kosten – obwohl es im Mehr-Perioden-Modell zum Zeitpunkt des Abschlusses aller Verträge (CEO-Vertrag, Board Verträge, Equity/Bond-Verträge) modelltheoretisch und wegen effizienter Märkte auch praktisch erreicht werden kann - in der Zeit über viele Perioden erhalten bleibt. Vor allem die Unvollständigkeit von Verträgen führt im Zeitablauf zu einer Verschlechterung der Agency Kosten zu Lasten der Prinzipale, häufig auch ohne dass diese es konkret wahrnehmen können (asymmetrische Information). Das theoretische Modell von *Jensen* erkennt somit durchaus die Probleme der Agency Kosten der Kapitalgesellschaft, bei aller Anerkennung der hohen Effizienz dieser Gesellschaftsform. Diese theoretische Erkenntnis hoher Agency Kosten koinzidierte mit dem Aufkommen realer Agency-Probleme von am Markt operierenden Firmen. Soweit die Anfänge der *Jensen'schen* Diskussion der Theorie der Kapitalgesellschaft in den 70er Jahren.

## 1.3 Die Rolle des ‚Market-for-Corporate-Control‘

In den 70er/80er Jahren hatte sich vor allem in den USA als Antwort auf die realen Agency Kosten-Probleme, ganz im Sinne einer autopoetischen Evolutionsdynamik des Marktsystems und nicht zuletzt durch die Entwicklung neuartiger Finanzierungsmethoden (Junk Bonds), der sogenannte ‚Market-for-Corporate-Control‘ entwickelt, der vor allem in Form feindlicher Übernahmen („Hostile Takeover“) die Gemüter in Ökonomie, Business, Politik und Kapitalmarkt stark bewegte. Dieser Markt in seinen verschiedenen Formen, also nicht nur feindliche Übernahmen, sondern auch freundliche Übernahmen, Merger, Private Equity, LBO, MBO, diente verschiedenen Zielen: Abbau von Überkapazitäten, Erzielung von Synergien, Optimierung der Eigentümer- und Management-Struktur, Erzielung von Economies of Scale und Scope, Verbesserung von F&E, aber auch Ersatz eines ineffizienten Managements resp. Boards einer Firma. Interessant ist gerade der letzte Grund für eine Transaktion am Market-for-

Corporate-Control. Der Market-for-Corporate-Control als Lösungsinstrument für zu hohe Agency Kosten.

*Jensen* hat mit *Ruback* (1983) in „The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence“ eine Übersicht über die wissenschaftlichen Studien über den Market-for-Corporate-Control veröffentlicht und darin diesem Markt eine hohe Effizienz bescheinigt. Vor allem kann diesem Markt, so *Jensen/Ruback*, nicht unterstellt werden, er sei für die Käufer-Firmen nur dazu da, um Monopolrenditen zu erzielen und Marktmacht auszuüben. Auch widersprechen die Evidenzen dem populärwissenschaftlichen Tenor, dass sich die Käufer-Firmen zu Lasten der Ziel-Firmen bereicherten (Heuschrecken).

Die Autoren zeigen das Bild des Wettbewerbs von Management Teams auf. Danach ist der Market-for-Corporate-Control, gemeinhin als Takeover-Markt bezeichnet, ein Markt, auf dem alternative Management Teams um das Recht konkurrieren, die Ressourcen einer Firma zu managen. Damit wird der Takeover-Markt zu einer weiteren wichtigen Komponente des internen und externen Manager-Marktes. Dies führt zu einem Paradigmen-Wechsel in der Interpretation der Wertschöpfung von Takeover: In der traditionellen Sicht sind es Financiers und aktive Investoren, die alleine oder in Zusammenarbeit die Kontrolle über eine Firma am Aktienmarkt kaufen, und Manager anheuern resp. entlassen, um eine effizientere Ressourcen-Nutzung der Firma zu erreichen. Im Bild der konkurrierenden Management Teams dagegen sind diese Teams die treibende Kraft im Market-for-Corporate-Control, während die Financiers darin eine eher passive wenn auch sehr wichtige Rolle spielen. Arbitrageure und Takeover-Spezialisten agieren darin als Informations- resp. Finanz-Intermediäre und unterstützen die Transaktionen durch ihre Fähigkeit, die unterschiedlichen Preisangebote der verschiedenen Teams, einschließlich des eingesessenen Management Teams der Firma, zu bewerten und/oder die Transaktion zu finanzieren und damit das Risiko während der Transaktion zu tragen. Die Aktionäre der Firma weisen keine besondere Loyalität gegenüber dem eingesessenen Management auf; sie entscheiden sich nur für den höchsten Wert, den die Management Teams am Market-for-Corporate-Control ihnen anbieten, und wenn die Transaktion für sie nur darin besteht, dass sie ihre Anteile zu dem Höchstwert an anonyme Arbitrageure oder Takeover-Spezialisten verkaufen. Aus dieser Sicht begrenzt der Wettbewerb der Management Teams die Möglichkeiten des eingesessenen Managements, von der Verpflichtung der Maximierung des Vermögens seiner Aktionäre deutlich abzuweichen, und eröffnet einen Mechanismus, alle Chancen der Erzielung von Economies of Scale und anderer Synergie-Effekte durch eine Neuorganisation der Art und Weise, wie die Ressourcen der Firma genutzt werden, wahrzunehmen. Der Market-for-Corporate-Control löst das Problem hoher Agency Kosten für den Fall, dass das Management nicht willens und in der Lage ist, seinen Auftrag, den Wert der Firma für die Aktionäre, seine Prinzipale, zu maximieren.

Der Market-for-Corporate-Control ist auch effizient im Sinne der Theorie effizienter Märkte, so die Autoren. Die Information, dass das beste Management Team den Wettbewerb gewinnt und die Effizienz der Firma optimiert, geht sofort in die Preisfindung beim Takeover ein. Damit aber gewinnen die Aktionäre des Ziel-Unternehmens (‚Target Firm‘) die zukünftige Effizienzprämie. Dies ist aber die Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Market-for-Corporate-Control als Management-Team-Markt, damit die Transaktion aus Sicht der Aktionäre des Ziel-Unternehmens auch interessant ist und zustande kommen kann. Dies bedeutet, dass die Effizienzgewinne durch



die Übernahme in den Kaufpreis der Ziel-Firma eingehen und somit den Aktionären der Ziel-Firma zugutekommen. Bezogen auf den Übernahme-Grund „Ersatz eines ineffizienten Managements resp. Reduktion zu hoher Agency Kosten“ heißt dies, dass die Aktionäre der Ziel-Firma durch den Kaufpreis die Effizienzerhöhung resp. Agency Kosten Reduktion als Net Present Value erhalten. Die Übernahme löst somit das Agency Problem der Management-Ineffizienz für die Prinzipale der Firma mit den hohen Agency Kosten.

Damit zeigt sich der Market-for-Corporate-Control als effiziente Lösung des Prinzipal-Agent Problems und damit überhöhter Agency Kosten in Kapitalgesellschaften. Ineffizientes Management bedeutet ineffiziente Firmen-Performance, was zu einer Unterbewertung der Firma führt. Das Management-Team, das die Übernahme durchführt, kennt den wahren höheren Wert der Firma, kauft die Firma zu dem unterbewerteten Preis, zahlt eine Prämie an die Aktionäre der Ziel-Firma und erhöht die Effizienz des Managements und der gesamten Firma. Durch einen späteren Verkauf der Firma zu einem nun höheren Preis, bedingt durch die höhere Effizienz, erzielen die Übernehmer und deren Financiers den Gewinn der Transaktion.

#### 1.4 Die Kosten des ‚Free Cash Flow‘

In einer Serie von Artikeln entwickelte *Jensen* (1986, 1987, 1988) die ökonomische Kategorie des sogenannten ‚Free-Cash-Flow‘, die zum festen Bestandteil der ökonomischen Corporate Finance Theorie wurde. Damit erweiterte er die Kategorie hoher Agency Kosten „unfähiges Management und damit zu geringer Wert der Firma“ um die Kategorie „Fehlallokation des Free-Cash-Flow“. Die Grundidee dabei ist, dass es einen Konflikt zwischen dem Management und den Shareholdern darüber gibt, ob der Free-Cash-Flow an die Aktionäre ausgeschüttet werden soll oder nicht. Die Interessen des Managements sind dabei, durch einen hohen Free-Cash-Flow die Größe der Firma möglichst hoch zu halten (Machtfülle als Funktion der Firmen-Größe), für zukünftige Investitionen nicht auf den Kapitalmarkt zur Finanzierung angewiesen zu sein (Vermeidung der Überwachungs-Funktion des Kapitalmarktes bei der Frage nach der Finanzierung von Investitionen), billige Refinanzierung (Investitionsentscheidung mit niedrigeren Kapitalkosten) und völlige Freiheit in der Verwendung der Mittel zu haben (z.B. im sogenannten Empire-Building). Die Interessen der Aktionäre sind dagegen, selbst über die Verwendung der freien Mittel entscheiden zu können, das Management bei Finanzierungs-Entscheidungen enger zu führen sowie eine effizientere Allokation der freien Mittel in anderer Verwendung als vom Management vorgesehen zu erzielen inkl. besserer Risikodiversifikation.

Das Problem des Free-Cash-Flow hatte sich vor allem in den USA in den 80er Jahren verschärft in reifen Industrien gezeigt, die hohe Margen am Markt erzielen konnten, aber gleichzeitig nachfragebedingt unter geringen Wachstums- und Investitionsmöglichkeiten litten. Anstatt den Free-Cash-Flow an die Shareholder auszuschütten und u.U. auch Firmenteile zu desinvestieren, hatten diese Firmen als Reaktion auf die mangelnden Wachstumschancen Free-Cash-Flow angesammelt und in Diversifikationen investiert. Häufig nutzten diese Firmen den Free-Cash-Flow auch für umfangreiche Firmenkäufe. Dabei zahlten die Firmen meist einen überhöhten Preis. *Jensen* skizzierte darauf aufbauend das Bild der sogenannten ‚Takeover-Waves‘, die durch einen hohen Free-Cash-Flow motiviert waren. Die Folge von Free-Cash-Flow

war eine auf eine gute Firmenperformance folgende Reduktion der Firmenperformance, da die Free-Cash-Flow-Investitionsentscheidungen meist ineffizient waren.

Als Heilmittel gegen den Missbrauch von Free-Cash-Flow sah *Jensen* eine Übernahme der Firma durch sogenannte Raider, deren hohe Schulden-Finanzierung (Finanzierung des Kaufpreises durch Junk Bonds) durch die Firma selbst zu tragen sei. Dadurch konnten Raider auch mit begrenzten Finanzierungs-Möglichkeiten große Transaktionen durchführen. *Jensen* sah in der hohen Schulden-Quote der Firma nach der Übernahme durch Raider eine effiziente Möglichkeit, einen hohen Free-Cash-Flow abzubauen resp. gar nicht mehr entstehen zu lassen.

Somit sah *Jensen* auch im Kontext hoher Agency Kosten durch Missbrauch des Free-Cash-Flow im Market-for-Corporate-Control ein effizientes Mittel, um überhöhte Agency Kosten einer Kapitalgesellschaft spürbar zu reduzieren. Aber schon zu dieser Zeit in den 80er Jahre musste *Jensen* konstatieren, dass der Market-for-Corporate-Control unter zunehmenden aufsichtsrechtlichen und politischen Restriktionen in den USA litt, was dazu führen musste, dass dieser Markt einen Großteil seiner Effizienz verlor. Wenn aber der Market-for-Corporate-Control seine Funktionsfähigkeit einbüßte, so mussten die Agency Kosten der Public Corporations spürbar steigen. Was aber wären dann die geeigneten marktkonformen Gegenmittel, um das bis dato höchst effiziente Modell der Kapitalgesellschaft zu retten?

Es ist sicherlich für die Gedankenführung in diesem Essay wertvoll, *Jensen* zuzuhören, wenn er die Bekämpfung des Market-for-Corporate-Control durch verschiedene Gesellschaftsgruppen und Institutionen in den USA beklagt. Zwar bringt er, *Jensen*, dadurch etwas Verständnis für die Kritik am Market-for-Corporate-Control auf, wenn er feststellt, dass ungeachtet der hohen Vorteile dieses Marktes für Aktionäre, Kapitalmarkt, Firmen und Gesellschaft als Ganzes dieser Markt viel Unbequemlichkeiten für die Top-Level Manager der Firmen verursachen kann. Derart verunsicherte Manager aber übten einen ungeheuren Druck auf die verschiedenen Gesetzgebungsebenen eines Landes, hier der USA, aus, Restriktionen diesem Markt aufzuerlegen, was aber die Funktionsweise dieses Marktes entscheidend beeinträchtigte. Eine Fülle von neuen Gesetzen zur Beschränkung der Handlungsfreiheit der Teilnehmer auf diesem Markt wurde in den Jahren 1985, 1986 und 1987 eingeführt. Fast deprimiert stellte *Jensen* fest, dass es eben auch mit dem demokratischen System zusammen hängt, dass derartige politische Entscheidungen nur getroffen werden, um die Interessen der Top Manager und anderer Gruppen, die u.U. Verlierer der Funktionsweise und Effizienz des Market-for-Corporate-Control sein könnten, zu schützen, ohne darauf Rücksicht zu nehmen, dass dadurch die Public Corporation als effiziente Organisationsform erheblich geschwächt wird, nicht zuletzt durch Reduktion ihrer Effizienz und Erhöhung der Agency Kosten.

### 1.5 Reprivatisierung der ‚Public Corporation‘

*Jensen*, so könnte man fast vermuten, ging nach der Enttäuschung über die nachlassende Effizienz des Market-for-Corporate-Control als Lösung für das Problem zu hoher Agency Kosten auf die Suche nach besseren marktkonformen Lösungen und wurde prinzipiell fündig. Wenn schon der Market-for-Corporate-Control als Lösung des Problems der Agency Kosten der Public Corporation ausfällt und damit die Agency Kosten kontraproduktiv hoch werden, muss die Public Corporation eben vom

Markt verschwinden, eine logische Konsequenz im Bild der evolutorischen Entwicklung optimaler Firmenstrukturen. In seinem Artikel von 1989, „Eclipse of Public Corporation“ kommt *Jensen* auch tatsächlich zu dem theoretisch zwingenden und empirisch zu beobachtenden Phänomen, dass die Public Corporation vom Markt zu verschwinden droht. Provozierend prognostiziert er, dass bis zum Jahre 2003 die letzten Aktien von Kapitalgesellschaften am offenen Markt gehandelt würden, sollte der in dieser Zeit herrschende Trend der Privatisierung der Firmen anhalten.

*Jensen* beobachtete in dieser Phase die Hochzeit der ‚Wall Street Smart Guys‘ (KKR und Andere), die Firmen übernahmen, die Transaktion mit Junk Bonds der Ziel-Firma finanzierten und die Firma als Privat Corporation führten. *Jensen* sah darin angesichts des Versagens des Market-for-Corporate-Control gewissermaßen die Ersatzlösung des Agency Problems der Public Corporations. Es musste eine neue Lösung her für den Konflikt zwischen Manager und Eigentümer der Firma. Der Grundgedanke dabei war, dass die Privatisierung der Firma aus dem Dilemma der Trennung von Ownership und Management herausführt. In der Private Corporation führt der Eigentümer die Firma, die Interessen des Eigentümers sind darin auch die Interessen des Managements. Agency Kosten sind dabei nahe Null.

Ob allerdings die Privatisierung vor allem durch LBO (Leveraged Buy Out) die langfristige Lösung des Agency Kosten-Dilemmas für alle Firmen einer Volkswirtschaft darstellte, war sich *Jensen* selbst auch unsicher. Vor allem die Frage der maximalen vs optimalen Betriebsgröße, die Private Corporations annehmen können, um erfolgreich am Markt zu bestehen, stellte sich dabei als offene Frage dar bei aller Euphorie über die erstaunliche Leistungsfähigkeit privater Organisationsformen, die *Jensen* den von ihm bezeichneten LBO-Partnerschaften zuerkannte. Somit endete die Privatisierungs-Argumentation von *Jensen* in einer Sackgasse bzw. widersprach seinen früheren Aussagen zur hohen Effizienz der Public Corporation. Die Kapitalgesellschaft, so sein früheres Bild, nutzt doch gerade die Trennung von Eigentum und Führung, um vor allem das Risk Bearing auf eine breitere Basis zu stellen, was bedeutet, dass die Public Corporation viel größer werden kann als eine Private Corporation. Würden nun alle Public Corporations zu Private Corporations, müssten diese Firmen sich auf die optimale Größe der Private Corporations reduzieren. Tun sie das nicht, weil sie nur als weitaus größere Firmen auf ihren Märkten bestehen können, werden sie entweder sehr ineffizient, da die Spezialisierung im Entscheidungsprozess fehlt, oder sie entwickeln ähnliche Strukturen zwischen Owner und Manager, was hohe Agency Kosten auch in Private Corporations einführen würde. Es wäre nichts gewonnen, im Gegenteil: Es würde die Chance vertan, dass der Market-for-Corporate-Control eine Gegenwirkung gegen zu hohe Agency Kosten entwickelt, da es keinen Market-for-Corporate-Control für Private Corporations gibt. Das Ergebnis wäre also nicht besser als die Public Corporations, u.U. sogar schlechter. Heute wissen wir, dass im Jahre 2003 die Public Corporations nicht verschwanden und wir uns nach wie vor mit deren Agency Kosten beschäftigen müssen, was glücklicherweise den Anlass für den vorliegenden Essay gibt. Die Privatisierung löst das Agency Kosten Problem weder grundsätzlich theoretisch noch praktisch. Heute weiß man, dass Going Private z.B. durch Private Equity Investoren situationsbedingt sehr effizient und wertschöpfend sein kann und häufig auch ist. Man weiß aber auch, dass dadurch die klassische Kapitalgesellschaft als Public Corporation nicht obsolet wird.

## 1.6 Versagen der internen Kontrollsysteme

In einem weiteren Artikel von 1993, „The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems“, kritisierte *Jensen* die internen Kontroll-Systeme der Public Corporations. *Jensen* erkannte damals einen langfristigen Trend in den Industrien der westlichen Industriestaaten. Technischer Fortschritt sowie die Verlagerung von Produktionskapazitäten in Entwicklungsländer resp. frühere kommunistische Länder führten zu Überkapazitäten in den westlichen Industrienationen. Die Firmen und ihre Führung mussten ihre Kapazitäten an die neuen Strukturen anpassen und einen Exit aus bestimmten Produktionskapazitäten veranlassen. Dies bedeutete aber für die Firmen und deren Führung nach langer Zeit permanenten Wachstums, die Geschäfts- und Führungsphilosophie auf Reduktion und Schrumpfung umzustellen.

*Jensen* stellt das damalige Problem entsprechend drastisch dar. Danach war das Exit-Problem vor allem für Firmen gravierend, die über lange Zeitperioden hohes Wachstum, eine starke Marktposition und hohe Cash Flows resp. Profits erfahren hatten. Die Kultur der Firmen und die Mentalität der Manager machte es Firmen in diesen Situationen extrem schwer, sich rechtzeitig anzupassen, so dass mit der Zeit das Problem für die Firma schwierig zu lösen wenn nicht gar unlösbar wurde. Fundamental konnte eine Asymmetrie zwischen einer Wachstumsphase und einer Schrumpfungsphase im Lebenszyklus einer Firma konstatiert werden. Alle Beteiligten hatten viel zu wenig darüber nachgedacht, wie man eine Schrumpfungsphase organisieren resp. wie man eine Wachstumsphase so gestalten konnte, dass sie nicht die Saat der Schrumpfung in sich tragen musste. In einer Industrie mit Überkapazitäten nach der anderen waren die Manager nicht in der Lage zu erkennen, dass sie selbst und ihre Firma schrumpfen mussten; stattdessen überließen sie den Exit den anderen Firmen, während sie selbst noch weiter investierten. Wenn sich aber alle Firmen so verhielten, würde der erforderliche Kapazitätsabbau der betroffenen Industrien immer weiter hinausgeschoben mit substantiellen realen Ressourcen-Kosten für die Gesellschaft.

Zwar konstatierte *Jensen* dem Market-for-Corporate-Control eine wichtige Funktion, den Exit zu organisieren, wenn das Management dazu nicht in der Lage war. Er musste aber auch feststellen, dass sich nun in verstärktem Maße rächte, dass dem Market-for-Corporate-Control enge politische Restriktionen auferlegt wurden. Damit fiel dieser Mechanismus als breiter Lösungsansatz aus. Demzufolge ging *Jensen* auf die Frage ein, ob nicht das interne Kontroll-System dafür verantwortlich sein müsste, den Exit rechtzeitig zu organisieren. Plötzlich stand nicht mehr nur das Management der Firma sondern auch der Board als Agent des Prinzipals im Fokus der Frage nach den Agency Kosten. Das Ergebnis war: Der Board füllt seine Rolle im Decision-Control-Bereich nur unzureichend aus. *Jensen* zählte eine Reihe von Aspekten auf, die die Effizienz des Boards und seine Fähigkeit ausmachen, die Exit-Rolle als Decision-Controller einzunehmen:

- Die Kultur des Board Culture, wonach Höflichkeit und Liebenswürdigkeit vor Wahrheit und Offenheit im Boardroom geht.
- Informationsprobleme beschränken die Effektivität der Board Member.
- Gesetzliche Verpflichtungen führen dazu, dass die Minimierung der Risiken vor der Maximierung der Werte steht.

- Mangel darin, dass Outside Board Member substantiell Equity Ownership an der Firma erwerben und dies auch halten.
- Zu große Boards.
- CEO als Chairman des Board.

Man sieht daran, dass es *Jensen* nicht nur um die Decision-Monitoring-Funktion sondern auch um die Decision-Ratification-Funktion des Boards ging, so wie er es 1983 forderte. Er erkannte, dass der Board in den real existierenden Public Corporations seine Arbeit nicht machte resp. nicht machen konnte. Seine Forderung, der Market-for-Corporate-Control sollte diese Rolle spielen, ging aber auch ins Leere, da dieser Markt zunehmend engen Restriktionen unterworfen war.

*Zwischenergebnis:* Die Public Corporation weist Agency Kosten auf. Moral Hazard, unvollständige Verträge und asymmetrische Information bewirken, dass die Agency Kosten über das theoretisch mögliche Optimum praktisch hinausgehen. Der Market-for-Corporate-Control als perfekte Lösung wird von der Klasse der Top Manager nahezu zerstört. Auch den Board neutralisieren die Top Manager in seiner Überwachungsfunktion nahezu. Damit aber wird in den Public Corporations ein sehr selbstgefälliges Management frei in der Wahrung seiner eigenen Interessen auf Kosten der Prinzipale, seiner Eigentümer. Die Agency Kosten sind somit praktisch nicht optimal im Sinne der Theorie der Separation of Ownership and Control resp. der Trennung von Decision-Management und Decision-Control. Die Public Corporation hat soweit betrachtet einen Konstruktionsfehler, den die Prinzipale speziell und die Gesellschaft generell teuer bezahlen müssen. Diese Sicht musste auch *Jensen* gegen Ende der 80er resp. zu Beginn der 90er Jahre haben. Was muss *Jensen* gelitten haben angesichts dieser deprimierenden Erkenntnis und der Beobachtung in den 90er Jahre, dass der Kapitalmarkt nicht zuletzt durch Deregulierungen und den technischen Fortschritt zu einer ungeheuer gewachsenen Bedeutung gekommen war. Statt das Totenglöckchen der Public Corporation zu läuten, musste deren Wiedergeburt gefeiert werden. Wie aber würde das langfristig gut gehen, wenn die Korrekturmechanismen des Marktes gegen zu hohe Agency Kosten nicht mehr funktionierten? Vermutlich lähmte dies nicht die Suche von *Jensen* nach Lösungen, sondern es stachelte ihn wahrscheinlich zusätzlich an.

## 1.7 Die Rolle der Aktien-Analysten

In den 90er Jahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends lenkte deshalb *Jensen* seinen Aufmerksamkeitsschwerpunkt auf eine Gruppe von Kapitalmarktakteuren, die anders als die LBO-Deal-Stars, wie KKR, nicht selbst aktiv in das Geschehen eingriffen, die aber durch ihre Tätigkeit einen nicht unbeträchtlichen Einfluss auf die Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer ausübten. Es ist die Rede von den Aktien-Analysten. Aus Sicht von *Jensen* könnte man dies folgendermaßen charakterisieren: Wenn schon Market-for-Corporate-Control, Privatisierung der Public Corporations und interne Kontroll-Systeme darin versagten, das Management einer Kapitalgesellschaft dazu zu bringen, die Interessen seiner Prinzipale zu verfolgen und die Agency Kosten zu minimieren, dann ist danach zu fragen, ob nicht unabhängige Analysten durch ihre kritische Analyse der Firmen und deren Management dazu beitragen könnten, die Agency Kosten zu optimieren.

In seinem Artikel als Coautor mit *Fuller* (*Fuller/Jensen*, 2002), „Just say no to Wall Street“, ging *Jensen* der Frage der Rolle der Analysten nach. *Jensen* wurde in dieser Frage geleitet von den in dieser Zeit zu beobachtenden hohen Bewertungen vor allem technologischer Aktien, wie Dot.com-Firmen aber auch Telekom-Firmen, die in Einzelfällen zu ungeheuren Betrugsfällen führten, wie z.B. Enron. Anstatt dass die Analysten in ihren Empfehlungen das wahre Bild der Firma kommunizierten, um so den Markt dazu zu bringen, die Firma entsprechend ihres intrinsischen Wertes zu bewerten, brachten die Analysten durch ihr Verhalten den Markt geradezu dazu, die Firma nachhaltig falsch und damit zu hoch zu bewerten, mit allen negativen Folgen, so das Bild der Autoren.

*Jensen* spricht darin vom sogenannten ‚Expectations-Game‘, wonach die Firmen durch ihre Informationspolitik die Erwartungshaltung der Analysten beeinflussen. Diese wiederum setzen in ihren Earnings Forecasts und den Target Prices die Anforderungen an das Wachstum der Firma in der Zukunft hoch an, nicht zuletzt auch auf Basis der Informationen, die sie von den Firmen und deren Management erhalten. Der Kapitalmarkt bewertet die hohen Zukunftserwartungen, die die Analysten formulieren, mit steigenden Kursen. Kommt es dann in der Berichtssaison zur Frage, ob die Firmen die hohen Earnings Forecast erfüllen können, so stellt sich den Firmen und dessen Management die Frage, bei Versäumen der Erreichung der Earnings Forecasts deutliche Kurseinbußen bei den Aktien der Firma hinnehmen zu müssen oder durch andere Maßnahmen (z.B. durch das sogenannte Earnings Management) die Earnings Forecasts gerade resp. leicht über zu erfüllen, um dadurch das Aktienkursniveau zu halten oder sogar noch zu verbessern.

*Jensen* lässt es offen, ob die Analysten aus Eigeninteressen dieses Spiel des Earnings and Expectations Managements forcieren oder ob es in der Hand des Managements liegt, ob dieser Teufelskreis aus überhöhten Earnings Forecasts und deren Erfüllung durch Earnings Management durchbrochen werden kann. Aus seinen Empfehlungen über den Umgang des Managements mit der Wall Street lässt sich jedoch ableiten, dass die Verantwortung letztendlich beim Management liegt, da nur es die wahre Situation der Firma am besten kennt. Der Umkehrschluss daraus aber muss sein, dass die Analysten nicht die Rolle des allmächtigen externen Überwachers übernehmen können, der aus eigener Kraft und auf Basis eigenen Vermögens dazu in der Lage ist, das Management zu zügeln und, nachdem der Market-for-Corporate-Control, ‚Eclipse of Public Corporations‘ und interne Kontrollmechanismen versagt haben, die Agency Kosten der Public Corporation zu optimieren.

Damit fallen neben Market-for-Corporate-Control, Privatisierung durch LBO/MBO und internen Kontroll-Mechanismen auch die Analysten als Problemlöser aus, die Agency Kosten der Kapitalgesellschaften zu optimieren. Bleibt einzig und allein die Frage nach den Anreizen für das Management übrig, um das Agency Kosten Problem zu lösen. Dies wurde in dieser Zeit aus den gemachten Erfahrungen zum Common Sense in Wissenschaft und Praxis. Folgerichtig hat es darauf hin vor allem in den USA im letzten Jahrzehnt eine starke Entwicklung im Bereich der internen Anreiz-Systeme für das Management gegeben, aus der Erkenntnis heraus, dass dem Problem der hohen Agency Kosten auch dadurch beizukommen sei, dass man die internen Manager-Anreiz-Systeme entsprechend gestaltet.

## 1.8 Die dunkle Seite der Anreizsysteme

In zwei Artikeln (*Jensen, 2003; Jensen, 2004*) beschäftigte sich *Jensen* deshalb mit den Firmen-internen Anreiz-Systemen. Im 2003-Artikel zeigt *Jensen*, dass der Anreiz zu „lügen“ nicht in der Psychologie der Personen sondern im System der Anreize liegt. Nicht-lineare Anreiz-Systeme zwingen das Management, die Wahrheit nicht zu sagen. Nicht-lineare Anreiz-Systeme führen dazu, dass hohe Risiken eingegangen werden, da die Entlohnung nach unten fix sei, und dass bei hoher Budgetüberschreitung die Performance in die Zukunft gestreckt wird, quasi als Reserveposition für schlechtere Zeiten, oder dass die Anstrengungen zu weiterer Performanceerhöhung gänzlich unterlassen werden. In beiden Fällen führt das Anreiz-System nicht dazu, dass das Management den Wert der Firma im Auftrag der Prinzipale maximiert. Selbst in der Zwischenzone führt das System dazu, die Performance der Firma fälschlicherweise als zu hoch auszuweisen, um den Erfolgsbestandteil der Manager-Entlohnung zu erhöhen.

Im Artikel von 2004 gehen *Jensen/Murphy (2004)* sehr tief auf die Ökonomie der Entlohnungssysteme von Kapitalgesellschaften ein. Ihre Analyse der Ineffizienz der bestehenden Entlohnungssysteme für die Manager kommt zu dem Schluss, dass diese nicht der Wertmaximierung dienen, wobei hier Firmenwert nicht identisch ist mit kurzfristigem Aktienkurs der Firma. Sie gehen sogar noch einen Schritt weiter und postulieren, dass die Systeme dazu dienten, wertzzerstörende Entscheidungen zu treffen. Eine Fülle von Verbesserungen, so vor allem Linearität der Entlohnungssysteme, werden von den Autoren vorgeschlagen. Aber selbst auf Basis dieser Verbesserungen kommen die Autoren zu dem Schluss, dass es nicht möglich sei, Anreiz-Systeme zu entwerfen, die die Interessen des Managements deckungsgleich machten mit den Interessen der Prinzipale. Die Verbesserungen könnten im besten Fall dazu beitragen, dass die Fehlanreize des Systems möglichst minimiert und der Schaden falscher Anreiz-Systeme möglichst gering gehalten werden können. Rund werden die Vorschläge der Autoren aber erst mit ihrem Vorschlag der sogenannten Strategic-Value-Accountability. Die Verantwortung für den strategischen Wert der Firma muss übertragen und kontrolliert werden. Dies zeigt sich im Vorschlag R-36 der Autoren:

„R-36. The remuneration committee should take the lead in seeing that Strategic Value Accountability is clearly assigned to those who have the unique combination of business judgment, financial knowledge, wisdom, and willingness to take on the critical task of managing the interface between the operating organization and the capital markets so as to create value.

Let us be clear that the assignment of the decision rights for managing relations with the capital markets is much more than simply talking to investors and institutions to assess their interests, opinions, desires and advice. It goes to the core of what it means to direct the organization so that choices are made that will maximize the chance of competitive success and the efficient use of society's scarce resources (human, capital, technological and material) entrusted to the organization. Remuneration committees must confront these issues. The committee must see to it that this talent and capacity is recruited into the organization and retained. They must see to it that those who have accepted the Strategic Value Accountability task are held to the value consequences even when they turn out poorly.” (S. 86)

Damit stoßen die Autoren eine Tür auf in der Frage der Agency Kosten, die weg führt von rein mechanistischen Modellen der Anreiz-Systeme zu Fragen der Integrität des Managements und des Boards. Anreiz-Systeme sind meist falsch konzipiert und fallen als Lösung für das Agency Kosten Problem aus, so die Autoren. Aber selbst optimale Anreiz-Systeme stellen keine hinreichende Bedingung dar, dass die Agency Kosten optimal sind. Integrität des Managements und des Boards treten somit erstmals als ökonomische Kategorie bei *Jensen* in Erscheinung, ohne die eine Lösung des Agency Problems nicht möglich ist. Anreiz-Systeme stellen somit eine Ergänzung aber keinen Ersatz für Integrität aber auch nicht für externe Lösungsansätze dar, wie Market-for-Corporate-Control, Privatisierung und Monitoring durch Analysten.

## 1.9 Agency Kosten der Überbewertung

Die Bedeutung der Integrität von Management und Board wird nach *Jensen* (2004a, 2004b) besonders in den Fällen höchst relevant, in denen eine Firma stark überbewertet ist. Zeitlich kongruent mit der Dot.Com-Blase an den westlichen Aktienmärkten lenkte *Jensen* sein Augenmerk auf die Frage der Überbewertung der gelisteten Kapitalgesellschaften. Die ‚Agency Costs of Overvalued Equity‘ bestanden danach darin, dass keine der oben diskutierten Instrumente, die Agency Kosten zu optimieren, wie Market-for-Corporate-Control, Going Private, interne Kontrollmechanismen oder Analysten, im Falle der Überbewertung auch nur theoretisch dazu in der Lage sei. Alle bisher bekannten Instrumente versagten schon theoretisch, von ihrer praktischen absoluten Ineffizienz ganz zu schweigen. Dies war ein niederschmetterndes Ergebnis, stimmte aber mit den Erfahrungen des letzten Jahrzehnts überein und kann auch für die derzeitige Krise, die ihren Anfang in der US-Subprime-Krise, also Überbewertung, nahm, als Erklärungsansatz herangezogen werden.

Aufhänger für *Jensen*, die Frage nach der Überbewertung ins Zentrum seiner Überlegungen zu stellen, war seine Feststellung, dass Corporate Finance und Corporate Governance angesichts des Desasters um Enron, WorldCom und Xerox aus seiner Sicht damals in einem jämmerlichen Zustand waren. Sowohl die Theorie als auch die Praxis von Corporate Finance und Corporate Governance waren nicht in der Lage, die Entwicklungen dieser und anderer Firmen frühzeitig zu erkennen, geschweige denn marktkonforme Maßnahmen zu induzieren, diese Desaster zu vermeiden oder in ihrer Wirkung deutlich zu reduzieren.

*Jensen* sah in den fehlerhaften Anreiz-Systemen, wie sie oben beschrieben sind, eine der wesentlichen Ursachen der Überbewertung, verstärkt durch das Spiel zwischen Management und Analysten. Ehrliche Manager sind gefangen in einem Entlohnungs-System, das sie Schritt für Schritt von der Wahrheit über den wahren Wert der Firma entfernt, „that honest people can, little by little, be led to make decisions that at some point cross the border between legitimate management decisions in the grey areas of accounting and outright fraud.“ (2004b, S. 551) Hat die Überbewertung erst einmal begonnen, so *Jensen*, ist es im Rahmen der bestehenden Kontroll-Systeme und Anreiz-Systeme nahezu unmöglich, diesen Prozess der Überbewertung zu stoppen, geschweige denn umzukehren. Die Maßnahmen des Managements, den Anschein der hohen und steigenden Bewertung zu wahren, aber führen am Ende zur Zerstörung des Wertes der Assets. *Jensen* charakterisierte diesen Prozess als ‚Managerial Heroin‘: Am Beginn fühlen sich Alle mit der Überbewertung sehr wohl. Der



Board sieht keinen Grund, gegen das Management einzuschreiten. Der Kapitalmarkt und mit ihm die Analysten sehen sich in ihren Erwartungen bestätigt und vermeiden kritische Kommentare. Das Management ist mit sich im Reinen, denn seine Aufgabe ist es, den Wert für den Prinzipal zu maximieren, und zudem profitiert das Management durch eine an der Aktien-Performance orientierte Bezahlung massiv von der Überbewertung. Auch erlaubt eine sehr günstige Finanzierung am Markt interessante Investitionsmöglichkeiten bis hin zu umfangreichen Takeovers (Aktie als Currency). Der Market-for-Corporate-Control kann nicht eingreifen, unabhängig von der Frage, ob er die Überbewertung erkennt, da die Firma als Target eines Takeovers viel zu teuer sei. Man kann keinen Profit erzielen, indem man eine Firma überteuert kauft und anschließend zum fairen aber niedrigeren Preis verkauft.

Doch mit der Feststellung, dass es keine Lösungsansätze am Markt gibt, die Überbewertung zu verhindern, war die Geschichte in der Darstellung von *Jensen* noch nicht zu Ende. Das Drama der Überbewertung begann nun erst. Es ist der Prozess der Korrektur der Überbewertung. Das Management steht zu Beginn der Korrektur vor der schier unlösbaren Aufgabe, mittels der Firmen-Performance die hohe Bewertung der Firma zu rechtfertigen. *Jensen* beschreibt es so: „I have advised clients that they are highly unlikely to win this game. They did not believe me. Once one gets drawn into the overvaluation game, it is a matter of pure luck if one ever gets back in balance. In the end, it is not whether you are going to lose the game, but when you are going to lose it, and then the costs are enormous. Reputations will be lost and people will begin receiving serious prison sentences.“ (2004b, S. 553)

#### 1.10 Die Krise der ‚Gatekeeper‘

Dieser Firmen-interne Aspekt des Problems, vor dem das Management steht, wird jedoch durch einen immens wichtigen Firmen-externen Aspekt verstärkt. Es geht um die Rolle der Gatekeeper bei der Überbewertung der Firmen. *Jensen* beschreibt es so: „Investment Banken missbrauchen das Vertrauen ihrer Trading-Kunden (Brokerage-Kunden), indem sie ihre Analysten anleiten, die Aktien ihrer Investment Banking-Kunden oder von Firmen, die sie als Investment Banking Kunden gerne hätten, anzupreisen. Investment Banken drohen mit Herabstufungen von Aktien durch ihre Analysten, wenn sich diese Firmen weigerten, Kunde der Investment Bank zu werden oder zu bleiben. Die Boom-Jahre am Aktienmarkt, so *Jensen*, hatten dieses Verhalten nicht transparenter werden lassen, um es aufzudecken. Und gerade die Analysten, die die Aktien gegenüber den „naiven“ Investoren so hoch gelobt hätten, hatten in privaten Gesprächen und Kommunikation dieselben Aktien sehr kritisch gesehen: Ein absoluter Mangel an Integrität des Systems. Warum ist das geschehen? fragt *Jensen*. Seine Antwort: Es ging um gewaltige Summen im Investment Banking. So hat z.B. Enron 1998 bis 2000 über \$125 Million an Investment Banking Fees an die Wall Street Firmen bezahlt. Diese Summen sind enorm und anscheinend ausreichend, um das System zu korrumpieren. Aber nicht nur Investment Banken sondern auch Anwaltskanzleien, Commercial Banken und Auditors erlagen der Versuchung, ihre Reputation für Praktiken zu nutzen, um kurzfristige Profite aus der Überbewertung von Firmen zu erzielen. (2004b, S. 553)

Die Agency Kosten der überbewerteten Firmen waren enorm. Die Firmen nahmen zu viel Kapital auf, das sie nicht in der Lage waren, effizient zu allozieren. Fehlinvestitionen und Verschwendung waren die Folge. Anstatt Werte mit diesem Kapital zu

schaffen, wurden Werte zerstört. Fungierten die überbewerteten Aktien dieser Firmen an irgendeiner Stelle im Finanzsystem als Deckung für die Aufnahme von Schulden resp. Finanzierungen, standen diese Schuldtitel nun auch unter Abwertungsdruck. „And when that excessive valuation diminishes and we begin to see the result of this reflected in our debt structure, we find we are not able to manage the debt. That is what a lot of organizations are faced with now.“ (2004b, S. 555) Die Zerstörung von Werten in der überbewerteten Firma führte somit auch zur Zerstörung von Werten in anderen Teilen der Wirtschaft, weil mit der Überbewertung eine Fülle von strategischen Fehlentscheidungen die Folge war, ganz im Sinne der Rolle der Preisinformation im *Hayek'schen* Preissystem.

*Jensen* musste in seinen Überlegungen die Frage, wie dem Agency Kosten Problem beizukommen sei, weitgehend offen lassen. Er ging sogar soweit, fast kleinlaut konstatieren zu müssen, dass er noch nie in seinem Wissenschaftler-Leben für ein Problem keine Lösung habe finden können. Für das Agency Problem der Überbewertung dagegen habe er keine Lösung parat und er fordere somit seine Wissenschaftskollegen in der ganzen Welt auf, über Lösungen nachzudenken. Diesen Hilferuf versah er mit einer hohen Dringlichkeitsstufe, da er erkannte, dass die Agency Kosten, die im Falle der Überbewertung entstehen, deutlich größer zu sein schienen als die Agency Kosten im Falle der Under-Performance des Managements und damit der Under-Valuation der Firma. Einen möglichen Ansatz allerdings erwähnte *Jensen* (Working Paper) selbst, Integrität von Management und Board.

Market-for-Corporate-Control, Privatisierungen, interne Kontroll-Mechanismen, Monitoring durch den Kapitalmarkt sowie Anreize für das Management und den Board sind wichtige Mechanismen zur Begrenzung der Agency Kosten der Kapitalgesellschaften. Hinreichend sind diese Instrumente jedoch erst durch eine hohe Integrität von Management und Board. Dieses theoretisch von *Jensen* abgeleitete Ergebnis ist unmittelbar höchst einleuchtend. Es wird aber auch ganz besonders deutlich angesichts der Schäden der geplatzten Dot.com-Blase, der Schäden durch die großen Fraud-Fälle, wie Enron, WorldCom, Parmalat und anderer Firmen, sowie der gigantischen Schäden durch die geplatzten Real Estate Blasen in vielen Ländern, die durch die Subprime-Krise in den USA ausgelöst wurden. In allen Fällen haben die Firmen-internen Governance-Systeme und die externen Kontroll-Mechanismen der Märkte versagt. Obwohl *Jensen* an verschiedenen Stellen einer verbesserten Regulation und deutlich schärferen Gesetzen eine positive Wirksamkeit unterstellt, reichten sie seiner Ansicht nach nicht aus, nicht zuletzt auch deshalb, weil sie teilweise falsch konzipiert seien und somit die Sache unter Umständen nur noch schlimmer machten. Es ist auch die große Krise der Gatekeeper (Underwriter, Equity Analysten, Rating Agenturen, Auditor etc.), die am Ende fast ausnahmslos versagt haben. Es gibt somit keinen Ersatz für die Integrität von Management und Board als Agenten der Prinzipale, um die hohen Agency Kosten der Kapitalgesellschaft zu heilen und deren hohe Wertschöpfung zum Nutzen Aller zu erhalten.

### 1.11 Integrität: Ein positives Modell

*Jensen* hat zusammen mit *Erhard* und *Zaffron* in einem Artikel 2009 das Thema Integrität in einem positiven Modell unter Einbeziehung von Moral, Ethik und Legalität dargestellt. Zitat: „We present a positive model of integrity that, as we distinguish and define integrity, provides powerful access to increased performance for individuals,

groups, organizations, and societies.“ (Abstract) Um das Konzept der Integrität zu verstehen, soll dieser Aufsatz hier cursorisch wiedergegeben werden.

*Jensen* definiert positive Integrität nach der Definition bei *Webster's New World Dictionary*:

- Es geht darum, eine Qualität resp. einen Zustand der Vollständigkeit, der Ganzheit, der Gesamtheit und der ungebrochenen Bedingung zu erreichen.
- Es geht darum, eine Qualität resp. einen Zustand der Nicht-Beeinträchtigung, der Folgerichtigkeit und der fehlerlosen Bedingung zu erreichen.

Ein Individuum ist dann vollständig (,complete') und ganzheitlich (,whole'), wenn sein Wort vollständig und ganzheitlich ist, und sein Wort ist dann vollständig und ganzheitlich, wenn das Individuum sein Wort ehrt. Individuen können ihr Wort in zweifacher Weise ehren: Erstens, indem sie ihr Wort halten zu dem Zeitpunkt, zu dem sie es versprochen haben; Zweitens, sobald sie erkennen, dass sie ihr Wort nicht halten können, informieren sie Alle, die es angeht, darüber und beseitigen alle Schäden, die sie in deren Leben dadurch anrichten. Verhält sich ein Individuum in der Form, ehrt es sein Wort, auch wenn es sein Wort nicht hält, und behält so seine Integrität.

Sein Wort ehren, beinhaltet somit zwei Bedingungen, die logisch mit „und“ verknüpft sind:

- Man muss sein Wort halten und zwar zu dem versprochenen Zeitpunkt.

Und wenn man sein Wort nicht halten kann:

- Sobald man erkennt, dass man sein Wort zum versprochenen Zeitpunkt nicht halten kann, muss man Jedem, der davon betroffen ist, mitteilen,
  - a. dass man sein Wort nicht halten kann, und
  - b. dass man aber sein Wort in Zukunft halten wird, zu einem versprochenen Zeitpunkt, oder dass man sein Wort auf keinen Fall mehr halten kann, und
  - c. was man tun wird, um alle materiellen und immateriellen Schäden zu beseitigen, die dadurch entstanden sind, dass man sein Wort nicht gehalten hat, und somit zwar sein Wort nicht gehalten, aber sein Wort geehrt hat.

Was aber ist das Wort des integren Wirtschaftssubjektes? Die Autoren definieren das „Wort“ eher weit, nicht zuletzt, um den Wert der Integrität nicht ohne Not zu schwächen.

Wort-1: **Was man sagt**: Darin enthalten ist auch eine Aufforderung von Dritten, etwas zu tun, dem man nicht widersprochen hat.

Wort-2: **Was man weiß**: Es ist allgemein bekannt, was man zu tun hat, und man hat dem nicht widersprochen.

Wort-3: **Was erwartet wird**: Es wird erwartet, dass man es tut, und man hat dem nicht widersprochen.

Wort-4: **Was man als Faktum behauptet, glaubt oder ausschließt**: Zwar kann man nicht direkt für das Eintreten des Faktums verantwortlich gemacht werden, wenn es aber wichtig für das Wort ist, dann muss man die sichere resp. mögliche Existenz des Faktums in das Wort einbeziehen.

Wort-5: **Wofür steht man:** Als Ergänzung zum expliziten Wort, um den Wert und Inhalt des Wortes verdeutlichen zu können.

Wort-6: **Moral, Ethik und legale Standards:** Implizit im Wort enthalten, wenn nicht ausdrücklich ausgeschlossen.

Gibt man sein Wort, entsteht eine neue Beziehung resp. ein neuer Aspekt einer bestehenden Beziehung. Entscheidend dabei ist, dass Reziprozität der Integrität keine Bedingung für Integrität einer Person ist. Eine Person kann ihr Wort gegenüber einer anderen Person geben und damit eine hohe Integrität besitzen, auch wenn die andere Person nicht integer ist, ihr Wort also nicht vollständig („complete“) und ganzheitlich („whole“) ist. Dies entlässt die integere Person auch nicht von ihrer Verpflichtung, ihr Wort zu halten oder zu ehren. Einzige Konsequenz einer asymmetrischen Integrität in einer Beziehung ist, dass der Wert der Beziehung darunter leidet.

*Jensen* und seine Mitautoren trennen Integrität einerseits und Moral, Ethik sowie Legalität andererseits sehr streng voneinander. Integrität ist eine positive Kategorie wie Technologie, Kapital etc., deren Existenz (viel oder wenig) festgestellt werden kann und die eine erkennbare Wirkung auf ökonomische Größen (Performance) hat. Moral, Ethik und Legalität dagegen sind normative Kategorien, die ebenfalls kausale Wirkungen zeigen können, die aber normativ zu bewerten sind (gut oder schlecht).

**Moral:** Soziale Tugenden in einer gegebenen Gesellschaft (Society) einer gewissen Ära, die als generell akzeptierte Standards erwünschten resp. unerwünschten Verhaltens in dieser Society angesehen werden.

**Ethik:** Gruppen-orientierte Tugenden in einer gegebenen Gruppe, die als generell akzeptierte Standards erwünschten resp. unerwünschten Verhaltens in dieser Gruppe angesehen werden, wobei Fragen der Disziplinierung von Gruppenmitglieder oder des Ausschlusses aus der Gruppe darin enthalten sind.

**Legalität:** Staatliche Regeln eines Rechtsraumes resp. Staates, die vom Staat in Form eines Systems von Gesetzen und Regeln definiert und mittels des Machtmonopols des Staates durchgesetzt werden können.

Verbindet man diese normativen Tugenden mit der positiven „Tugend“ Integrität, ist unmittelbar einleuchtend, dass in Wort-6 Moral, Ethik und Legalität implizit im Wort der integren Person enthalten sein müssen. Sie sind der moralische Kompass, der für Personen in einer Beziehung - Beide in der gleichen Society, Gruppe und Rechtsraum - gleich sein muss, damit das Wort auf beiden Seiten der Beziehung die gleiche Bedeutung hat.

Die entscheidende Botschaft des Konzeptes der Integrität ist, dass Integrität die Performance einer Person, einer Gruppe, einer Organisation, einer Firma oder eines Systems spürbar erhöhen kann. *Jensen* beschreibt diesen Zusammenhang heuristisch mit „Without Integrity Nothing Works“. Dabei stellen die Autoren eine sogenannte Kaskade von Integrity-Workability-Performance auf.

Nimmt man das Bild des Wortes, das complete und whole sein müsse, wörtlich, so zeigt *Jensen* am Beispiel eines Rades, was er unter Workability versteht. Ein intaktes Rad kann vielseitig eingesetzt werden und ist darin sehr effizient. Fehlen dem Rad einige Speichen, dann ist es nicht mehr complete und whole und seine Workability

leidet darunter bis hin zur völligen Funktionsuntüchtigkeit. Ganz analog zu diesem Beispiel ist auch die Workability einer Beziehung zwischen zwei Personen zu sehen. Je besser die Workability ist, desto produktiver und effizienter ist diese Beziehung, ihre Performance ist hoch, wie man auch immer Performance definiert. Dieses Argument wird mächtiger, wenn man von der Integrität von Objekten, Gruppen und Systemen spricht.

Das logische Argument lautet somit:

- Weil maximale Workability eine notwendige (keine hinreichende) Bedingung für eine maximale Performance ist, und
- weil Integrität eine notwendige und hinreichende Bedingung für eine maximale Workability ist,
- folgt, dass Integrität eine notwendige (keine hinreichende) Bedingung für eine maximale Performance ist, und
- es folgt, dass wenn die Integrität sinkt, auch die Opportunität für Performance sinkt.

Es gilt somit: Wenn die Integrität sinkt, sinkt ceteris paribus die Performance. Integrität ist somit ein Produktionsfaktor, dem alle anderen Produktionsfaktoren, die einen Beitrag zur Performance leisten, hinzuaddiert werden können. Dies impliziert, dass fehlende Integrität nicht durch andere Produktionsfaktoren substituiert werden kann. Integrität schafft Opportunitäten für Performance. Fehlt Integrität, dann fehlen Opportunitäten für Performance. Die Performance kann somit nur auf Basis der verbleibenden Opportunitäten erreicht werden.

Dies impliziert aber auch, dass Integrität ein kategorialer Produktionsfaktor ist, der einen Switch eines Produktionssystems verursacht. Dies erklärt auch, dass das von den Autoren zitierte Beispiel von IBM über eine Performanceverbesserung auf Basis von Integrität von 500% spricht.

Integrität bezieht sich nicht nur auf Einzelpersonen sondern auch auf Personengruppen und Organisationen, wie z.B. Firmen. Für Gruppen und Organisationen gelten die gleichen Bedingungen der Integrität. Meist gibt es Sprecher einer Gruppe oder einer Organisation. Diese können ihr Wort im Namen der Gruppe und der Organisation geben. Auch das Verhalten, also Aktion ist gleich Wort, der Gruppe und der Organisation ist entsprechend zu interpretieren. Bei Firmen denkt man zuerst an den CEO resp. den Vorstandssprecher. Aber auch alle anderen Verantwortungsträger können ihr Wort im Namen der Firma geben, je nach ihrer Verantwortung. Im Verhältnis angestellter Manager einer Kapitalgesellschaft gegenüber seinen Aktionären als Prinzipale ist Integrität von übergroßer Bedeutung, wie *Jensen* in einer Reihe von Aufsätzen gezeigt hat. Hier kommt die „Strategic Accountability“ hinzu. Sie besagt, dass das Wort eine hohe Bedeutung und Relevanz sowie eine hohe Nachhaltigkeit aufweisen muss. Integer in Kleinigkeiten aber nicht-integer in den wichtigen Dingen des Lebens, der Organisation oder der Firma entspricht nicht der Philosophie des Integritäts-Konzeptes der Autoren.

Integrität gilt auch in Bezug auf Objekte und Systeme. Das Rad als Beispiel eines integeren Objektes leuchtet unmittelbar ein. Diesen Gedanken kann man aber weiter führen und kommt so zu Fällen, die den hohen Wert der Integrität verdeutlichen. Die versprochene Wirkung von Medikamenten und vor allem ihre versprochene Freiheit gefährlicher Wirkungen sowie das Wort der Firma hinter dem Medikament zeigen die

Workability des Produktes und die Konsequenzen, wenn die Firma ihr Wort nicht halten kann. Bei Medikamenten ist es naheliegend, was aber gilt z.B. bei Finanzprodukten? Die Frage, was das Wort der Firma und der Produkte ist, ist nicht einfach und hat höchste Relevanz bezüglich der tatsächlichen Integrität.

Dieser Gedanke, dass Integrität bei Objekten nicht trivial ist, gilt in verstärktem Maße bei der Integrität von Systemen. Weiter gedacht kann es sich hier um die Frage nach der Integrität z.B. des Finanzsystems resp. der Finanzregulation oder z.B. von Telekommunikationssystemen aber auch Rechtssystemen handeln. Integrität von Systemen bezieht sich auf Komponenten und die Funktions-Beziehungen zwischen Komponenten. Auch steht die Frage der Integrität des Designs eines Systems sowie die Integrität der Art und Weise, wie das System genutzt wird, im Fokus. So z.B. ist eine Nutzung eines Systems zu anderen Zwecken als denjenigen, für die es entworfen und implementiert wurde, nicht integer. Nicht-integere Systeme haben demnach eine geringe Workability und damit eine geringe Performance. Machen Systeme einen bedeutenden Teil eines größeren übergeordneten Wirtschaftssystems aus, kann eine Nicht-Integrität eines Subsystems, wie z.B. des Finanzsystems, zu einer Beeinträchtigung der Performance des Gesamtsystems führen.

Damit zeigt sich: Integrität oder Nicht-Integrität zeichnet Personen, Gruppen von Personen, Organisationen, Objekte und Systeme aus. Damit weisen Personen, Gruppen von Personen, Organisationen, Objekte und Systeme eine hohe oder eine geringe Workability und damit eine hohe oder geringe Performance auf. Implizit in der Integrität enthalten sind Commitments zu Moral einer Society, Ethik einer Gruppe und Legalität eines Rechtsraums, was das sogenannte „gaming the system“ ausschließt. Integrität verlangt in Beziehungen keine Reziprozität, reziproke Integrität jedoch erhöht die Performance einer Beziehung. Vor allem erlaubt es nicht die Anwendung der „golden rule“, wonach die Nicht-Integrität des Anderen einen selbst von der Pflicht der Ehrung des eigenen Wortes entbindet. Nicht zuletzt durch die Einbindung der normativen Tugenden der Moral, der Ethik und der Legalität in das Wort der Integrität wird Integrität zu einer autonomen intrinsischen Entscheidung der integeren Person. Damit stellt sich die Frage, wie die Entscheidung für oder gegen Integrität abläuft und aussieht.

*Jensen* und seine Mitautoren diskutieren sehr breit den sogenannten ‚Veil of Invisibility‘. Der Schleier der Unsichtbarkeit, angelehnt an den *Rawl'schen* ‚Veil of Ignorance‘ (Schleier der Unwissenheit), zeigt auf, warum es das sogenannte ‚Integrity-Performance-Paradox‘ gibt. Dieses Paradoxon besagt, dass Nicht-Integrität meist deshalb von Personen gewählt wird, weil diese der Meinung sind, dass Integrität nur Kosten verursacht, also Performance kostet. Die Theorie der Integrität dagegen behauptet, dass gerade der Verzicht auf Integrität Performance kostet. In der ökonomischen Evolutionstheorie sei somit nur schwer zu erklären, warum so viele Personen auf Integrität aus Performancegründen verzichten und damit auf Performance verzichten, ein Paradoxon.

*Jensen* erklärt eben dies mit dem Schleier der Unsichtbarkeit der Integrität, der Kosten der Nicht-Integrität und der hohen Performance der Integrität. Zitat: „We believe that the lack of scientific understanding of the impact of integrity on performance and the absence of research quantifying it is a product of the ‚veil of invisibility‘ that obscures the relationship between integrity and performance. This veil of invisibility results in what we call the Integrity-Performance-Paradox: People and organizations

while committed to performance, systematically sacrifice integrity in the name of increasing performance and thereby reduce performance.“ (S. 77f)

Es gibt Gründe, warum der Schleier der Unsichtbarkeit nicht gelüftet wird:

1. Integrität wird als normative Tugend angesehen statt als positive notwendige Bedingung für eine hohe Performance.
2. Verzerrte Selbst-Wahrnehmung bezüglich der eigenen Nicht-Integrität, wonach dies dazu führt, die hohen Performance-Reserven einer hohen Integrität nicht erkennen zu können.
3. Integrität heißt, das eigene Wort zu halten. Da dies nicht in jedem Fall möglich ist und dies auch erkannt wird, kann man sein Wort nicht geben.
4. Angst davor, als Jemand erkannt zu werden, der sein Wort nicht halten kann.
5. Integrität wird nicht als Produktionsfaktor gesehen, sondern eher normativ als ‚nice to have it‘, ein Luxusgut sozusagen.
6. Es wird keine Kosten-Nutzen-Analyse über ‚Giving One’s Word‘ gemacht. Dann könnte man erkennen, wie hoch der Wert der Integrität ist.
7. Es wird aber dann, wenn man sein Wort nicht halten kann, eine Kosten-Nutzen-Analyse darüber gemacht, ob man sein Wort ehren will, also für die Schäden aufkommt, die denjenigen entstanden sind, die darauf vertraut haben, dass man sein Wort ehrt.

Wie kann der Schleier der Unsichtbarkeit gelüftet werden?

- Integrität muss als Bestandteil der Wirtschaftstheorie einen gebührenden Platz in der Theorie und der wissenschaftlichen Ausbildung an den wissenschaftlichen Einrichtungen einnehmen. In der konkreten Entscheidungssituation, sein Wort zu geben und zu ehren, muss eine Kosten-Nutzen-Analyse darüber angestellt werden, in der auch die konkrete Ausgestaltung des „Wortes“ von Personen, Gruppen von Personen, Organisationen, Objekten und Systemen zu entscheiden ist. Damit ist es nicht eine Frage über Integrität oder Nicht-Integrität, sondern über die effiziente Ausgestaltung des Produktions-Faktors Integrität, zumal Integrität u.U. auch Investitionen in den Produktions-Faktor Integrität verlangt.
- Nicht zu vernachlässigen ist eine asymmetrische Form der Reziprozität von Integrität. Danach kann eine Partei mit hoher Integrität die Nicht-Integrität der Gegenpartei transparent machen. Der dadurch ausgelöste normative Druck kann den Prozess der Kosten-Nutzen-Analyse der Integrität in der nicht-integren Partei anstoßen, zumal die integere Partei bei Kontraktalternativen ihre Verhandlungsmacht dazu einsetzen kann. Diese Transparenz der Nicht-Integrität von Marktparteien kann auch durch neutrale Research-Analysten hergestellt werden.

Schlussfolgerungen: Integrität ist ein Produktionsfaktor, der extrem produktiv ist und der durchaus mit geringen Mitteln zum Einsatz gebracht werden kann. Er unterliegt keiner natürlichen Knappheit, sondern steht, wenn erkannt, unbeschränkt Jedem zur Verfügung. Unabdingbar ist, dass Personen, Gruppen von Personen und Organisationen sowie Objekte integer sind und in Systemen arbeiten, deren Design und Nutzung integer sind. Nicht-Integrität ist nicht vernachlässigbar, wie die Finanzkrise zeigt, die Billionen Euro Finanz-Kapital und über 10 Millionen Arbeitsplätze (Human-Kapital) vernichtet hat. Der Maßstab der Integrität an Personen, Gruppen von Perso-

nen, Organisationen, Objekte und Systeme ist oben definiert. Konsequenzen von Integrität resp. Nicht-Integrität sind stringent und eindeutig.



## 2. Manager-intendierte Überbewertung und Manager-Integrität

Integrität als positiver Produktionsfaktor wie Technologie, Kapital, Arbeit u.a. ist Ergebnis bewussten oder unbewussten „Produzierens“, während Moral und Ethik als normative Charaktereigenschaften von Individuen Ergebnis der Charakterbildung ist. Damit wäre Integrität erkennbar an dem Produktionsprozess des Managements zur Schaffung von Integrität, was für Moral und Ethik so nicht erkennbar wäre. Gemeinsam ist allen drei Kategorien aber, dass man aus dem Ergebnis des Handelns auf das Vorhandensein der Kategorien schließen kann, vor allem aus dem Unterlassen bestimmter Handlungsoptionen. Zwei Aspekte sind dabei von Bedeutung:

- 1) Gerade Letzteres gibt einen wichtigen Ansatzpunkt. Das Unterlassen bestimmter Handlungsoptionen kann im Sinne strategischer Selbstbeschränkungen interpretiert werden. Hier soll Bezug genommen werden auf die Freiheitsdiskussion des Liberalismus i.w.S. von v. *Hayek* und *Popper*. Das Paradoxon der Freiheit sagt, dass Freiheit erst durch die Beschränkung der Freiheit entsteht. Auch die normative Institutionenökonomik nach *Pies* (1993) kennt diesen Gedanken, wonach erst durch die Beschränkung der Handlungsoptionen der Individuen, nicht zuletzt durch Institutionen, sich neue Handlungsoptionen ergeben, die Chancen zu weiteren Produktions- und damit Wohlfahrtssteigerungen eröffnen.
- 2) Was ist das „Wort“ des angestellten Managers gegenüber seinen Prinzipalen, den aktuellen und potentiellen Aktionären der Firma? Der explizite Vertrag des Managers mit dem Board und der implizite Vertrag (Aktienrecht in Deutschland) mit den aktuellen und potentiellen Aktionären setzt dem Manager neben anderen Zielgrößen vor allem die Maximierung des Shareholder-Values als Ziel. Dies schließt Stakeholder-Value-Berücksichtigung nicht aus, ist aber Gegenstand der Integrität der Firma resp. der Manager gegenüber den Stakeholdern (siehe *Förster*, 2012c).

„Shareholder-Value Maximierung“ kann nicht das „Wort“ der Integrität der Manager gegenüber den Prinzipalen sein, da Niemand diesen Wert auch nur annäherungsweise kennt, so dass das „Wort“ weder gehalten noch geehrt werden kann. Die Prinzipale und der Kapitalmarkt können jedoch periodisch beurteilen und abwägen, ob das Management dem Ziel nachhaltig so nah wie unter den herrschenden Umständen möglich ist. Genau diese Abwägung findet auch realiter statt.

Voraussetzung für diese Abwägung ist jedoch, dass der Aktienkurs der Firma nachhaltig dem „wahren“ Wert der Firma entspricht resp. diesem nachhaltig nahe kommt. Eine massive Fehlbewertung der Firma am Kapitalmarkt lässt eine Bewertung der vertraglich festgelegten Leistungserbringung des Managements nicht zu. Da das Management am Besten den „wahren“ Wert der Firma kennt, ist es auch in der Lage, alles zu tun resp. zu unterlassen, was den Kurs der Firma nachhaltig massiv vom „wahren“ Wert der Firma abweichen lässt. Das ist das „Wort“ der Integrität der Manager gegenüber den Prinzipalen. Dabei wird massive nachhaltige Unterbewertung vom Marktmechanismus selbst korrigiert, massive nachhaltige Überbewertung dagegen nicht, wie *Jensen* (2004a, 2004b, Working Paper) eindrucksvoll zeigt.

Nimmt man diese beiden Aspekte in die Frage, wie man Manager-Integrität erkennen kann, dann zeigen sich mehrere Linien der weiteren Suche nach Indikatoren der Integrität: i) Was tut das Management zur strategischen Selbstbeschränkung (im Sinne von Unterwerfung unter strenger Kontrolle, z.B. „Odysseus am Mast gebunden“), ii) was unterlässt das Management, was der Integrität widersprechen würde (z.B. Earnings Management), iii) sind die Ergebnisse des Handelns des Managements konsistent mit Integrität (Jensen'sche Überbewertung), iv) vermeidet das Management alles, was die Anreize zur Integrität deutlich schädigt (im Sinne von „Führe uns nicht in Versuchung“, z.B. ‚high stock based executive compensation‘), v) gibt es Charaktereigenschaften, die Integrität nahezu ausschließen (z.B. Hybris des Managements)? Dies zeigt ein wichtiges Prinzip der Integritäts-Messung: Integrität kann man nicht direkt messen, wegen des Schleiers der Unsichtbarkeit. Man kann sie nur indirekt erkennen und messen. Damit ergeben sich Klassen von möglichen indirekten Indikatoren:

1. Auferlegte Selbstbeschränkungen (Governance)
2. Unterlassung von Handlungen („Earnings Management“, Überinvestitionen)
3. Vermeidung entsprechender Ergebnisse (Überbewertung)
4. Vermeidung von Versuchungen („Executive Compensation“)
5. Charaktereigenschaften („overly optimistic CEO“)

Um diese abstrakten Begriffe etwas mehr mit Leben zu füllen, soll gefragt werden: Gibt es Phänomene im Management-Verhalten, die empirisch beobachtbar, theoretisch/empirisch erklärbar und damit modellhaft prognostizierbar sind, und die entweder eine hohe Integrität ausmachen oder genau das Gegenteil von Integrität sind? Wenn man nämlich Integrität nicht beobachten kann wegen des Veil of Invisibility, so kann man u.U. das Gegenteil von Integrität beobachten und die Indikatoren dafür benutzen. Top Management Fraud, wie die Fälle Enron, WorldCom, Parmalat etc., ist das genaue Gegenteil von Management Integrität. Die ökonomische Literatur hat diese Fälle untersucht und daraus theoretisch empirische Erklärungs- und Prognosemodelle entwickelt. Daraus ließe sich ein Fraud-inverses Modell nutzen. Auch wenn das Verhalten nicht den Tatbestand von Fraud aus juristischer Sicht erfüllt, so gibt es auch Verhalten, das ökonomisch zum gleichen Ergebnis führt, einer ‚Manager-intended Over-Valuation‘ durch Vorspiegelung von Geschäftsstrategien, die eine hohe Bewertung suggerieren, die aber auf Vortäuschung beruhen („Fake“). Auch dieses Täuschungsverhalten wäre ein massiver Gegensatz zur Manager-Integrität. Auch diese Modelle interessieren, quasi Fake-inverse Modelle. Der Manager-Integrität widerspricht auch ein ‚excessively over-optimistic/ confident/ egocentric/ ambitious/ narcissistic‘ Verhalten, damit würden man quasi ein over-optimistic-inverses Modell suchen. Sowohl Fraud, Fake als auch over-optimistic Management implizieren Manager-intended Over-Valuation, was mit Manio bezeichnet werden soll. In diesen Manio-inversen Modellen müssen die 5 oben angesprochenen Indikator-Klassen wieder zu finden sein.

Die Grundidee ist, die Integrität der Firmen und deren Management an der Messlatte der Manio-inversen Modelle zu messen. Die Distanz zu Fraud, Fake und Überoptimismus, was hochgradig der Integrität widerspricht, gibt den Grad der Integrität wieder. Damit liegt ein umfangreiches Programm des Aufbaus von theoretisch empirischen Modellen zur Erklärung und Prognose von Anti-Integritäts-Indikatoren vor. Es ist Manio, also Management-intended Over-Valuation des Stock Prices der Firma,

entweder durch Management Fraud, durch Management Vortäuschung einer wert-haltigen Geschäftsstrategie oder durch over-optimistic Management.

Man kann das Manio-Modell differenzieren nach Kosten/Nutzen-Indikatoren sowie nach forensischen Spuren, die Management Fraud, Management Fake resp. over-optimistic Management hinterlassen (siehe dazu Wang (2005)). Das Management wird ‚intentional incorrect‘ den Stock Price der Firma über den „wahren“ Wert der Firma dann hinaus treiben (durch Fraud oder Fake), wenn es einen Nutzen davon hat. Der Nutzen liegt einmal darin, dass das Management dadurch seinen Job behal-ten kann, und andererseits die Firma oder das Management direkt pekuniäre Vorteile erzielen können, was da sind ‚Executive Compensation‘, ‚Refinancing Costs‘ und ‚Terms of Trade‘ bei Exit/Entry Entscheidungen, wie z.B. M&A. Die Kosten von Manio liegen vor allem in der Frage, wie das Management die internen und externen Kon-trollmechanismen beherrscht, um Fraud oder Fake zu betreiben. Hier geht es vor allem um die interne Governance und die Kontrollfunktion des Kapitalmarktes inkl. Auditor. Beim Nutzen muss quasi im Sinne der Theorie der komparativen Kostenvor-teile gefragt werden, ob das Management nicht effizientere Wege finden kann, um seinen Benefit zu erhöhen, oder anders gefragt, ob Manio überhaupt realisierbar ist und die erhoffte Wirkung zeigt. Ist dies nicht der Fall, wird im Kontext des Kosten-/Nutzenkalküls Manio unterbleiben, da es bessere Transaktionen für das Manage-ment gibt. ‚Intentional incorrect overvaluation‘ durch das Management ist dann wirk-sam, wenn die Performance der Firma schlecht ist, schlecht geworden ist oder der Markt die Firma ohne Zutun des Managements überbewertet hat und das Manage-ment ganz im Sinne der *Jensen’schen* Überbewertungs-Theorie nur versuchen kann, die Überbewertung aufrecht zu erhalten. In allen anderen Fällen ist es für das Ma-nagement sinnvoller, seinen Effort im Management der Firma zu forcieren, um eine hohe Bewertung der Firma am Markt durch superiore Strategien, Geschäftspolitiken etc. zu erreichen, also ‚intentional correct high valuation‘. Der zweite Aspekt der Ma-nio Effizienz liegt in der Frage, ob der Markt sich in einem Hype befindet, also die Firma sowieso hoch bewertet, so dass das Management gar nichts ‚intentional incor-rect‘ unternehmen muss, oder ob der Markt in einer tiefen Depression ist, so dass auch alle Versuche des Managements, durch ‚intentional incorrect‘-Maßnahmen eine Höherbewertung durchzusetzen, nichts helfen, da der Markt sich durch nichts zu ei-ner Höherbewertung verleiten lässt. In allen anderen Fällen, kein Hype oder keine Depression, können ‚intentional incorrect‘-Maßnahmen, z.B. Earnings Management, zu einer ‚intentional incorrect over-valuation‘ führen, da der Markt sich davon in die Irre leiten lässt, so dass das Management seine Ziele der Überbewertung damit er-reichen kann. In diesen Fällen ist Manio effizient und wird durchgeführt, wenn das Kosten/Nutzen-Kalkül für das Management positiv ausfällt. Manio wird nicht durchge-führt, wenn das Kosten/Nutzen-Kalkül negativ und die Effizienz von Manio zu gering ist.

Neben dem Kosten/Nutzen/Effizienz-Kalkül des Managements sind mögliche Spuren von ‚intentional incorrect‘-Maßnahmen des Managements zu suchen. Hier ist zu un-terscheiden zwischen Fraud im Rahmen von massivem Earnings Management, Fake als massives Over-Investment und over-optimistic Management. In allen drei Berei-chen liefert die theoretisch empirische Literatur Ansatzpunkte, um Indikatoren zu de-finieren und Thresholds zu ermitteln, die helfen können. Bleibt zum Abschluss eine direkte Spur, quasi auf frischer Tat ertappt, nämlich die Feststellung einer tatsächli-chen Überbewertung. Auch hier liefert die theoretisch empirische Literatur Ansatz-

punkt, um zumindest Indikatoren zu nutzen, die einen Hinweis wenn auch keinen Beweis für eine mögliche Überbewertung liefern können.

Entscheidend ist, dass die stärkste Indikation für Manio dann gegeben ist, wenn der Nutzen für Manio hoch ist, die Kosten gering sind, Manio sehr effizient ist, Spuren für Fraud, Fake resp. over-optimistic Manager erkennbar sind und eine tatsächliche Überbewertung besteht.

Die Integritäts-Indikatoren werden invers zum Manio Modell aufgezeigt. Während aber bei Manio die einzelnen Indikatoren Mindestwerte haben müssen, damit die Wahrscheinlichkeit für eine tatsächliche Überbewertung in der Prognose hoch ist, ist die Mindestbefüllung der Indikatoren bei der Integrität nicht erforderlich. Dies wird damit argumentiert, dass ein Management mit hoher Integrität alles dafür tut, dass alle Indikatoren einen hohen Integritätsstand signalisieren. Selbst ein einziger Indikator im kritischen Bereich zeigt, dass die Integrität des Managements mit Fragezeichen zu versehen ist. Integrität ist somit kein Ergebnis eines Kosten/Nutzen-Kalküls wie Manio, sondern ist eine Frage der bewusst einzuhaltenden Prinzipien, und zwar aller Prinzipien. Dies entspricht ja auch den Ausführungen von *Jensen* und seinen Coautoren zur Integrität und zum darauf angewandten Kosten/Nutzen-Kalkül. Diese unterschiedliche Behandlung von Manio und Integrität ist somit konsistent zur Integritäts-Theorie von *Jensen*. Fehlen bei Manio einzelne Indikatoren, die für eine hohe Wahrscheinlichkeit von Manio erforderlich sind, dann heißt dies, dass die Firma im Moment kein Manio betreibt, dass aber sofort bei Erfüllung der Mindestwerte des noch fehlenden Indikators Manio prognostiziert werden kann. Bei Integrität ist es ein Alles oder Nichts. Integrität heißt, dass alle Indikatoren „gut“ sind. Damit werden hohe Anforderungen an die Integrität des Managements gestellt, was aber auch bedeutet, dass das Integritäts-Rating einen hohen konservativen Informationsgehalt hat.

Zusammenfassend gilt: Die Idee ist, Integrität zu messen und zu bewerten, und zwar methodisch so, dass sie auch von außerhalb der Firma gemessen und bewertet werden kann. Integrität ist nicht direkt beobachtbar, man kann aber versuchen, die Fälle zu messen, in denen es an Integrität definitiv fehlt. Gelingt dies, dann kann der Kapitalmarkt und mit ihm auch seine Gatekeeper das Management einer Firma danach beurteilen, ob es den Produktionsfaktor einer hohen Integrität, neben allen anderen Produktionsfaktoren, die erkennbar und bewertbar sind, gibt, der dafür sorgt, dass das Management sich nur für den strategischen Wert der Firma verantwortlich fühlt, und sein „Wort“ gibt, dass es Alles dafür tut und Alles dagegen unterlässt, dass der Aktienkurs möglichst nahe am „wahren“ Wert der Firma liegt, als Bestandteil der positiven ökonomischen Kategorie Integrität. Dieses „Wort“ ist notwendige Bedingung, damit im Vertrag zwischen Manager und Board das Ziel der nachhaltigen Shareholder Value Maximierung operationalisierbar ist. Die Firmen, die neben guten Produktionsfaktoren auch eine hohe Manager-Integrität aufweisen, werden hoch am Markt bewertet, und zwar nicht langfristig, wenn der Strategic Value in der Bilanz steht, sondern zu dem Zeitpunkt, an dem die Integrität ermittelt, bewertet und dem Kapitalmarkt bekannt ist. Damit kann das Management z.B. auf Grund einer Stock Based Executive Compensation auch unmittelbar einen persönlichen Nutzen aus einer eigenen hohen Integrität ziehen. Firmen mit einer hohen Bewertung aber einer geringen Integrität des Managements werden dagegen abgewertet. Man erkennt, dass hier ein Lösungsansatz für hohe Agency Kosten im Allgemeinen und vor allem für sehr hohe Agency Kosten der Überbewertung im Besonderen verfügbar erscheint.

In Bezug auf die Einschränkung auf Manio bedeutet dies, dass die Integrität dann besonders hoch ist, wenn die Indikatoren keinen Hinweis auf Manio geben und vice versa. Wenn es also Erklärungs- und Prognose-Indikatoren für Manio gibt, die messbar sind, bevorzugt auch von außerhalb der Firma, und die auch vom Management erkennbar und beeinflussbar sind, gibt es Integritäts-Indikatoren mit Bezug auf Manager-intended Overvaluation (Manio). Dass die Indikatoren vom Management beeinflussbar sind, liegt dabei auf der Hand, da ja Manager-intended Overvaluation, also vom Manager gewollte und intendierte Überbewertung, gemessen wird.

In Förster (2012a) wird gezeigt, dass eine dem Kapitalmarkt transparente Integrität des Managements einer am Kapitalmarkt gelisteten Firma dazu führt, dass die Kapitalkosten dieser Firma c.p. spürbar geringer sind als die Kapitalkosten von Firmen, deren Manager-Integrität gegenüber den Prinzipalen entweder nicht transparent oder transparent inferior ist. Darin liegt also am Ende der Wert der „Messung und Bewertung der Manager-Integrität“.

### 3. Angewandte ‚Corporate Finance Theory‘

In diesem Kapitel des Essays geht es darum, theoretisch empirische Methoden und Modelle der ökonomischen Literatur zu beschreiben, die Ansätze darstellen können, die Integrität des Managements von Kapitalgesellschaften transparent zu machen. Indikatoren liefert die Corporate Finance Theorie. Die Corporate Finance Theorie beschäftigt sich mit der Bewertung von Projekten und Investitionen im Vergleich zu Refinanzierungs- und Kapitalkosten, wobei Risiken explizit in den Vergleich eingehen. Da es hierbei um Verträge und Vertragsverhandlungen geht, spielt Moral Hazard und damit Integrität eine große Rolle. Es ist das Spannungsfeld von Firma und Kapitalmarkt, das in der Theorie abgebildet wird. Die herrschende Corporate Finance Theorie kann eine Vielzahl auch komplexer Phänomene der Finanzierung von Firmen am Kapitalmarkt erklären und prognostizieren. Durch die innovative Verwendung und Kombination der in einer Vielzahl verfügbaren fundierten theoretisch empirischen Arbeiten auf dem Gebiet der Corporate Finance Theorie und des Kapitalmarktes kann ein theoretisch empirisches Modell zur Erklärung und Prognose von nicht-integerem Verhalten des Managements entwickelt werden. Der Reichtum der theoretisch empirischen Corporate Finance Theorie stellt effiziente Methoden zur Verfügung, um Integrität transparent zu machen.

Diese Elemente der Corporate Finance Theorie sind in einen konsistenten theoretischen Rahmen zu fügen, damit die Aussagen der einzelnen Theorieelemente zu einer konsistenten Gesamtaussage bezüglich Integrität zusammen gefasst werden können.

*G. S. Becker* (1968) hat schon sehr früh einen ökonomischen Erklärungsansatz für kriminelles Verhalten entwickelt. „Der hier entwickelte Ansatz folgt der üblichen ökonomischen Analyse von Wahlhandlungen und unterstellt, dass eine Person eine Straftat begeht, wenn der für sie erwartete Nutzen größer ist als der Nutzen, den sie realisieren könnte, wenn sie ihre Zeit und sonstige Ressourcen für andere Aktivitäten einsetzen würde. Daraus folgt, dass Menschen nicht deshalb „Kriminelle“ werden, weil sie sich in ihrer grundlegenden Motivation von anderen Menschen unterscheiden, sondern weil ihre Nutzen und Kosten andere sind.“ (S. 47f)

*Wang* (2005) hat ihrer Dissertation über Manager-Fraud ebenfalls einen ökonomischen Verhaltensansatz zugrunde gelegt, um ein Modell zur Erklärung und Prognose von Manager-Fraud zu konstruieren. Danach begeht ein Manager dann Fraud, wenn das Kosten-Nutzen-Kalkül von Fraud im Vergleich zu anderen verfügbaren Handlungsalternativen das Optimum für den Manager darstellt.

Die nachfolgenden Überlegungen folgen diesem Ansatz. Nicht-integeres Verhalten wird vom Management dann und nur dann praktiziert, wenn dies den höchsten Nutzen unter allen verfügbaren Handlungsalternativen des Managements bringt.

#### 3.1 Nutzen nicht-integeren Manager-Verhaltens

Ein nicht-integeres Management kann einen potentiell hohen Nutzen aus einer Überbewertung der Firmen-Aktie erzielen. Der augenfälligste Nutzen kann in den seit Jahren üblichen Aktienkurs-basierten Manager Entlohnungssystemen (‚stock-based executive compensation‘) liegen, also in der direkten Auswirkung der Überbewertung auf die Bezahlung des Managements.

### 3.1.1 Management Entlohnungssysteme

*Jensen* hat, wie oben gezeigt, den inferioren Anreizen, wie sie in Aktien-basierten Entlohnungssystemen für Manager angelegt sind, eine Hauptschuld für die exzessiven Überbewertungen von Kapitalgesellschaften am Aktienmarkt zugeschrieben. Damit liegen in den Anreizen der Managerkontrakte Ursachen für nicht-integeres Verhalten von Managern. Dies ist zu prüfen.

*Johnson/Ryan/Tian* (2003) analysieren für die Jahre 1992 – 2002 empirisch den Zusammenhang zwischen Manager-Entlohnung und Manager-Fraud. Danach weisen Manager in Fraud-Firmen signifikant höhere Aktienkurs-sensitive Entlohnungskomponenten und damit weitaus größere Anreize auf, Fraud zu begehen, als Manager von Kontroll-Firmen (ohne Fraud), wenn man dabei Firmen-Größe und Industrie-Zugehörigkeit neutralisiert. Auch verdienen die Fraud-Manager durch Ausübung von Optionen deutlich mehr in den Jahren, in denen Fraud praktiziert wird, als ihre Kollegen in Nicht-Fraud-Firmen. Die detailliertere Analyse der operativen Performance dieser Firmen resp. die Performance der Aktien dieser Firmen am Aktienmarkt zeigt, dass die Manager, die Management-Fraud begehen, dadurch versuchen, absehbare negative Performance-Entwicklungen zu verschleiern. Sehr interessant ist auch die Feststellung der Autoren, dass die Frage nach den möglichen Gründen dafür, dass es in bestimmten Firmen eher inferiore Governance-Strukturen gibt, meist auch durch den Blick auf die sehr hohen finanziellen Anreize des Managements zu beantworten ist. Superiore Governance und Fraud widersprechen sich, inferiore Governance und Fraud hängen kausal zusammen.

Verfahrenstechnisch sehr wichtig ist die Frage nach der Definition der Fraud-Firmen. Fraud-Firmen im angelsächsischen Bereich sind definiert durch sogenannte ‚Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAERs)‘ der SEC (‘Securities and Exchange Commission‘). Dies ermöglicht empirisch die Bildung von Stichproben von Fraud-Firmen und Nicht-Fraud-Firmen. Die Frage ist nun, wie man die finanziellen Anreize der Manager misst, um einen möglichen signifikanten empirischen Zusammenhang zwischen finanziellen Anreizen der Manager und dem Anreiz der Manager, die Bilanzen zu fälschen, also Management-Fraud zu begehen, zu erkennen. Die Autoren entwickeln ein Maß in zwei Varianten und kommen zu signifikanten Ergebnissen, um Management-Fraud zu erklären resp. zu prognostizieren. Es ist die Sensitivität der Aktienkurs-basierten Entlohnung des Managements in Bezug auf die Erhöhung des Aktienkurses der Firma am Aktienmarkt, in der Variante 1, in der der Aktienwert der Firma um 1.000 Dollar steigt (‚dollars-on-dollars‘) und in der Variante 2, in der der Aktienkurs der Firma um 1% steigt (‚dollars-on-percentage‘). Im Rahmen von univariaten Tests von Fraud-Firmen und Nicht-Fraud-Firmen kommen die Autoren zu Grenzwerten zwischen den beiden Firmen-Typen.

Über die 5 Top Manager der Firmen gilt: Das ‚dollars-on-percentage‘ Maß ist \$174.501 für die Fraud-Firmen und \$115.657 für die Kontroll-Firmen. Der Unterschied ist signifikant. D. h., dass die Fraud-Firmen einen deutlich höheren Anteil an Aktien-basierter Entlohnung aufweisen. Der Nutzen einer Überbewertung für das Management ist somit in Fraud-Firmen signifikant höher als in Nicht-Fraud-Firmen. Bezogen auf die konkreten Zahlen der empirischen Analyse der Autoren heißt dies: Für jedes Prozent an Anstieg der Firmen-Aktie am Aktienmarkt erhält der Manager

einer Fraud-Firma im Durchschnitt \$58.844 oder 51% mehr an Aktienkurs-basierter Entlohnung als der Manager der Kontrollfirma, also der Nicht-Fraud-Firma. Vergleichbare Größenordnungen weist das zweite Maß, ‚dollars-on-dollars‘, auf. Ein Anstieg des Firmenwertes der Firma um \$1.000 bringt einem Manager einer Fraud-Firma \$6.52 einem Manager einer Nicht-Fraud-Firma jedoch lediglich \$3.17, was einen Unterschied von über 100% ausmacht.

Ähnlich hohe Signifikanzwerte zwischen Fraud- und Nicht-Fraud-Firmen zeigen sich im Vergleich der CEO-Entlohnung. Hier sind es 86% (‚dollars-on-percentage‘-Maß) resp. 144% (‚dollars-on dollars‘-Maß), was der Fraud-CEO mehr verdient als der Nicht-Fraud-CEO.

Es zeigt sich, dass die beiden Sensitivitäts-Anreiz-Maße eine hohe Erklärungskraft für Manager-Fraud haben. Damit sind diese Maße, ob im Durchschnitt über alle Executives der Firma oder nur für den CEO, der meist die Maximalwerte in diesen Maßen aufweist, gute Indikatoren für nicht-integeres Verhalten des Managements.

*Burns/Kedia* (2006) kommen zu vergleichbaren Ergebnissen. Allerdings differenzieren sie die Sensitivitäts-Anreiz-Maße nach Optionen, ‚Restricted Stocks‘ (Belegschaftsaktien) und ‚Unrestricted Stocks‘, während *Johnson/Ryan/Tian* die verschiedenen Titel in einem Portfolio zusammen erfasst haben. Die Autoren können empirisch belegen, dass es vor allem die Sensitivität des Options-Portfolios der Manager hinsichtlich der Erhöhung des Aktienkurses der Firma am Aktienmarkt ist, das eine signifikante Diskriminierungskraft bezüglich Fraud-Firmen vs Nicht-Fraud-Firmen und der darin enthaltenen Neigung hat, den Kapitalmarkt falsch zu informieren. Anderen Aktienkurs-basierten-Entlohnungs-Komponenten kann eine derartige Prognosekraft nicht zugebilligt werden. Die Autoren erklären dies vor allem mit der Konvexität der Optionen, die bewirkt, dass Optionen in ihrem Wert weit weniger auf Reduktionen des Aktienkurses reagieren, der eintritt, wenn der Markt erkennt, dass er nicht richtig informiert wurde. Die Autoren beschreiben die Methode der ‚Option-Sensitivity‘ im Detail und berechnen sie auf Basis des *Black-Scholes* Modells. Die stärkste Kraft auf die Fraud-Anreize geht unter allen betrachteten Maßen für die Manager-Entlohnung von der Options-Sensitivität aus.

Diese empirischen Ergebnisse lassen sich um ein theoretisches Modell ergänzen, das sehr schön aufzeigt, unter welchen Bedingungen ein Manager Anreize für nicht-integeres Verhalten hat und einen überhöhten Aktienkurs gutheißt. *Goldman/Slezak* (2003) zeigen in einem theoretischen Modell den Trade Off zwischen Leistungsanreiz und Anreiz für Bilanzfälschung für das Management eines Manager- und nicht Eigentümer-geführten Unternehmens. Die Autoren entwickeln ein theoretisches Modell mit 3 Perioden. Die erste Periode stellt den Beginn des Unternehmens dar, in der der Eigentümer des Unternehmens (der Prinzipal) einen Manager bestellt (der Agent), der das Unternehmen im Auftrag des Prinzipals führen soll. Dazu spezifiziert der Eigentümer den Vertrag mit dem Manager, inklusive der darin enthaltenen Anreizkomponenten, und emittiert Aktien am Markt. Die zweite Periode repräsentiert eine Art Zwischenperiode, in der die Firma produziert und verkauft, in der aber der ultimative Wert der Firma unsicher ist, da die Zukunft der Firma unsicher ist. Während dieser Periode stellt ein unabhängiger zertifizierter Prüfer dem Markt einen Bericht mit einem behaupteten ultimativen Wert der Firma zur Verfügung. Auf Basis dieser Information bestimmt der Aktienmarkt dieser Firma den Aktienkurs für die Zwischenperiode. Die letzte Periode repräsentiert die lange Frist der Firma, in der der wahre Wert



der Firma realisiert und vom Aktienmarkt erkannt wird. Praktisch heißt diese Periodeinteilung, dass ein Manager die Verantwortung für eine Firma mit der Vertragsunterzeichnung übernimmt. Die Zwischenperiode ist in Wirklichkeit die Phase einer funktionierenden Firma, solange diese nicht vom Markt verschwindet. Die letzte Periode im Modell ist fiktiv und dient im Modell lediglich der Unterscheidung kurz- und langfristiger Orientierung.

Der Risiko-averse angestellte Manager bietet eine Leistung auf, um die Firma erfolgreich im Sinne des Eigentümers zu führen. Die Leistung des Managers  $e$  führt zu einem Cash Flow in der Firma gemäß  $V = \beta e + \eta + \varepsilon$ , wobei  $\beta$  den Produktivitätsfaktor darstellt und  $\eta$  sowie  $\varepsilon$  voneinander unabhängige Zufallsvariablen sind. Wenn der Manager eine Entscheidung über seinen Leistungseinsatz  $e$  trifft, kennt er  $\eta$  und  $\varepsilon$  nicht, da diese sich erst in der Schlussperiode realisieren. Der Wert von  $V$  repräsentiert den Cash Flow der Firma. Der Schlusswert („Terminal Value“) der Firma entspricht dem Cash Flow abzüglich jeglicher Kompensationszahlungen an den Manager sowie Zahlungen des Managers im Falle, dass er die Informationen über den ultimativen Wert der Firma, wie er in der Zwischenperiode dargestellt wird, „fälschen“ lassen will. Der Manager hat einen starken Einfluss darauf, welcher Wert in der Zwischenperiode über den wahren Wert der Firma durch den Prüfer veröffentlicht wird.

Entscheidet sich der Manager für eine unverfälschte Darstellung des erwarteten Wertes der Firma in der Zwischenperiode, dann fließen alle verfügbaren Informationen in das „wahre“ Signal des Prüfers über den Wert der Firma, das auf Basis der verfügbaren Informationen in der Zwischenperiode erwartet werden kann. Gibt es keine Manipulationen durch das Management resp. des Prüfers, wird der Prüfbericht dem wahren Wert entsprechen. Gibt es Manipulationen, enthält der Prüfbericht mit  $\alpha > 0$  einem Upward-Bias.  $\alpha$  stellt darin das Ausmaß des Fraud dar. Der Aktienkurs der Firma in der Zwischenperiode wird dabei aus den Markt-Erwartungen über den Schlusswert gebildet, wie er durch den externen Prüfer berichtet wird, allerdings nach oben verfälscht. Manipulationen verursachen Kosten in Abhängigkeit des Ausmaßes von Fraud, z.B. durch Zahlungen an den Prüfer. Der Einfachheit halber wird angenommen, dass die Ressourcenaufwendungen für die Durchführung der Manipulationen eine lineare Funktion des Ausmaßes von Fraud sind.

Wenn der Kontrakt in Bezug auf den Schlusswert der Firma geschlossen werden könnte, könnte der Prinzipal Manipulation durch den Manager kontraktuell ausschließen. Realistisch ist jedoch, dass die letzte Periode so weit vom Zeitpunkt des Kontraktabschlusses und den Ergebnissen der Zwischenperiode entfernt ist, dass ein derartiger Vertrag praktisch nicht durchführbar ist. Deshalb ist es sinnvoll anzunehmen, dass der Vertrag mit dem Manager Bezug nimmt auf den Preis der Firmenaktie in der Zwischenperiode, der die Einschätzung des Marktes über den Wert der Firma in der Zwischenperiode wiedergibt. Weiter wird angenommen, dass das Vermögen des Managers in der Zwischenperiode dem Wert entspricht, der nur von seiner vertraglichen Entlohnung abhängt, die eine lineare Funktion des Aktienkurses in der Zwischenperiode ist:  $W = \omega_0 + \omega_1 S$ , wobei  $\omega_0$  und  $\omega_1$  die Parameter des Kontraktes sind, den der Unternehmer mit dem Manager geschlossen hat. Neben den Ressourcenaufwendungen für Fraud, die von den Aktionären zu tragen sind, muss der Manager auch erwartete persönliche Kosten von Fraud tragen, die aus Strafen für Fraud gewichtet mit der Wahrscheinlichkeit, entdeckt zu werden, bestehen.

Interessant sind nun zwei zusätzliche Annahmen, die das Ergebnis des Modells maßgeblich beeinflussen.

- Einmal geht es um die Struktur der Investoren am Aktienmarkt der Firma. Gibt es nur rationale, vollständig informierte Investoren oder ist der Anteil der sogenannten „naiven“ Investoren spürbar hoch? Gibt es keine naiven Investoren am Markt, dann zeigt das Modell, dass der Aktienkurs der Firma durch Manipulationen des Managements nicht erhöht werden kann. Der einzige Einfluss von Fraud auf den Aktienkurs ist negativ durch die Ressourcenverschwendung des Fraud. Bei naiven Investoren dagegen kann der Aktienkurs der Firma mittels Manipulationen erhöht werden. Dies erhöht den Anreiz für Fraud massiv.
- Zum anderen geht es um den Entscheidungshorizont der Teilnehmer des Spiels. Orientieren sie sich langfristig nur am Schlusswert der Firma oder sind sie kurzfristig orientiert und können sich somit nur am Aktienkurs der Firma in der Zwischenperiode orientieren? Langfristig orientierte Unternehmer werden einen Kontrakt mit dem Manager schließen, der zwar Fraud nicht ausschließen kann, in dem aber die Anreizkomponente für Fraud eher gering sein wird. Ist der Unternehmer aber kurzfristig orientiert, dann schätzt er einen hohen Aktienkurs in der Zwischenperiode hoch ein. Der Kontrakt mit dem Manager wird im optimalen Modellgleichgewicht stärkere Anreizkomponenten enthalten. Im Ergebnis wird die Anreiz-Komponente für die Leistungserbringung des Managers hoch sein, aber auch für Fraud gibt es darin hohe Anreize, je nach Ressourcenaufwand für die Manipulation und je nach Produktivität des Managements. Wünschenswert für den Prinzipal wäre eine eher langfristige Orientierung. Mangels kontraktfähiger Instrumente und Messmethoden ist es dann doch wieder eine eher kurzfristige Orientierung am aktuellen Aktienkurs.

Genau hier zeigt sich die Bedeutung der Integrität im Verhältnis zwischen Manager (Agent) und Eigentümer (Prinzipal). Eine hohe Integrität des Managers impliziert eine langfristige Orientierung des Managers ganz im Sinne des Prinzipals (Strategic-Value-Accountability bei *Jensen*). Der Managerkontrakt kann darin auf inferiore Leistungs-Anreize weitgehend verzichten, die dem Manager zwar eine hohe Leistung abverlangen, als Nebenwirkung aber einen hohen Anreiz für Fraud, beinhalten.

Das Modell zeigt sehr anschaulich die Komponenten, die bestimmen, ob Fraud stattfindet oder nicht. Es ist der pekuniäre Nutzen des Managements. Hinzu kommen die Leistungsaufwendungen des Managements, sowie die Frage nach den naiven Investoren. Auch die Frage nach dem Horizont der Entscheidungsträger ist entscheidend. Sie entscheidet, wie wichtig der aktuelle Aktienkurs ist. Auch der Frage nach der Entdeckungswahrscheinlichkeit kommt eine große Bedeutung zu. Hinzu kommt die „Effizienz“ von Manipulation, Fälschung und Fraud, die hoch sein muss. Sie ist aber nach diesem Modell nur dann hoch, wenn sich die falschen Informationen auch tatsächlich in einem höheren Aktienkurs niederschlägt, weil naive Investoren sich von guten „gefälschten“ Zahlen blenden lassen, also weder ein genereller Market-Hype und noch eine generelle Market-Depression besteht. Auch die Leistungsaufwendungen des Managers spielen eine große Rolle. Nur wenn der Manager „mit dem Rücken zur Wand steht“, also seine Leistung keinen oder nur einen vergleichsweise geringen Ertrag bringt, greift er zu Manipulationen, Fälschungen und Betrug als letztem Mittel.

Das Modell von *Goldman/Slezak* (2003) zeigt auch die Rolle der Unsicherheit bezüglich der Information über die Firma, die der Aktienmarkt zu bewerten hat. Dies impliziert, dass Firmen, die von Externen, wie Investoren etc., einfach zu überwachen sind, sowohl weniger Anreize für Manager-Leistung und damit auch weniger Anreize für Fraud haben als Firmen, deren externe Überwachung („External Monitoring“) eine hohe Komplexität aufweist. Danach existiert ein Trade-Off zwischen hohen Leistungsanreizen und hohen Fraud-Anreizen, wenn der Prinzipal hohe Überwachungs- und Monitoring-Kosten hat.

Andere Autoren untersuchen ebenfalls den Zusammenhang zwischen Manager-Entlohnung und Fraud-Anreizen und kommen zu vergleichbaren Ergebnissen. *Peng/Roell* (2006) arbeiten mit Sensitivitäts-Maßen und zeigen, dass ein Options-Sensitivitäts-Maß die größte Erklärungskraft für Shareholder-Litigation-Firmen aufweist. *Efendi/Srivastava/Swanson* (2007) untersuchen Firmen, die ihre Bilanzzahlen nachträglich korrigieren mussten, also ein „Restatement“ abgeben. Auch diese Autoren fragen nach der Anreizwirkung der Manager-Entlohnung auf bewusst falsche Berichterstattung der Firma an den Kapitalmarkt. Univariate Tests zeigen den empirischen Beweis: „In-the-Money-Options“ sind signifikant höher bei Restatement-Firmen im Vergleich zu Kontroll-Firmen. Alle anderen Entlohnungskomponenten haben keine vergleichbare Signifikanz.

*Erickson/Hanlon/Maydew* (2004) untersuchen ebenfalls den Zusammenhang zwischen Manager-Entlohnung und Manager-Fraud. „SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAERs)“-Daten werden nach dem Wort „fraud“ gefiltert. Damit werden schwere Fälle von falscher Berichterstattung in die Stichprobe der Firmen genommen. Dabei prüfen sie unterschiedliche Komponenten der Manager-Entlohnung. In der multivariaten Regressionsanalyse sind Aktien-basierte Entlohnungen signifikant. Durch die Einführung der Variablen „yearly stock grants“ als Erklärungsvariable für Fraud unterscheiden sich jedoch die Autoren an dieser Stelle von anderen Autoren, die allesamt die Aktienbestände der Manager zum Jahresende als Variablen verwenden. Als Erklärungsvariable kommen die Sensitivitäts-Variablen für die Jahresendbestände an Aktien, Belegschaftsaktien (restricted stocks) und Aktienoptionen der fünf Top-Manager der Firma hinzu.

Auch *Kadan/Yang* (2005) sehen in den jährlichen Aktienzubilligungen („stock grants“) signifikante Erklärungsvariable, allerdings die der Vorjahre, die zeitverzögert Anreize für Fehlinformationen in der Berichterstattung geben. Das Modell von *Gao/Shrieves* (2002) verwendet die Anreizintensität der Aktien-Zubilligungen des laufenden Jahres als Erklärungsvariablen für falsche Berichterstattung.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es eine Reihe von signifikanten Variablen für Aktien-basierte Entlohnungssysteme gibt, die den typischen Trade Off dieser Kontrakte explizit repräsentieren. Hohe Leistungsanreize, die Prinzipale von Kapitalgesellschaften den Managern im Rahmen ihrer Kontrakte geben, beinhalten eben auch, je nach Situation der Firma (Performance, Komplexität), Anreize für Manipulationen, Fälschungen und Fraud. Integere Manager dürfen somit nicht zulassen, dass sie Verträge mit inferioren Anreizen erhalten. So gesehen sind Verträge, die hohe Fraud-Anreize beinhalten, nicht konsistent mit hoher Integrität des Managements.

### 3.1.2 M&A, IPO-Transaktionen

Sogenannte Exit/Entry-Transaktionen sind Kapitalmarkt-Ereignisse, die die Eigentümerstruktur verändern. Da die Eigentümer-Anteile am Kapitalmarkt gehandelt und bewertet werden, liegt bei diesen Kapitalmarkt-Ereignissen stets ein Anreiz, die Bewertung durch Manipulation, Fälschung und Fraud zu eigenen Gunsten zu beeinflussen. Dabei sind Transaktionen, die aus Sicht des agierenden Managements eine Überbewertung der Firmenaktie vorteilhaft erscheinen lassen, von den Transaktionen zu unterscheiden, die eher eine Unterbewertung vorziehen würden. Nachfolgend werden nur Kapitalmarkt-Ereignisse diskutiert, in denen das nicht-integere Management ein hohes Interesse an einer Überbewertung hat. Dies sind Merger & Acquisition-Transaktionen und Initial Public Offering-Transaktionen.

*D'Avolio/Gilder/Shleifer* (2001) untersuchen den Zusammenhang zwischen der technologischen Entwicklung und der Entwicklung des Kapitalmarktes. Dabei fragen sie nach der Struktur der Investorensseite, den Informationsangeboten, den Transaktionskosten resp. der Liquidität der Märkte sowie nach der Marktregulation. Gerade die Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie, vor allem das Internet, hat danach gewaltige Auswirkungen darauf, wie sich der Kapitalmarkt weltweit entwickelt. Interessanterweise kommen sie zu einer für die Frage der Manager-Integrität höchst relevanten Aussage, wonach die technologische Entwicklung am Ende die Anreize für das Management, ihre Berichtserstattung zu manipulieren und zu fälschen, erhöht hat. Danach konstatieren die Autoren bei den Managern zunehmend Anreize, die Informationen an den Kapitalmarkt zu verfälschen. Die meisten Manager präferierten einen hohen Aktienkurs. Ein hoher Aktienkurs mache es leichter, die Mitarbeiter mit Aktien zu entlohnen, Kapital aufzunehmen und andere Firmen zu kaufen. Außerdem wertete es die Optionen der Manager auf. Aus verschiedenen Gründen hat sich somit der Bedarf des Managements nach hohen Aktienkursen mit der technologischen Entwicklung an den Finanzmärkten drastisch erhöht.

Die Autoren stellen fest, dass vor allem bei Merger, die mit Aktien bezahlt werden, in der kaufenden Firma im Quartal vor der Merger-Ankündigung sogenanntes Earnings Management betrieben wird, also Maßnahmen, um die Erträge und Jahresergebnisse der Firma höher ausweisen zu können als ohne diese Maßnahmen, um den eigenen Aktienkurs hoch zu halten und die eigenen Konditionen beim Kauf der anderen Firma zu verbessern. Bei der Ziel-Firma ist ein derartiges Verhalten nicht zu beobachten, obwohl die Anreize dafür ebenso vorhanden sind. Das Problem ist die kurze Zeitspanne zwischen der Merger-Ankündigung des Käufers und den Merger-Verhandlungen zwischen Käufer-Firma und Ziel-Firma. Damit steht ein mögliches Earnings Management in den Käufer-Firmen und nicht in den Ziel-Firmen im Fokus des Konzeptes.

*Erickson/Wang* (1999) haben genau diesen Fall theoretisch empirisch untersucht. In ihrem Abstract beschreiben sie ihren Ansatz und ihr Ergebnis. Danach kommen sie zu dem Ergebnis, dass die Käuferfirma in einem Aktientausch-Kauf („stock for stock merger“) ihre Erträge durch Earnings Management, in Form von sogenannten ‚unexpected Accruals‘, in der Periode vor der Merger-Vereinbarung erhöhen. Für Merger durch Kauf der Ziel-Firma mittels Cash können die Autoren kein vergleichbares Ergebnis finden. Dabei ist das Ausmaß des Earnings Managements direkt abhängig von der Größenordnung des Mergers. Drei unterschiedliche Motivationen gibt es

nach Ansicht der Autoren, den Aktienkurs der Käufer-Firma möglichst hoch zu halten. Je höher der Preis der Käufer-Aktie, i) desto geringer ist die Verwässerung der Gewinnausschüttungen für die Alt-Aktionäre, ii) desto geringer ist die Verwässerung der Stimmrechte der Altaktionäre, iii) desto geringer sind die Kapitalkosten für den Kauf der Ziel-Firma.

Eine interessante Überlegung führt die Autoren zu der These, dass der Anreiz für Earnings Management vor einem Aktientausch-Merger sehr hoch sei. Beide, Käufer-Firma und Ziel-Firma, erwarten vom jeweiligen Vertragspartner in der M&A Transaktion, dass er die Ertragssituation durch Earnings Management nach oben treibt. Würde nun die Käufer-Firma ihre Erträge nicht nach oben verfälschen, die Ziel-Firma würde es tun, müsste die Käufer-Firma beim Aktientausch-Merger einen überhöhten Preis für die Ziel-Firma zahlen. Um dies zu verhindern, muss die Käufer-Firma Earnings Management betreiben.

Entscheidend ist das Timing des Merger-Prozesses und damit des Earnings Managements. Die Autoren teilen den Zeitstrahl des Merger-Prozesses ein in Ankündigung, Vertragsabschluss und Durchführung. Am Tag der Ankündigung wird von Seiten der Käufer-Firma erstmals über ihr Vorhaben, die Ziel-Firm übernehmen zu wollen, öffentlich geredet. Optimal ist demnach, dass Earnings Management und damit ein überhöhter Aktienkurs schon am Tag der Ankündigung existiert. Die Autoren prüfen nun, inwieweit im Quartal vor der Ankündigung hohe sogenannte ‚Unexpected-Discretionary-Accruals‘ bei der Käufer-Firma bestehen. Dieses muss jedoch auch in der Zeitspanne bis zur Durchführung des Mergers aufrecht erhalten werden, um den Merger nicht durch einen Einbruch des Aktienkurses der Käufer-Firm zu gefährden.

Um die Unexpected-Accruals zu ermitteln, berechnen die Autoren eine Regressionsgleichung gemäß dem *Jones-Modell*, jedoch mit Querschnittsdaten der Industrie der Firma, da die Stichproben für eine reine Längsschnittanalyse nach der reinen Lehre des *Jones-Modells* nicht ausreichen. Diese Analyse zeigt, dass Käufer-Firmen bis zu 4 Quartale vor dem Tag der Vereinbarung des Mergers einen abnormal hohen Anteil an Accruals aufweisen, was eindeutig auf Earnings Management hindeutet. Die Autoren prüfen, inwieweit die Anreize zum Earnings Management vor dem Tag der Ankündigung des Mergers von anderen Faktoren abhängen. Dabei erkennen sie, dass die Anreize mit der Größe der Transaktion in Relation zur eigenen Firmengröße zunehmen. Dies ist durch den Nutzen, den das Earnings Management erbringt, zu erklären, der bei zunehmender Größe des Ziel-Firma ebenfalls zunimmt, während die Kosten der Entdeckung von Earnings Management von der Größe der Ziel-Firma unabhängig ist.

*Shleifer/Vishny* (2003) untersuchen die Frage, inwieweit Akquisitionen, vor allem sogenannte Merger-Waves, davon abhängen, ob der Aktienmarkt eher überbewertet oder eher unterbewertet ist. Sie belegen das Bild, das *Erickson/Wang* (1999) in ihrer Studie prüfen. Das Modell von *Shleifer/Vishny* zeigt, dass Aktientausch-Merger dann existieren, wenn die Aktien des Käufers deutlich mehr und die Aktien der Ziel-Firma deutlich weniger überbewertet sind. Im Ergebnis wird die Aktienrendite des Käufers danach zurückgehen, aber deutlich weniger als ohne Merger. Der Merger-Nutzen geht an die Ziel-Firma und deren Management, das dafür sorgt, dass der freundliche Merger auch tatsächlich stattfindet. Das Management des Käufers erkennt rational die Überbewertung und zieht daraus den Schluss, dass diese genutzt werden kann durch den Merger, um den Fall der Aktienrendite abzumildern. Wichtig ist, dass das

Modell auch eine Überbewertung aus Earnings Management explizit als Fall vorsieht. „Our model takes mispricing as given. But it also points to a powerful incentive for firms to get their equity overvalued, so that they can make acquisitions with stock. In a more general framework, firms with overvalued equity might be able to make acquisitions, survive, and grow, while firms with undervalued, or relatively less overvalued, equity become takeover target themselves. The benefit of having a high valuation for making acquisitions also points to an incentive to raise a firm's stock price even through earnings manipulation, a phenomenon whose prevalence is becoming increasingly apparent.” (S. 24)

Die Rolle der Überbewertung bei Aktientausch-Merger bestätigen auch *Rhodes-Kropf/ Robinson/ Viswanathan* (2004).

Einen völlig anderen Blickwinkel auf die Frage des Zusammenhangs zwischen Earnings Management, falscher Berichterstattung und Merger eröffnen *Barragato/ Markelevich* (2003). Sie betrachten die Qualität der Ergebnisberichterstattung nach dem Merger („post merger quality of earnings“). Dabei differenzieren sie zwischen ‚synergy-motivated merger‘ und ‚agency-motivated merger‘. Gerade Erstere, deren Ertrag potentiell eher gering ist, da sie im Gegensatz zum Letzteren nicht so erfolgreich sind, haben hohe Anreize, den Merger-Misserfolg durch ein Earnings Management nach der Durchführung des Mergers zu vertuschen.

*Akbulut* (2005) arbeitet in seiner Studie ebenfalls mit der Hypothese, dass Käufer-Firmen in einem Aktientausch-Merger vor der Merger-Ankündigung überbewertet sind und somit der Merger durch Überbewertung der Aktie der Käufer-Firma motiviert ist, so wie bei *Erickson/Wang* (1999) und *Shleifer/Vishny* (2003). Der Autor unterscheidet sich jedoch von diesen Arbeiten durch die Methode, wie er Überbewertung misst. Er nimmt das sogenannte Insider Trading, also das Verhalten des Managements am Markt der Aktie ihrer Firma, als Maß. Seine Ergebnisse stimmen aber mit den anderen Arbeiten überein.

Damit zeichnen sich Indikatoren für Nicht-Integrität bei Merger-Transaktionen ab:

- Earnings Management in der Periode vor der Merger-Ankündigung
- Aktientausch-Merger
- Hohe Aktienrenditen/Überbewertung vor dem Merger
- Negative Aktienrenditen nach dem Merger
- Große Transaktionsvolumina in Relation zur Größe des Käufers

Neben M&A beinhalten vor allem auch Going Public-Transaktionen durch Initial Public Offering (IPO) Anreize für Manipulation, Fälschung und Fraud des Managements. Dabei handelt es sich um Firmen, die in privaten Händen sind, meist in Händen des Gründers als Eigentümer-Unternehmer. Die Motivation für das Going Public liegt in den Vorteilen der Kapitalgesellschaft, ihre weitaus besseren Wachstumschancen und Diversifikationsmöglichkeiten. Auch kann es sich um den Exit des Gründers handeln, der sich aus dem Geschäft zurückziehen und keinen Nachfolger in der Familie mit der Weiterführung beauftragen will. Der private Eigentümer verkauft Anteile an seinem Unternehmen am Aktienmarkt, indem er eigene Anteile am Unternehmen verkauft oder indem er neue Anteile am Unternehmen schafft und verkauft und seine bisherigen Anteile in neue Anteile umwandelt. In beiden Fällen verringern der Alteigentümer seinen Anteil am Unternehmen bis hin zu Null (kompletter Ausstieg). Ver-

ringert der Alteigentümer seine Anteile am Unternehmen nicht, dann handelt es sich lediglich um eine Umwandlung der Rechtsform der Firma. Damit ergeben sich für den Alteigentümer, der beim Going Public teilweise oder ganz auch Manager des Unternehmens ist, zu den Aktien-basierten Entlohnungssystemen vergleichbare Anreize für nicht-integres Verhalten.

*D'Avolio/Gildor/Shleifer* (2001) gehen auf die Frage ein, ob das Management in einer IPO-Situation einen Nutzen aus Earnings Management zieht. Die Problematik einer empirischen Analyse des Zusammenhangs zwischen IPO und Earnings Management liegt darin, dass die Firma vor dem IPO privat ist und somit die relevanten Informationen für die empirische Analyse kaum verfügbar sind. Einen Ausweg aus diesem Dilemma gibt die Überlegung, dass eine Firma, die vor dem IPO aggressives Earnings Management betrieben hat, nicht riskieren will, dass direkt nach dem IPO die Firmen-Performance und die Performance ihrer Aktie massiv einbricht, was zu möglichen Klagen von Kapitalmarktteilnehmer führen könnte. Hinzu kommt, dass Insider für ca. 1 Jahr in ihrem Aktienengagement vertraglich gebunden sind und deshalb einen hohen Aktienkurs bis zum Ende der Lock-Up Phase halten wollen. Das Ergebnis ist, dass IPO-Firmen, die massiv Earnings Management in der pre-IPO-Phase und der Lock-Up Phase betrieben haben, nach der Lock-Up Phase einen starken Einbruch ihrer Performance von 15% bis 30% im Vergleich mit Kontrollfirmen aufweisen. Die Under-Performance der Firma nach der Lock-Up Phase deutet danach auf Earnings Management vor dem IPO hin.

Unterstützung für die These, dass in der Pre-IPO-Phase und in der Lock-Up-Phase Earnings Management stattfindet, gibt die Studie von *Darrough/Rangan*. Die Autoren prüfen in erster Linie nicht Earnings Management mittels sogenannter ‚Accounting-Transactions‘, also spezifische Bewertungsverfahren der Buchhaltung, sondern mittels sogenannter ‚Real-Transactions‘, also Cash-wirksame Geschäftstransaktionen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass typische IPO-Firmen meist junge technisch ausgerichtete Firmen sind, die vor allem Earnings Management über die Bewertung ihrer F&E-Investitionen betreiben würden. F&E-Investitionen stellen meist sogenannte ‚Intangibles‘ dar, die sehr schwierig zu bewerten sind, insbesondere aus externer Sicht. Damit sind Real-Transactions im Rahmen von Earnings Management mittels F&E auch viel weniger Klage-gefährdet. Die Autoren prüfen auch die Methode des Accruals Managements, um die Erträge der Firma zu erhöhen, kommen jedoch zu dem Ergebnis, dass diese Bewertungs-Methoden des Earnings Management bei IPOs weniger genutzt wird. Damit zeigen die Autoren, dass es einen hohen Anreiz gibt, Pre-IPO Earnings Management zu betreiben, ob über Accounting (Accruals) oder Reale (F&E) Transaktionen. Allerdings sehen sie in Real-Transactions eine wesentlich effizientere Methode, da sie weniger Klage-gefährdet sei.

Dies führt zu zwei weiteren Studien über Earnings Management und IPO, die beide Accruals-Management im Kontext IPO prüfen und verwerfen. *Ball/ Shivakumar* (2006) prüfen die Qualität der Erträge im Kontext IPO und kommen zu dem Schluss, dass wegen der strengen Sicht des Kapitalmarkts und seiner Agenten die IPO-Firma gerade in der Pre-IPO-Phase sehr viel Wert darauf legt, Erträge mit hoher Qualität und damit geringen Accruals zu veröffentlichen. Auch *Armstrong/Foster/Taylor* (2008) kommen zu dem Ergebnis, dass die Accruals von IPO-Firmen nicht systematisch opportunistisch sind.

Zwischenresumee: IPO liefert Anreize für Earnings Management in der Pre-IPO-Phase und der Lock-Up-Phase. Allerdings sind es nicht so sehr die Accounting-Transactions sondern Real-Transactions zum Earnings Management. Im Unterschied dazu findet Earnings Management durch Accounting-Transactions viel häufiger bei M&A-Transaktionen statt. Wahrscheinlich liegt ein Teil der Erklärung für den Unterschied zwischen M&A und IPO in folgender Überlegung: M&A-Transaktionen finden mehr oder weniger bilateral statt. Die Teilnehmer verhalten sich eher preisunelastisch, da sie den starken Wunsch verspüren, zu kaufen resp. zu verkaufen, sonst würden sie nicht verhandeln. Damit sind sie weniger kritisch hinsichtlich möglichen Earnings Management. Die Teilnehmer beim IPO umfassen professionelle Investoren am Kapitalmarkt und dessen Gatekeeper. Die Investoren verhalten sich sehr preiselastisch, da sie Investitionsalternativen haben. Die Post-Earnings-Management-Reduktion der Performance der Firma bei M&A und IPO in den Earnings Management-Fällen hat unterschiedliche Wirkungen. Bei M&A kann diese der Inferiorität des Mergers zugeschrieben werden, beim IPO aber wird sie dem falschen Pricing, damit dem Underwriter, und damit u.U. auch einem Earnings Management, also der Firma, zugeschrieben. Beide, Underwriter und Firma, würden einen hohen Reputationsverlust hinnehmen, der sich beim nächsten Gang an den Kapitalmarkt zur Emission von Aktien rächen würde. Earnings Management bei M&A hat einen höheren langfristigen Nutzen als Earnings Management beim IPO.

Diese Gedankenführung wird unterstützt durch *Chou/Gombola/Liu (2006)*. Sie stellen fest, dass bei privaten Platzierungen von IPOs nicht die typische Aktien-Under-Performance eintritt. Es haben aber auch andere Autoren IPOs unter dem Blickwinkel der langfristigen Konsequenzen betrachtet, die hier weiterhelfen können. *Billings/Lewis (2010)* zeigen, dass es sowohl die Kontrollfunktion des preissensiblen Kapitalmarktes ist, die Earnings Management, zumindest in Form von abnormalen Accruals, verhindert, als auch die ex ante Erwartung von späteren Strafen für die Firma und das Management sind, wenn Pre-IPO Earnings Management stattgefunden hat. Auch die Frage, ob das Management nach der Lock-Up Phase Insider Selling macht, kann einen Hinweis darauf geben, dass die Aktie der Firma Pre-IPO überbewertet war. *Chadha (2003)* analysiert diese Frage und kommt zu einem abschlägigen Urteil. Eine weitere Möglichkeit ist das Delisting. Sollte ein Delisting stattfinden, könnte dies auf Earnings Management in der Pre-IPO-Phase hindeuten. Hier wird eher differenziert zwischen extremem Earnings Management und eher konservativem Earnings Management. Dies analysieren *Li/Zhang/Zhou (2006)*. Danach kann man wahrscheinlich nur dann ein Insider Selling nach der Lock-Up Phase beobachten, wenn es zuvor ein aggressives Earnings Management gegeben hat.

Damit zeigt sich, dass Earnings Management beim IPO wegen den damit verbundenen möglichen Kosten durch Reputationsverlust oder sogar juristische Klagen eher unterbleibt. Auch eine Rolle kann die Frage spielen, inwieweit Venture Capitalists eine Kontrollfunktion bezüglich Earnings Management während des IPO-Prozesses ausüben. Oder: Gibt es Earnings Management, wenn ein Venture Capitalist aus dem Unternehmen, das er privat besitzt, aussteigt?

Interessanterweise stellen Venture Capitalists ganz generell effiziente Marktlösungen für das Prinzipal-Agent-Problem dar. Dies zeigen eindrucksvoll *Kaplan/Stromberg (2002/2003)*. Danach sind Venture Capitalists Prinzipale im Sinne der Agency Theory, die keinen sogenannten ‚Benefit-of-Corporate-Control‘ haben, wie die Manager. Können sie das Agency Problem besser lösen als andere Investoren? Nach Ansicht



der Autoren zeigen empirische Studien, dass Venture Capitalists versuchen, das Prinzipal-Agent-Problem zu lösen, indem sie sich auf drei Lösungsansätze konzentrieren: i) durch sehr innovative Kontraktkonstruktionen, ii) durch ein effizientes ‚Pre-Investment Screening‘, iii) durch ‚Post-Investment Monitoring and Advising‘ und diese konsistent miteinander verbinden, so dass ihr Informationsstand über die Firma und das Management optimal ist. Im Screening identifizieren die Venture Capitalists Bereiche, wo sie aus eigener Erfahrung eine Wertschöpfung beitragen können. Vor allem in den Verträgen vereinbaren die Venture Capitalists Überwachungs- und Kontroll-Rechte, die eine optimale Überwachung erlauben. Außerdem vergeben sie Anreize an das Management in Bezug auf deren Verhalten und Entscheidungen, die vom Venture Capitalist, da sehr nah an der Firma, auch beobachtet werden können. Die Verträge sind sehr individualisiert und damit äußerst Anreiz-kompatibel. Aber auch sich selbst gibt der Venture Capitalist Anreize, die ihn dazu bringen sollen, sich für die Wertsteigerung der Firma einzusetzen und nicht nur Risiken zu vermeiden. (2003, S. 4)

Danach ist ein Venture Capitalist Garanten dafür, dass die Firma, ihr Management und er selbst beim Engagement in die Firma eine hohe Integrität ausweist. Die Frage ist nun, ob dies auch für den Venture Capitalist gilt, wenn er über einen IPO wieder aus der Firma aussteigen will. Dafür gibt es eine Reihe von Studien. *Hochberg* (2005) zeigt empirisch, dass IPO-Firmen mit Venture Capitalists eine deutlich bessere Governance und geringeres Earnings Management aufweisen, als IPO-Firmen ohne Venture Capitalists. Damit wird bestätigt, was *Kaplan/Stromberg* (2003) gezeigt haben. Venture Capitalists sind eine effiziente Lösung für das Prinzipal-Agent-Problem. Diese Konstruktion impliziert eine hohe Integrität. Man kann es auch so interpretieren, dass eine Firma mit Venture Capitalists wie eine Eigentümer-Unternehmer-Firma agiert, so dass de facto quasi kein Prinzipal-Agent-Problem besteht. Trotzdem bleibt die Frage, wie es aussieht, wenn der Venture Capitalist aussteigen will. Dann geht es um das Verhältnis des Alteigentümers gegen die Neueigentümer. *Luo* (2005) hat sich theoretisch empirisch mit dem Exit des Venture Capitalist auseinander gesetzt. Ergebnis von *Luo* ist: Hoher Anreiz für Earnings Management des Venture Capitalist beim IPO und während seiner Lock-Up Periode, da der IPO-Ertrag resp. der Exit-Ertrag seinen Lohn als Venture Capitalist determiniert. Dabei geht es dem Venture Capitalist um die betrügerische Überhöhung der Ertragslage, um einen überhöhten Preis für seine Aktien zu erzielen. Sein starker Einfluss auf das Management als interner Controller ermöglicht es ihm, Earnings Management zu betreiben resp. zu unterstützen (Governance). Der Venture Capitalist hat aber auch Kosten des Earnings Managements. Die Zeit zwischen Exit und den wegen Fraud erforderlichen Restatements entscheidet über den Reputationsverlust des Venture Capitalist, was seine Fähigkeit für ein zukünftiges Fund Raising belasten kann. Deshalb finden Restatements erst nach einer gewissen Zeit statt, damit aus Sicht des Venture Capitalist der Markt vergisst, was dazu führt, dass er seine hohe Reputation für das zukünftige Fund Raising erhält. Dabei geht es nicht so sehr um Earnings Management beim IPO sondern um Earnings Management beim VC-Exit.

Die superiore Rolle des Venture Capitalist beim IPO zeigen auch *Morsfield/Tan* (2006). Der Venture Capitalist übt darin eine Monitoring-Rolle aus, die Earnings Management verhindert. Die Autoren gehen darin sogar so weit, zu sagen, dass nicht nur der IPO mit Venture Capitalist superior ist, sondern dass auch für den Ausstieg des Venture Capitalist keine höheres Earnings Management zu beobachten ist. *Wongsunwai* (2010) differenziert zwischen Venture Capitalists unterschiedlicher Qua-

lität. Bei hoher Qualität des Venture Capitalist kommt er zu Ergebnissen wie *Morsfield/Tan* (2006) und Anderen. Allerdings beobachtet er bei Venture Capitalists mit geringer Qualität Earnings Management im Kontext IPO wie bei Firmen ohne Venture Capitalists.

Zusammenfassend gilt für M&A/IPO-Transaktionen:

- Bei M&A Transaktionen besteht potentiell ein hohes Risiko für Earnings Management und somit eine potentiell geringe Integrität des Käufer-Managements, so die empirische Evidenz der Literatur. Was das Management der Ziel-Firma anbelangt, so ist dessen Integrität gesondert zu prüfen.
- Bei IPOs ohne Venture Capitalist gibt es ein gespaltenes Ergebnis. Es gibt aggressives Earnings Management mittels Real-Transactions, da dies weniger Klage-anfällig ist. Earnings Management mittels Accounting-Transactions ist eher gemäßigt wegen höherem Klage-Risiko.
- Bei Venture Capitalist-unterstütztem IPOs inkl. des Exits des Venture Capitalist ist eine hohe Integrität zu beobachten. Selbst der Exit des Venture Capitalist ist nicht unbedingt mit Earnings Management verbunden. Hier ist zu unterscheiden zwischen geringer Qualität und hoher Qualität des Venture Capitalist. Es geht um die Risiken des Reputationsverlustes des Venture Capitalist bei Earnings Management mit anschließendem Restatement.

### 3.1.3 Refinanzierungskosten und Kapitalkosten

Ein Kernthema vor allem in der empirischen Fraud-Literatur sind die Refinanzierungskosten einer Firma, die hohe Anreize für Nicht-Integritäts-Verhalten beinhalten. Sehr umfangreiche Arbeiten dazu hat *Wang* (2004, 2004a, 2005) angefertigt, insbesondere in ihrer Dissertation (2005). Dabei ist es sehr erhellend, das theoretische Fraud-Modell von *Wang* zu kontemplieren, das Basis des Integritäts-Modells ist. Das *Wang*-Modell bestätigt das Integritäts-Modell, wonach hohe Wahrscheinlichkeit für Fraud eine geringe Integritäts-Wahrscheinlichkeit bedeutet.

Das Fraud-Modell von *Wang* geht von folgender Grundstruktur aus: Die Neigung einer Firma und dessen Management, Fraud zu begehen, hängt vom erwarteten Fraud-Nutzen und den erwarteten Kosten von Fraud ab. Die erwarteten Kosten von Fraud sind das Risiko, verklagt und verurteilt zu werden, das sogenannte ‚Litigation-Risk‘. Mit einiger Wahrscheinlichkeit wird Manager-Fraud als Manager-Fraud aufgedeckt, was zu einer Strafe für den Manager führt. Während aber das Strafmaß für Manager-Fraud national für alle Firmen festliegt und gleich ist, und damit für eine Diskriminierung zwischen Fraud- und Nicht-Fraud-Firmen nicht geeignet ist, ist die Wahrscheinlichkeit der Entdeckung von Fraud von Firma zu Firma individuell verschieden und hängt auch maßgeblich vom endogenen Verhalten der Firma ab. Damit werden für das *Wang'sche* Fraud-Modell Faktoren herangezogen, die den Nutzen von Fraud bestimmen und die Wahrscheinlichkeit der Entdeckung beeinflussen.

Wichtige Faktoren der Wahrscheinlichkeit der Entdeckung fasst *Wang* unter der Rubrik ‚Investment‘ zusammen. Es sind einmal die Finanzierungskosten für Investitionen, die durch Fraud beeinflusst werden können. Dies ist Fraud-Nutzen. Es ist aber

auch die strategische Nutzung von Investitionen, um Fraud zu verstecken, indem dadurch die Überwachungskosten Externer erhöht werden. Dabei geht es um Investitionen, die eine geringe Korrelation mit dem angestammten Geschäft der Firma hat, so dass die Präzision, mit der der Cash Flow der Firma ex-ante prognostiziert und ex-post erklärt werden kann, vor allem von Externen, stark eingeschränkt wird, so dass richtige Schlüsse aus Geschäftszahlen nicht gezogen werden können. *Wang* hypothetisiert somit, dass Fraud-Firmen höhere Investitionen haben, höhere Risiken durch Diversifikationen eingehen und diese Investments extern finanzieren, Fraud-bedingt zu niedrigen Kapitalkosten. Dabei sind vor allem F&E-Investitionen und Firmenkäufe vordergründig zu nennen. Bei den Mergern sind es Käufe, die durch Aktientausch finanziert werden und die vor allem Synergien heben sollen, die die Komplexität der externen Überwachung des Managements spürbar erhöhen und somit die Entdeckungswahrscheinlichkeit reduzieren, wodurch der Anreiz für Fraud steigt.

Einen weiteren Faktor, der die Wahrscheinlichkeit der erwarteten Entdeckung von Fraud beeinflusst, nennt *Wang* ‚Corporate Monitoring‘. Dabei geht es um die Rolle großer Shareholder, institutioneller Investoren, Auditors und dem Board of Director resp. den Aufsichtsorganen. Die Idee bei den großen Shareholdern ist, dass diese hohe Anreize wegen geringer Monitoring-Stückkosten pro Aktie und auch die entsprechende Macht haben, die Firma und sein Management effizient zu überwachen. Die sogenannte Block-Ownership reduziert die Neigung für Fraud und kann somit Fraud- von Nicht-Fraud-Firmen diskriminieren. Ähnliches gilt für große Institutionelle Investoren. Was die Rolle der Auditor anbelangt, so kann ihnen a priori eine wichtige Rolle zuerkannt werden, Fraud zu verhindern, indem sie die Entdeckungswahrscheinlichkeit erhöhen. Die Erfahrungen der letzten Jahre sprechen aber latent eine andere Sprache. *Wang* will aber zumindest die Qualität des Auditors basierend auf seiner Reputation und dem möglichen Reputationsverlust bei Versagen sowie seine Unabhängigkeit als Funktion seines Anteils an Nicht-Audit Geschäft in das Erklärungsmodell für Fraud einbeziehen. Dem Board of Director misst *Wang* eine wichtige Rolle im Modell zu. Dabei geht es vor allem um die Größe und Zusammensetzung des Boards, die die Unabhängigkeit des Boards vom Management indizieren soll. Neben der Board-Größe ist es der prozentuale Anteil der sogenannten Outside-Directors, also Direktoren, die nicht gleichzeitig zum Management als Executives gehören. Dabei zählen „grey“ Direktoren, die zwar extern und damit keine Manager resp. Officers sind, die aber enge persönliche und geschäftliche Beziehungen mit der Firma haben, nicht zu den outside Direktoren.

Einen weiteren Faktor nennt *Wang*. Dabei meint *Wang* einen vom Markt unerwarteten post-Fraud Rückgang der Firmen-Performance, nachdem die Fraud-bedingte Über-Performance aufhört zu wirken, was den Markt dazu verleiten wird, Fragen nach Fraud zu stellen, was die Fraud-Neigung potentiell reduziert. Man kann aber auch einen pre-Fraud Rückgang der Firmen-Performance meinen, den das Management durch Fraud verstecken will, was die Fraud-Neigung im Unterschied zur post-Fraud Under-Performance erhöht. Diesen letzten Gedanken nimmt *Wang* bei den Fraud-Nutzen-Faktoren auch auf, wonach ein Einbruch der Performance und des Wachstums einer Firma stark dazu beitragen kann, dass das Management dies durch Fraud vor dem Markt verstecken will. Allerdings ist dieser Faktor schwierig zu messen, da die Under-Performance ohne Fraud nicht erkennbar ist, da sie durch Fraud verfälscht ist.

Einen entscheidenden Einfluss auf den Fraud-Nutzen haben bei *Wang* die sogenannten ‚External Financial Needs‘. Dabei unterscheidet die Autorin zwischen projizierten und realisierten externen Finanzierungsbedürfnissen. Die projizierten externen Finanzierungsbedürfnisse ergeben sich aus dem Wachstum der Firmen-Assets, das über die maximale Wachstumsrate hinausgeht, die mit dem intern verfügbaren Kapital aus Erträgen finanzierbar ist. Der tatsächliche externe Refinanzierungsstrom wird ermittelt aus dem Buchwert des Zustroms an externem Eigenkapital und externen Schulden in Bezug auf den Buchwert der Firmen-Assets. Dies wird ergänzt durch den Leverage-Effekt aus kurz- und langfristige Schulden in Bezug auf die Assets, der so etwas wie ein Maß für den ‚Financial Distress‘ darstellt und die weitere Dringlichkeit, sich um externen Finanzierungen zu kümmern, ausdrückt.

In einem Dilemma steckt *Wang* bei dem Faktor ‚Insider Equity Incentives‘, was nach den obigen Ausführungen zu den Aktien-basierten Management-Entlohnungsformen nicht überrascht. Einerseits brächten die Aktien-basierten Incentives die Interessen des Managements mit den Interessen der Prinzipale in Deckung, was der Sinn dieser Entlohnungsform theoretisch und auch praktisch ist. Andererseits erhöhte gerade diese Entlohnungsform den Anreiz, durch Fraud den Aktienkurs zu erhöhen, um so die Entlohnung zu erhöhen. *Wang* führt deshalb Maße für die Stock Based Executive Compensation in ihr Erklärungsmodell ein.

Damit stellt *Wang* ein komplettes Fraud-Modell zur Verfügung, das quasi eine Vorlage für das Integritäts-Modell darstellt. Das Integritäts-Modell kann deshalb auch in weiten Teilen der Vorarbeit von *Wang* folgen. Was das Kapitel ‚Refinanzierungskosten und Kapitalkosten‘ als Nutzen nicht-integren Verhaltens anbelangt, so lernt man die Rolle der projizierten und realisierten externen Finanzierungsbedürfnisse als Fraud-Einflussfaktoren.

Gerade die Kapitalstruktur der Firma bietet Ansätze als Indikator. Dabei muss jedoch bemerkt werden, dass es Widersprüche in der empirischen Literatur gibt. So hat *Wang* keine Signifikanz im Leverage der Firma erkannt. Hier kommen *Jones* (2004) und *Spathis* (2002) zu abweichenden Ergebnissen. *Jones* (2004) ermittelt vergleichbar mit *Wang* (2005) mittels eines theoretisch empirischen Modells Indikatoren, die betrügerische Berichtserstattung vorhersagen können. Es geht *Jones* mit dem Leverage weniger darum, die Refinanzierungskosten von Fremdkapital unmittelbar durch Earnings Management zu reduzieren, sondern dass ein hoher Leverage vorsehend auf das Problem einstellen soll, dass die Firma wegen des hohen Anteils an Fremdkapital zunehmend auf den Aktien-Markt getrieben wird. Earnings Management soll dann dort für niedrigere Kapitalkosten sorgen. Auch *Spathis* kommt in seinen Untersuchungen zu signifikanten Werten. Univariate Tests von *Spathis* ergeben das Ergebnis, wonach der Leverage von Fraud-Firmen signifikant unterschiedlich ist von Nicht-Fraud-Firmen.

Fasst man die Ergebnisse von *Wang* (2005), *Jones* (2004) und *Spathis* (2002) zusammen, so ergeben tatsächlich gedeckter resp. erwarteter Bedarf für externe Refinanzierung der Firma signifikante Indikatoren für Management-Fraud durch betrügerische Berichtserstattung.

Eine umfangreiche Literatur beschäftigt sich theoretisch empirisch mit dem Zusammenhang zwischen ‚Seasoned Equity Offerings‘ (SEO) und Earnings Management. *Teoh/Welch/Wong* (1998) haben Earnings Management im zeitlichen Zusammen-

hang mit Seasoned Equity Offerings von Firmen untersucht, ein Klassiker in diesem Kontext. Das Papier untersucht, ob Firmen pre-SEO aggressives Earnings Management betreiben, um den Aktienkurs bei der Emission neuer Aktien hoch zu halten. Findet Earnings Management aus diesem Grund bei SEO statt, so die Autoren, dann müsste post-SEO der Aktienkurs resp. die Stock Performance negativ sein, da die Investoren nun auf Basis ungefälschter Informationen die Firma auf den fundamentalen Wert herunterstufen werden. „This earnings management hypothesis predicts that issuers have unusually high income-increasing accounting adjustments pre-issue and unusually poor earnings and stock return performance post-issue. Further, the hypothesis predicts worse performance for issuers with unusually large income-increasing accounting adjustments prior to the offering. We report evidence consistent with the earnings management hypothesis. The results indicate that discretionary current accruals have a stronger and more persistent influence on subsequent returns for seasoned equity issuers. Therefore, consistent with earnings management, we find evidence that high discretionary current accruals predict post-issue long-run earnings and stock return underperformance.“ (S. 64f) Damit zeigt sich, dass in einer Analyse von SEO-Firmen im Vergleich mit Nicht-SEO-Firmen und einer Einteilung der Firmen in Quartils gemäß ihrer Accruals Firmen indiziert werden können, die Pre-SEO Earnings Management betreiben, um ihre Kapitalkosten gering zu halten, allerdings um den Preis, dass Post-SEO ihre Aktienrendite negativ ist.

Einen anderen Aspekt des nicht-integren Verhaltens des Managements spricht *Jindra* (2000) an. Es ist nicht so sehr das aktive Earnings Management des Managements, um den Aktienkurs zum Zeitpunkt des SEOs zu erhöhen, sondern das passive Ausnutzen einer herrschenden Überbewertung zur Optimierung des Zeitpunktes des SEOs, was aber aus Sicht des Integritäts-Modells nahezu auf das Gleiche hinausläuft. *Jindra* bestätigt somit *Teoh/ Welch/Wong* (1998) ohne den Grund der Überbewertung zu analysieren. Beide empirischen Ansätze sind als Integritäts-Indikatoren nutzbar, zumal die Stichproben-Bildung, die dafür erforderlich ist, durch die Tatsache der SEO eindeutig ist.

*Shivakumar* (2000) bringt in den auch von ihm erkannten zeitlichen Zusammenhang zwischen Earnings Management und SEO einen neuen Gedanken, wonach es weniger die aktive Fehlinformation der Investoren durch das Management ist, sondern die Erwartung der Investoren, dass Earnings Management bei SEO stattfinden muss, und die Erfüllung der Erwartung durch das Management, indem es Earnings Management betreibt und dies nach SEO wieder neutralisiert. Aus Sicht des Integritäts-Modells muss auch dieses Verhalten als Nicht-integres Verhalten bezeichnet werden, da das Management, als am besten informiert, dem Markt, als schlecht informiert, seine Informationen signalisieren muss. Das Management weiß genau, dass der Markt falsch liegt und lässt den Markt in diese „Falle“ laufen und führt ihn sogar in diese „Falle“, in dem es Earnings Management betreibt. Eine weitere Bestätigung dieses Bildes liefern *Ching/Firth/Rui* (2002). Diese Bestätigung ist deshalb erwähnenswert, da die Autoren den asiatischen Markt für SEO untersuchen. Das zu beobachtende Phänomen des Earnings Managements vor SEO ist somit weltweit verbreitet, was heißt, dass die Frage nach der Integrität des Managements kulturunabhängig weltweit höchst relevant ist. *DuCharme/Malatesta/Sefcik* (2002) ergänzen die Frage durch die Differenzierung der Stichprobe um Firmen, die Earnings Management vor SEO betreiben und anschließend verklagt werden und vor Gericht stehen. Die Autoren zeigen, dass in diesen Fällen das Earnings Management besonders stark betrieben wurde. Aber auch in Firmen, die nach SEO nicht vor Gericht landen,

erkennen die Autoren wie alle oben zitierten Autoren signifikantes Earnings Management.

*Ho* (2003) bringt eine weitere Differenzierung in den Untersuchungsgegenstand, indem er zwischen Primary-SEO und Secondary-SEO unterscheidet und fragt, ob der enge Zusammenhang zwischen Earnings Management und SEO für beide Kategorien von SEOs gilt. Damit erkennt man weitere wichtige Kriterien für die Nutzung von Indikatoren. Reine sekundäre SEOs sind dabei nicht der Gegenstand der Indikation für die Integrität, da es sich dabei vor allem um Investoren handelt und nicht um das Management, was ja nicht der typische Prinzipal-Agent-Fall ist. Für einen weiteren Markt, nämlich Spanien, kann die These des Earnings Managements vor SEO bestätigt werden. *Pastor/Poveda* (2005) leisten dies mit ihrer theoretisch empirischen Studie. Eine starke Einschränkung der Opportunismus-These im Kontext SEO liefern *Di/Marciukaityte/Szewczyk*. Danach sehen sie eher das Bestreben des Managements darin, statt betrügerischem Earnings Management lediglich das nicht strafrechtlich verfolgte sogenannte Earnings-Smoothing zu betreiben, um das Klagerisiko zu vermeiden. Vermutlich ist dieses Ergebnis der Zeit geschuldet (2008), da hier bereits eine Fülle von Skandalen und Klagen sowohl den Gesetzgeber als auch den Markt höchst sensibilisiert haben. Dies impliziert, dass sowohl Gesetze als auch die Disziplinierung durch den Markt zu einer höheren Integrität des Managements geführt haben.

Einen weiteren Gedankengang führen *Chen/Gu/Tang* (2008) ein. Sie stellen die These auf, dass Earnings Management vor einem SEO nicht so sehr negativ korreliert ist mit einer negativen Aktienrendite nach dem SEO sondern mit einer Überbewertung der Aktie vor SEO. Damit sprechen sie den *Jensen*-Fall an, wonach das Management eine vom Markt ausgehende Überbewertung durch Earnings Management zeitlich verlängern will, insbesondere angesichts einer SEO. Zwar hat dieser Aspekt Konsequenzen für SEO-Indikator für Integrität, aber an der Aussage des Indikators dürfte sich im Prinzip dadurch nichts ändern. Eine wichtige Erweiterung liefern *Cohen/Zarowin* (2008). Sie unterscheiden zwischen Accounting-Transactions und Real-Transactions des Earnings Managements und kommen zu dem Ergebnis, dass nach SOX Earnings Management eher mit Real-Transactions vorgenommen wird. Dies ist vermutlich auch die Antwort darauf, dass *Di/Marciukaityte/Szewczyk* einen eher geringeren Zusammenhang zwischen Earnings Management mittels Accounting-Transactions und SEO festgestellt haben.

Damit sind starke Indikator bezüglich der Integrität des Managements verfügbar. Gerade bei SEO zeigt sich, wie integer das Management gegenüber seinen zukünftigen Prinzipalen ist. Das Argument, dass Earnings Management den Altaktionären hilft, ist nicht nachhaltig, da auch die Altaktionäre darunter leiden, wenn der Aktienkurs nach der SEO-Transaktion einbricht und wegen des gesunkenen Vertrauens in die Firma und damit einer höheren Liquiditätsprämie niedriger bleibt im Vergleich zu einer Situation, in der das Management integer mit dem Markt kommuniziert und hohes Vertrauen gewinnt, auch für den Sekundärmarkt und zukünftige SEOs.

### 3.1.4 'Corporate Control Benefit'

Das vorige Kapitel zeigt, dass der pekuniäre Nutzen nicht-integren Verhaltens des Managements, das sich in Manipulation und Fälschung der Berichtserstattung und im

Extremfall in Fraud zeigt, theoretisch stark (die entsprechenden Anreize sind existent) und empirisch weit verbreitet sind (die existierenden Anreize sind wirksam). Eine Sonderform der pekuniären Anreize ist in der Angst des Managements zu sehen, seinen Vertrag zu verlieren, nicht zuletzt wegen geringer Firmen-Performance, was effizient vor allem durch den Wert und die Wertentwicklung der Firma am Aktienmarkt gemessen werden kann. Man spricht hier vom ‚Benefit of Corporate Control‘. Grob gesprochen besteht er aus allen pekuniären Nutzenkomponenten eines Manager-Jobs zuzüglich aller nicht-pekuniären Komponenten, wie Macht, Einfluss, Prestige, soziale Anerkennung, Selbstverwirklichung etc. Die Literatur über Benefit of Corporate Control nutzt diese Kategorie, um den Wert des Manager-Jobs angemessen zu beschreiben und theoretisch und empirisch zu bewerten. Im möglichen Verlust des Manager-Jobs liegt ein hoher Anreiz für nicht-integres Verhalten des Managements. Wie geht das?

Da die Qualität des Managements nur schwer direkt beobachtbar ist, auch von quasi-Insidern wie den Board aber vor allem von den externen Aktionären, den Prinzipalen, sind die Prinzipale der Kapitalgesellschaft auf beobachtbare Signale angewiesen, die eine Aussage über die Qualität des Managements zulassen. Dies ist vor allem der Aktienkurs der Firma. Das Modell von *Goldman/Slezak* (2003) oben hat das eindrucksvoll gezeigt. Da ging es um die Entlohnungskomponente des Manager-Vertrages, die am Aktienkurs gemessen wird. Hier steht der Aktienkurs der Firma als Signal für die Qualität des Managements und damit für die Frage, ob das Management einen Vertrag resp. eine Vertragsverlängerung erhält oder nicht.

Durch eine Überbewertung des Aktienkurses, hervorgerufen durch Manipulation, Fälschung und Fraud, täuscht das Management eine hohe Qualität seiner Arbeit vor und wehrt damit alle Angriffe gegen sich ab, durch ein anderes Management ersetzt zu werden, gegenüber externen Manager-Teams (Market-for-Corporate-Control; Firma zu teuer), gegenüber Board (signaling), gegenüber Block Holder (signaling). Neben der Überbewertung des Aktienkurses als Instrument nutzt das Management in diesem Kontext auch sogenannte ‚Entrenchment‘-Maßnahmen, d. h. es verschanzt sich gegen Angriffe auf seinen Vertrag der Corporate Control. Sowohl Überbewertung als auch alle Verschanzungsmaßnahmen stellen aber Nicht-Integritäts-Verhalten dar, da beides die Prinzipale schädigt.

Der Schaden ist zweifach: 1) Überbewertung führt zu Verschwendung von Ressourcen, zu Fehlallokationen knappen Kapitals, zu Vertrauensverlust am Kapitalmarkt, etc. 2) Verschanzung des Managements führt dazu, dass der Einsatz eines besseren Managements verhindert wird, was wiederum zu Schäden für die Prinzipale führt. Generell gilt: Integres Verhalten des Managements impliziert, dass der Kapitalmarkt gegenüber der Firma optimale Entscheidungen treffen kann und damit gesamtwirtschaftlich und einzelwirtschaftlich eine optimale Kapitalallokation erfolgt, und dass der Manager-Markt i.w.S. gegenüber der Firma optimale Entscheidungen treffen kann, damit die knappe Ressource Management-Kapital optimal einzel- und gesamtwirtschaftlich eingesetzt werden kann. Dies ist explizit und/oder implizit der Auftrag der Prinzipale an das Management im Managervertrag, was das Management explizit/implizit auch verspricht. Etwas Anderes kann gar nicht das Versprechen des Managements an die Prinzipale sein. Damit wird eine hohe Workability in der Beziehung des Managements zu seinen Prinzipalen erreicht, was Integrität verlangt, und eine hohe Accountability für den strategischen Wert der Firma sichergestellt, was Integrität ebenfalls verlangt. Dies ist es, was Integrität mit „Honoring its Own Words“

verlangt. Überbewertung der Aktie durch Manipulation, Fälschung und Fraud sowie Manager-Verschanzung (Management Entrenchment) widersprechen dem Grundgedanken der Manager-Integrität.

Zunächst sollen mögliche Verschanzungsmaßnahmen des eingesessenen Managements gegen seinen möglichen Ersatz durch neue Manager, ob durch den Board oder durch externe Management Teams im Market-for-Corporate-Control, diskutiert werden.

*Shleifer/Vishny* (1989) haben die theoretisch empirische Diskussion über Management-Verschanzung in der wissenschaftlichen Literatur eröffnet und dabei einen besonderen Aspekt hervorgehoben, Manager-spezifische Investitionen. *Balsmeier* (2007) beschreibt das *Shleifer/Vishny* (1989)-Modell.

„Auf Grund einer indirekten positiven Verknüpfung zwischen einer spezifischen Ausrichtung der Unternehmensinvestitionen und persönlichen Vergünstigungen hat der Manager einen Anreiz, vom gewinnmaximalen Investitionsverhalten abzuweichen. Eine entsprechende Abweichung vom gewinnmaximierenden Verhalten ist für den Manager solange nutzenmaximierend, als die damit verbundenen Mindergewinne, die den Manager als Shareholder betreffen, durch den Zugewinn individueller Nutzenvorteile überkompensiert werden.

Vergünstigungen entstehen im *Shleifer-Vishny* (1989)-Modell indirekt aus einer mittels managerspezifischer Investitionen herbeigeführten Verschanzung des Managers. Spezifisch sind Investitionen dann, wenn sie zum einen irreversibel sind und zum anderen in besonderem Maße durch die Fähigkeiten und Kenntnisse des amtierenden Managers begünstigt werden. Die spezifischen Investitionen gewinnen daher in der bestehenden Beziehung zwischen Prinzipal und Agent einen Wert, der in jeder anderen Beziehung geringer wäre. Von entscheidender Bedeutung ist in diesem Kontext, dass der Manager nicht aus seinem persönlichen Vermögen spezifisch investiert, sondern aus dem der Kapitaleigner. Durch seine Dispositionsbefugnis kann der Manager folglich direkten Einfluss auf das Ausmaß der Bindung der Kapitaleigner an ihn selbst nehmen. Bis zu welchem Ausmaß dies dem Manager gelingt, kann als Grad der Verschanzung des Managers interpretiert werden. Dieser ergibt sich konkret aus der Differenz zwischen den Fähigkeiten und Kenntnissen des amtierenden Managers und den Fähigkeiten und Kenntnissen eines Herausforderers, bereits ausgeführte spezifische Investitionen zu managen. Steigt diese Differenz, führt dies zu einem größeren Verhandlungsspielraum des Managers gegenüber den Kapitaleignern. Den höheren Verhandlungsspielraum kann der Manager im Weiteren z.B. zur Steigerung seiner Vergütung oder Genehmigung persönlichen Konsums einsetzen und diesen somit direkt in individuellen Nutzengewinn umwandeln. Der diskretionäre Entscheidungsspielraum, welche Investitionen das Unternehmen durchführt, erlaubt dem Manager infolgedessen, indirekt Einfluss auf sein eigenes Vergütungs- und Vergünstigungsniveau zu nehmen. Die Generierung von Vergünstigungen und Reduzierung von Einbußen wird er solange ausnutzen, bis die hiermit induzierten marginalen Kosten, die er selbst trägt, seinem persönlichen marginalen Zugewinn entsprechen.“ (S. 4f)

Damit kann es dem eingesessenen Management gelingen, seinen Job-Verlust und den Ersatz durch ein anderes Management für die Prinzipale resp. alternative Management Teams so unattraktiv zu machen, dass er unterbleibt, auch wenn die Qua-



lität des eingesessenen Managements inferior ist. *Dhaoui/Jouini* (2010) differenzieren die Art der Investitionen, die eine hohe Verschanzung durch Manager-spezifische Investitionen ergeben. Die Studie zeigt, dass vor allem Investitionen in F&E dazu beitragen können, das Management zu verschanzen. Eine Neuausrichtung der Firma auf internationale Märkte sowie die Refinanzierung durch interne Ressourcen statt durch den externen Kapitalmarkt können ebenfalls zu einer Verschanzungs-Strategie beitragen.

*Li* (2009) sieht in Investitionen in Informations-Technologie einen Ansatz für das Management, seine Verschanzung zu verstärken. Die Idee ist, dass der Manager besser in der Lage ist, die neue Technologie zu managen als ein potentieller Nachfolger. *Shleifer/Vishny* (1989) gehen in ihren Ausführungen über Manager-spezifische Investitionen darüber hinaus und betrachten Kontrakte, Akquisitionen und Desinvestitionen. Über explizite Kontrakte können Manager zu einer sehr effizienten Verschanzung kommen, z.B. Kreditverträge, die fällig werden, wenn der Manager die Firma verlassen muss. Implizite Kontrakte sind dafür ebenfalls geeignet, aber viel schwieriger zu erkennen, z.B. eine hohe persönliche Reputation des Managers bei Kunden, Mitarbeitern oder Lieferanten, so dass der Manager die hohe Reputation besitzt und nicht die Firma. Auch Akquisition und Desinvestition von Geschäftsbereichen als Verschanzungs-Strategie sind geeignete Vorgehensweisen eines eingesessenen Managers, sich gegen eine Entlassung zu schützen.

Damit hat das Management eine Fülle von Möglichkeiten, sich für das Unternehmen so wertvoll zu machen, dass ein Ersatz am Markt nicht möglich ist, obwohl dadurch der Wert der Firma geringer ist, als wenn das Management die Verschanzungs-Maßnahmen nicht unternommen hätte. *Balsmeier* (2007) schlägt deshalb eine Abfindungsregelung vor, die das Problem lösen soll.

Die spannende Frage ist nun, wie man das ‚Entrenchment via Manager-Specific Investments, Contract and Acquisition/Divestitures‘ beobachten, messen und bewerten kann. Die Literatur gibt nur wenig Hinweise dafür, außer *Dhaoui/Jouini* (2010). Danach lässt sich aus dem Investitionsverhalten einer Stichprobe, die nach Kriterien für Integrität gebildet wird, ein Modell erstellen, das für eine Firma eine Indikation geben kann, ob das Investitionsverhalten, z.B. F&E oder internationale Ausrichtung, zu einer Verschanzung des Managers geführt hat.

Vor allem dem Schutz gegen einen Ersatz des Managements aber auch des Boards durch den Market-for-Corporate-Control kommt eine große Bedeutung zu. Hier kommen nun Fragen der Eigentümer-Struktur ins Spiel. Durch Veränderungen der Eigentümer-Struktur kann das Management seine Entlassung nach einer Übernahme erschweren und damit Verschanzung betreiben. Die theoretische Literatur beschäftigt sich mit der Frage der Eigentümer-Struktur und der Manager-Verschanzung. Allerdings sind die Belege dafür, dass das Management durch die bewusste Gestaltung der Eigentümer-Struktur einen spürbaren Einfluss auf die Möglichkeit hat, Verschanzung zu betreiben, eher schwach.

Einige Autoren diskutieren die Frage, wie die Kontrolle über die Firma durch besondere Konstruktionen der Anteilsrechte gewonnen und erhalten werden kann. Die Stichworte sind ‚Stock Pyramids‘, ‚Cross-Ownership‘ und ‚Dual Class Equity‘. Vor allem *Bebchuk/ Kraakman/ Triantis* (2000) widmen sich dieser Frage intensiv in theoretischer Form. Der Kern der Frage geht um die Möglichkeiten für das Management,

ohne Eigentümer-Unternehmer, also im Mehrheitsbesitz der Anteile, zu sein, die Kontrolle über das Unternehmen zu besitzen. Diese Form der Verschanzung käme einer Entmachtung der Prinzipale ohne deren Enteignung gleich. Gibt es diese Möglichkeit, könnte ein Agent (Manager) sich vom Prinzipal (Investor, Aktionär) unabhängig machen und zum Quasi-Prinzipal werden. Die Grundidee der Separation of Ownership and Control, das Markenzeichen der Kapitalgesellschaft, wäre ad absurdum geführt. Dies müsste spürbare Auswirkungen auf die Agency Kosten und damit die Performance der Firma haben, ein gewaltiger Widerspruch zur Philosophie der Manager-Integrität, die fordern müsste: Entweder Agent + Prinzipal = Eigentümer-Unternehmer mit voller Risikopartizipation, oder strenge Trennung von Eigentum (Risiko) und Führung (Entscheidung) mit effizienter Arbeitsteilung. Derartigen Konstruktionen können somit starke Indikatoren für die Integrität des Managements sein. Dabei kommt es, wenn es nicht das Management ist, das sich dadurch die Stimmrechte absichert, ohne Eigentümer der Firma zu sein, zu einer Koalition zwischen Management und der sogenannten ‚Controlling Minority Shareholder‘ (CMS), um das Übernahme-Risiko zu eliminieren. Es geht sogar so weit, dass die CMS das eigentliche Management darstellt, zumindest in den strategischen Fragen, das ja, so die Definition des Managements im Bild der Separation of Ownership and Control, Entscheidungsgewalt basierend auf der Fähigkeit Entscheidungen zu treffen, ohne die Risiken als Investor zu tragen. Management und CMS schließen einen impliziten Anti-Takeover-Vertrag. CMS und Management sind das Management und damit der Agent, während die machtlosen restlichen Aktionäre die Prinzipale sind.

*Bebchuk/Kraakman/Triantis* (2000) diskutieren verschiedene Formen der Verschanzung der CMS durch ‚Dual Class Stocks‘, ‚Stock Pyramids‘ und ‚Cross-Ownership Structures‘. Entscheidend dabei ist die Größe  $\alpha$ . Diese Größe gibt an, wie viele Anteile (Cash Flow Rights + Voting Rights) ein Aktionär halten muss, um die Kontrolle (Voting Rights) über eine Firma erhalten zu können. Haben z.B. 50% der Anteile einer Firma Stimm- und Ausschüttungsrechte, während die restlichen 50% der Firmen-Anteile keine Stimmrechte sondern nur Ausschüttungsrechte aufweisen, so genügen für die Mehrheit von 50% Stimmrechten 25% der Anteile mit Stimmrechten. Der Aktionär hat damit 50% Stimmrechte, trägt aber nur 25% der Risiken der Ausschüttungsrechte. Je kleiner  $\alpha$  ist, umso größer ist die Verschanzung des Managements + CMS.

Generell lässt sich sagen, dass die Verschanzung mit abnehmendem  $\alpha$  zunimmt, und zwar überproportional. Mit zunehmendem Private Benefit of Corporate Control der herrschenden CMS und abnehmendem  $\alpha$  nehmen die Agency Kosten der Verschanzung für die restlichen Aktionäre, also die eigentlichen Prinzipale, zu. Damit zeigt sich, dass eine Verschanzung von Management + CMS durch derartige Konstruktionen eindeutig ein nicht-integres Verhalten darstellt. In diesem Bild ist es Aufgabe des Managements, alles zu unterlassen, was eine Optimierung der Firmen-Performance durch ein neues Management verhindert, da es die Shareholder in ihrer Funktion als Prinzipale behindert. Konsequenter wäre in diesem Bild für ein integriertes Management, aus der Firma eine Eigentümer-geführte Firma zu machen, die sich am Bond-/Kredit-Markt refinanziert. Dort hätte sie es mit Außenfinanciers zu tun, die sie mehr oder weniger streng überwacht, Bedingungen und Konditionen in die Verträge schreiben und deren Risiken deutlich geringer bezüglich einer Verschanzung sind als für die entmachteten Aktionäre in der CMS-Struktur. Dieser Gedanke zeigt sich auch bei *Almeida/Wolfenzon* (2005), die zeigen, dass Stock Pyramids effiziente Eigentümer-Strukturen für Family Business Groups darstellen können.

*Bebchuk/Cohen/Ferrell* (2004) haben einen Entrenchment-Index (E-Index) entwickelt, um die Verschanzung des Managements vor allem gegenüber dem Replacement durch den Market-for-Corporate-Control zu messen. Die Autoren ergänzen ihre Analyse um Variablen aus dem Governance-Index von *Gompers/Ihsii/Metricks* (2003), der später im Kapitel Governance noch diskutiert wird. Der E-Index setzt sich zusammen aus:

- „Staggered Board
- Limits to Amend Bylaws
- Limits to Amend Charter
- Supermajority
- Golden Parachutes
- Poison Pills“ (S. 7ff)

Dabei kommt dem E-Index eine hohe Bedeutung bei der Frage der Verschanzung des Managements zu. Auch *Baber/Kang/Liang* (2005) kommen zu einem ähnlichen Ergebnis. *Collins/Huang* (2011) nutzen den E-Index in ihrer Analyse und stellen fest, dass ein hoher E-Index zu hohen Kapitalkosten der Firma führt, was hohe Agency Kosten und damit eine niedrige Integrität bedeutet. Insbesondere der Classified/Staggered Board spielt im E-Index eine große Rolle. Dies zeigt *Faleye* (2006). Auch *Bebchuk/Cohen* (2005) zeigen die hohen Agency Kosten von verschanzten Boards. *Dezsö* (2005) analysiert den Zusammenhang zwischen Verschanzung und CEO-Turnover. Auch hier zeigt sich, dass c.p. ein hoher E-Index zu einer geringeren Neigung führt, den CEO zu ersetzen, was zeigt, dass Verschanzung funktioniert.

Manager's Replacement Threat, als erwartete Kosten des Managers bei Verlust des Jobs, setzt sich folgendermaßen zusammen:

*Manager's Replacement Costs (Replacement Threat) = Probability of Replacement \* Job Value (Private Benefit of Corporate Control)*

Zuerst also die Frage: Wie hoch ist der Job-Wert des Managers der Firma? *Bebchuk* (1999) hat als einer der Ersten das Thema diskutiert und dabei die Komponenten definiert. Dabei geht es ihm um die Frage, ob ein Firmengründer beim Going Public die Kontrolle über das Unternehmen ganz, teilweise oder gar nicht abgibt. Dies, so sein Ergebnis, hänge maßgeblich vom Wert der Private Benefit of Corporate Control ab. *Bebchuk* zählt Komponenten auf. „The private benefit B that the manager at T=2 will get includes all those elements of value that will flow to the manager by virtue of its control. These benefits include benefits from self-dealing transactions, taking corporate opportunities, trading on inside information, taking excessive executive compensation or perks, and so forth. Note that B is likely to be a function of the country's legal system -- including not only its rules and doctrines but also its systems of implementation and enforcement.“ (S. 8)

Ein wichtiger Teil der ökonomischen Jobnutzen-Komponenten stellt das sogenannte ‚Self-Dealing‘ des Managements dar. *Johnson/La-Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer* (2000) nennen dies ‚Tunnelling‘. *Shleifer* (2007) zeigt ebenfalls die Varianten des Self-Dealings auf. *Dyck/Zingales* (2001) diskutiert Self-Dealing-Transaktionen eher ausgewogen als teilweise Vertragsbestandteil des Managements und damit Teil des Kompensationen-Pakets und teilweise als nah an der Grauzone von Fraud. Auf je-

den Fall stellt Self Dealing Jobnutzen dar, der, wenn er hoch ist, Anreize für nicht-integres Verhalten des Managements impliziert.

Die bisher diskutierten Komponenten für Private Benefit of Corporate Control von *Bebchuk* (1999) und Self-Dealing stellen wichtige Indikatoren für nicht-integres Verhalten des Managements dar. Sie werden von nicht-integrem Management benutzt. Das Problem für die Integritäts-Indikation ist die Messung. Deshalb ist es wichtig, Proxies, also Ersatzvariablen zu finden. Dies ist Gegenstand der folgenden Literatur. Dabei gibt es zwei Ansätze: Einmal geht es um ‚High Value of Voting Rights‘; zum Zweiten wird der ‚High Value of Controlling Blocks‘ geprüft. *Zingales* (1995) entwickelt ein theoretisch empirisches Modell zur Messung der Private Benefit of Corporate Control an Hand des Marktwertes von Stimmrechten. *Hauser/ Lauterbach* (2003) beschäftigen sich theoretisch empirisch mit dem Wert von Stimmrechten in den Fällen, in denen es sogenannte Dual Class Stocks gibt. Dabei notieren sie, dass man differenzieren muss zwischen kleinen Transaktionsgrößen und Block-Transaktionen. *Nenova* (2003) analysiert die Bewertung von Stimmrechten am Markt. Dabei geht sie sehr intensiv auf die Methodik zur Berechnung des ‚Value of Control-Block Votes‘ ein. *Barclay/Holderness* (1989) untersuchen Block-Transaktionen in Bezug auf Private Benefit of Corporate Control. Dabei finden sie eine Prämie of Block-Transaktionen, die Benefit of Control indiziert. Je grösser die Block-Transaktion, umso höher die Prämie c.p. Somit sind es Private Benefits of Control, deren Wert im Wert von Block-Transaktionen enthalten sind.

Relationship-spezifische Investitionen des Managements sind Investitionen des Managements in eigene Fähigkeiten, die auf die Firma zugeschnitten sind und sowohl die Effizienz der Firma und damit auch die Möglichkeiten der Private Benefit of Corporate Control erhöhen. Diese Investitionen werden „mit dem Geld des Managers“ getätigt. Die Literatur dazu und insbesondere zur Frage, wie die Relationship-spezifischen Investitionen auf die Private Benefit of Control des Managements wirken, ist wenig ergiebig. *Rajan/Zingales* (1996): „Power in a Theory of Firm“, postulieren einen Kontext zwischen ‚Access to Critical Resources/Assets‘ und Anreizen der Manager, in die Firma zu investieren, um Machtbefugnisse in der Firma zu realisieren. Schlussfolgerung: Manager-spezifische Investitionen und Relationship-spezifische Investitionen sind somit komplementär. Relationship-spezifische Investitionen erhöhen somit die Private Benefits of Control (so auch bei *Muthoo* (1998)). Selbstredend ist auch die Messung der Relationship-spezifischen Investitionen als Außenstehender sehr schwierig.

Zwischenergebnis: Abschließend zu Private Benefit of Corporate Control lässt sich sagen, dass dieser Indikatorbereich sehr schwierig zu messen und zu bewerten ist. Allerdings ist der Grundgedanke, der dahinter steht, für die Frage der Integrität des Managements von Bedeutung. Bei extrem hohem Jobnutzen und der Gefahr, dass das Management durch die Prinzipale ausgetauscht werden soll, ergibt sich eine hohe Indikation, dass das Management auf nicht-integere Verhaltensweisen ausweicht.

Nun soll gefragt werden, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, dass das Management durch die Prinzipale resp. ihren Agenten, den Board, durch ein neues Management ersetzt werden soll. Dabei lässt sich eine Reihe von theoretisch empirischen Modellen nutzen.

*Morck/Shleifer/Vishny* (1988) beschäftigen sich mit den Charakteristiken von feindlichen und freundlichen Übernahmen. Dabei definieren sie feindliche Übernahmen als disziplinierend, ganz im Sinne des Market-for-Corporate-Control nach *Jensen*, und freundliche Übernahmen als synergetisch. Die Autoren prüfen die Eigentümer-Struktur und kommen zu dem Ergebnis, dass freundliche Übernahmen meist einen hohen Eigentümer-Anteil des Boards und des Managements aufweisen, mit dem Eigentümer-Unternehmer im Extremfall, der durch die freundliche Übernahme seinen Ausstieg aus dem Unternehmen bewerkstelligen will. Auch prüfen sie die Assets und deren Performance. „The results suggest that the targets of friendly acquisitions have a Tobin's q comparable to that of non-targets, but that hostile targets have a lower q. Hostile targets not only have a low q within their industry but also are concentrated in low-q industries. Friendly targets are younger and faster growing firms than hostile targets and are basically indistinguishable from the sample as a whole in terms of performance variables.” (S. 103)

*Lang/Stulz/Walking* (1989) beschäftigen sich mit dem Tobin-q als Charakteristikum von Käufer-Firma und Ziel-Firma. Geringe q-Firmen, vermutlich Ziel-Firmen, und hohe q-Firmen, vermutlich Käufer-Firmen, sprechen für eine Übernahme mit dem Ziel, das Management der Ziel-Firma auszutauschen. *Mitchell/Lehn* (1990) untersuchen, ob schlechte Käufer-Firmen („bad bidders“) gute Ziele für Übernahmen werden. Darin ist eine Übernahme das Problem und dessen Lösung zugleich. Schlechte Käufer-Firmen werden zu guten feindlichen Ziel-Firmen, was man als Indikator interpretieren kann. *Lehn/Zhao* (2004) analysieren den sogenannten CEO Turnover nach einer Akquisition. Sie zeigen, dass es nicht nur eine Bedrohung des Managements durch Übernahmen gibt, sondern dass es für schlechte Käufer-Firmen auch eine Bedrohung des Managements durch den Board gibt. Manager einer schlechten Käufer-Firma werden durch den Board entlassen und ersetzt. *Bresser/Valle Thiele/Biedermann/Lüdeke* (2005) zeigen den Zusammenhang zwischen Firmen-Performance und der Entlassung des CEOs. *Wiersema/Zhang* (2008) untersuchen die Rolle der Analysten bei der Entlassung des CEOs. Sie zeigen, dass der Board die Informationsproduktion der Analysten für seine eigene Monitoring-Funktion nutzt. *Farrell/Whidbee* (2003) analysieren ebenfalls Bestimmungsgründe für die Entlassung des CEOs. Ein weiterer interessanter Aufsatz ist von *Adams* (2005). Danach zwingen hohe Kosten des Fremdkapitals den Board, den CEO zu ersetzen. *Powell* (1997) zeigt modellhaft die Wahrscheinlichkeit für einen Takeover einer Firma auf. Es sind Free-Cash-Flow und Ungleichgewichte in den für Wachstum erforderlichen Firmen-Ressourcen („Growth-Resources Imbalance“).

Firmen weisen Charakteristiken auf, die darauf hinweisen, dass die Firma Ziel einer feindlichen Übernahme mit anschließendem Ersatz des Managements oder Boards ist. Die Literatur über feindliche Übernahmen kennt auch Analysen über die Stimmung in den Firmen einer ganzen Industrie, das herrschende Management auszutauschen. Diese Ansätze können auch als Indikatoren für den Replacement Threat des Managements der Firma genutzt werden. *Agrawal/Knoeber* (1995) zeigen, dass es einen Zusammenhang zwischen der Management-Entlohnung und der Übernahme-Bedrohung gibt. Die Frage ist, wie man die Industrie-weite Übernahmen-Bedrohung misst. Es ist die Anzahl der Übernahmen in einer Industrie. *Jenter/Kanaan* (2008) postulieren, dass eine Industrie-Rezession eine Industrie-weite Übernahme-Bedrohung induziert.

*Shleifer/Vishny* (1988) sehen eine Industrie im Abschwung resp. vor fundamentalen Veränderungen als sehr anfällig für feindliche Übernahmen von Firmen. *Morck/ Shleifer/ Vishny* (1988) sehen in einem sehr niedrigen Tobin-q einer Industrie einen Indikator für einen hohen ‚Replacement Mood‘ in der Industrie. *Wiersema/Zhang* (2008) sehen in negativen Industrie-Analysten-Berichten mit einer hohen Abdeckung und einer niedrigen Streuung einen starken Indikator für einen hohen Replacement Mood in der Industrie.

Der letzte Indikatorbereich im ‚Manager’s Replacement Threat‘ ist ‚Exit/Voice‘ von Großaktionären und aktiven Investoren als eine Frühwarnung der Prinzipale, dass das Management das Vertrauen der Prinzipale zu verlieren droht, so dass ein Ersatz des Managements vor der Tür stehen könnte. *Barclay/Holderness* (1989) äußern sich zu Block-Transaktionen. Die Autoren zeigen in ihrer Studie, dass Block-Transaktionen ein Indikator für einen Replacement Threat sein können, vorausgesetzt Block-Transaktionen können erkannt werden. *McCahery/Sautner/ Starks* (2009) äußern sich zu sogenannten ‚Shareholder Activism Measures‘. *Edmans/ Manso* (2009) diskutieren die Rolle von Exit und Voice großer Aktionäre und aktiver Investoren auf die Governance und einen möglichen Replacement Threat für das Management. Dabei stellen sie eine hohe Effizienz des Exits von multiplen Großaktionären (Block-Holder) fest. Multiple Block-Holder reduzieren durch ihren Exit den Aktienkurs auf den „wahren“ Wert, wodurch wiederum Anreize für feindliche Übernahmen entstehen. Damit ist der Exit der Block-Holder ein Frühwarnungs-Indikator für die Bedrohung des Managements.

*Gillan/Starks* (2007) zeigen, dass sowohl Exit als auch Voice Möglichkeiten großer Aktionäre und aktiver Investoren sind, inferiore Manager zu ersetzen, wobei Voice die Vorstufe zum Exit ist, quasi ein sehr frühes Warnsignal. Voice hat neben Board/Management-bezogenen schriftlichen Eingaben zum Ziel, Management-Verschanzungen zu kritisieren. *Parrino/Sias/Starks* (2002) analysieren den Exit von Investoren im Kontext des CEO-Ersatzes.

Die Shareholder einer Firma haben Möglichkeiten, ihre Unzufriedenheit mit dem Management auszudrücken und einen Ersatz für das herrschende Management anzustreben. Voice: Kommen auf einer Aktionärs-Versammlung genügend Stimmen zusammen, dann kann diese Majorität einen Ersatz des herrschenden Managements durchsetzen. Aber auch deutliche Widersprüche großer Aktionäre quasi als Warnung an das Management sind Indikatoren für eine mögliche Neubesetzung des Managements. Exit: Diese Idee gilt in abgeschwächter Form für den Fall, dass die ausgewählten Aktionäre ihre Unzufriedenheit über das Management durch Exit ausdrücken.

Soweit also der Nutzen nicht-integren Verhaltens des Managements. Es ist der pekuniäre Nutzen im Kontext der Manager-Entlohnung, den ein Manager aus Manipulation, Fälschung und Fraud ziehen kann. Es ist aber auch der Private Benefit of Corporate Control, den ein Manager hat, wenn er seinen Job nicht verliert und dies durch nicht-integres Verhalten, z.B. durch Verschanzungsmaßnahmen, sicherstellen kann, sollte er unter der Drohung leiden, durch ein neues Management ersetzt zu werden.

### 3.2 Effizienz nicht-integren Manager-Verhaltens

Nicht-integeres Verhalten wird vom Management nur dann praktiziert, wenn die eingesetzten Maßnahmen auch wie gewünscht wirken. Man kann dieses Bild auch in Analogie zu Investitionsentscheidungen zeichnen, wonach eine Investition nur dann durchgeführt wird, wenn ihr Ertrag den gesetzten Ertragszielen mindestens entspricht.

Effizienz heißt z.B., dass der Aktienkurs durch Manipulation, Fälschung und Fraud des Managements nach oben getrieben werden kann. Dagegen sprechen z.B. Hype-Situationen einer Industrie, in denen alle Firmen der Industrie einen Höhenflug ihrer Aktie erfahren. Eine Fälschung der Bilanz wird deshalb keine weitere Erhöhung der Aktie bringen, auch genügt dem Management der Höhenflug der Aktie für ihre eigenen Ziele. Liegt die Industrie dagegen in einer tiefen Depression, unter der alle Firmen der Industrie leiden, kann auch eine Fälschung der Bilanz die Marktteilnehmer nicht dazu bringen, die Aktie höher zu bewerten. Damit ergibt sich eine Konjunkturzyklus-Theorie der Manager-Integrität. Dies heißt, dass man im Hype und in der tiefen Depression leicht integer sein kann, da Nicht-Integrität keinen Ertrag z.B. im Sinne der gewünschten Überbewertung der Aktie bringt.

Fälschung, Manipulation und Fraud werden demnach erst in einer Konjunkturphase interessant, in der ein differenziertes Monitoring durch den Markt vorgenommen wird. Fälschungen der Bilanz können somit erfolgreich zu Überbewertung führen, so dass die Effizienz so hoch ist, dass sich das Management zu nicht-integerem Verhalten entscheidet. Dieses Bild wird von *Povel/Singh/Winston* (2004) vertreten und als ‚Boom, Bust and Fraud‘ bezeichnet. Damit kann das Integritäts-Modell mit einer entsprechenden Konjunkturkomponente unterlegt werden.

Neben der Frage der Reaktionen der Kapitalmarktteilnehmer auf Fraud-Maßnahmen entscheidet auch die Situation der Firma darüber, ob Manipulation, Fälschung oder Fraud die beste Entscheidungsalternative des Managements ist und somit unternommen wird oder nicht. Firmen, deren Performance gut ist, die aber sehr hohe Risiken in ihren Assets versteckt haben, sind Kandidaten dafür. *Fanning/Cogger/Srivastava* (1995) arbeiten mit einem Neuronalen Netzwerk, um Fraud frühzeitig zu erkennen. Dabei stützen sie sich auf ca. 50 Fragen an die Firma und das Management. Darin sind auch Risikofragen angelegt. Der Indikator ‚High Firm Risk as Condition for Out-of-Integrity‘ zeigt danach folgende Struktur:

- Unerfahrenes oder Risiko-freudiges Management in der Firma resp. erfahrenes Management verlässt die Firma.
- Hochriskante Geschäftsstrategie.
- Umfangreiche Akquisitionen völlig neuer resp. globaler Geschäftsbereiche.
- Widrige legale Umstände der Geschäftstätigkeit mit dem Risiko hoher Strafen resp. Verbote.
- Investitionen in völlig neue Technologien.
- Analysten: Hohe Risiken in der Firma.
- Hohe systemische Risiken.

Eine sehr erfolgreiche Firma und sein Management mit einer guten bis hervorragenden Geschäftsstrategie verhalten sich integer und können damit die Unternehmens- oder eigene Ziele erfolgreich verfolgen. Deshalb gibt es in der Literatur den Fraud-typischen Performance-Verlauf. *Fanning/Cogger* (1998) sowie *Spathis* (2002) nutzen in ihren Fraud-Prognose-Modellen Indikatoren für eine Firma mit geringer Perfor-

mance. In der Literatur verbreitet genutzt ist der Z-Score von *Altman, Fanning/ Cogger* (1998) nutzen den Z-Score folgendermaßen:

$$Z = 1,2 \text{ (working capital/total assets)} + 1,4 \text{ (retained earnings/total assets)} + 3,3 \text{ (earnings before interest and taxes/total assets)} + 0,06 \text{ (market value of equity/book value of total debt)} + 1,0 \text{ (sales/total assets)}$$

Nicht-Fraud Firmen haben Z-Scores deutlich über 1, während Fraud-Firmen einen Z-Score unter 1 aufweisen.

Interessant ist die Diskussion in der Literatur über den Fraud-typischen Performance Verlauf. Das Modell *Johnson/Ryan/Tian* (2003) unterscheidet zwei Modelle. Einmal wird ein Fraud-typischer Verlauf des Aktienkurses gesucht. Hier stellen die Autoren jedoch keinen Unterschied zwischen Fraud und Nicht-Fraud Firmen fest. Dies liegt an der Fraud-Effizienz der Fraud-Firmen, so dass der Aktienkurs der Fraud-Firmen ohne Fraud deutlich unter der Aktienkurs-Entwicklung der Nicht-Fraud Firmen läge. Fraud zerstört diesen Indikator. Also suchen die Autoren nach einem anderen Indikator und werden fündig im Earnings per Share-Verlauf von Fraud-Firmen im Vergleich zu Nicht-Fraud-Firmen.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass die Komponente ‚Effizienz nicht-integren Verhaltens‘ für die Prognose von Fälschung, Manipulation oder Fraud eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielt, dass sie allerdings sehr sorgfältig eingesetzt werden muss, insbesondere dann, wenn sie Effizienz verneint, und damit alle anderen Indikatoren negativ dominiert.

### 3.3 Überoptimismus als nicht-integres Manager-Verhalten

Eine Sonderfacette nicht-integrierer Manager sind überoptimistische Manager. Darin enthalten sind ‚over-optimistic‘, ‚over-confident‘, ‚egocentric‘, ‚over-ambitious‘, ‚narcissistic‘ Manager.

*Malmendier/Tate* (2002, 2005) haben sich mit ‚suspicious overconfident person of CEO‘ beschäftigt. Diese CEOs überschätzen die Qualität ihrer Investment-Projekte und betrachten externe Finanzierungen als zu kostenaufwendig. Das Ergebnis ist, dass sie mehr investieren, wenn sie interne Finanzierungsquellen haben. Die Autoren klassifizieren CEOs als overconfident, wenn diese es stets versäumen, ihre In-the-Money-Optionen auszuüben oder wenn sie gewohnheitsmäßig Aktien ihrer Firma kaufen. Im Ergebnis reagieren Investitionen auf einen positiven Cash Flow dann besonders sensibel, wenn der CEO überoptimistisch ist. Zusätzlich spielen Faktoren, wie Ausbildung, Karriere-Track Record, Zugehörigkeit zu sozialen Kohorten, Militärservice und Status in der Firma eine analoge Rolle hinsichtlich der Korrelation zwischen Cash Flow und Investition.

Der Overconfidence-Indikator ‚Portfolio/Trading Behavior‘ wird von den Autoren ergänzt durch eine Studie in 2005. Darin präsentieren die Autoren einen Zusammenhang zwischen CEO-Presse-Präsenz und Investmententscheidungen. Dieser Indikator für CEO-Overconfidence hängt somit nicht von den Handlungen des CEOs sondern von der Einschätzung Externer ab. Höchst interessant aber auch fast unterhaltsam sind die Ausführungen von *Malmendier/Tate* (2007) zu CEO Superstar. Die Autoren finden heraus, dass CEOs, die den Status des Superstars durch den Gewinn



hoch angesehener Auszeichnungen der Wirtschaftspresse erlangt haben, anschließend eine deutliche Under-Performance ihrer Firma und gleichzeitig deutlich höhere Kompensationen erzielen. Auch wenden sie vielmehr Zeit auf für öffentliche und private Aktivitäten außerhalb der Firma, z.B. um weitere Board-Sitze zu erwerben oder Bücher zu schreiben. Auch, was überraschend ist, das Ausmaß an Earnings Management nimmt bei den Superstars zu. Das Resultat ist, dass der Star-Kult bei Managern zu massivem Fehlverhalten führt. Da bei diesen Firmen auch deutliche Schwächen in der Governance zu beobachten sind, liegt es auf der Hand, dass diese Superstar-Firmen ein hohes Risiko mangelnder Integrität eingehen.

Auch machtvolle CEOs zeigen nicht nur eine Schwäche in der Governance sondern auch in der Selbstwahrnehmung ihrer Person, die zu überoptimistischen Verhalten führen kann. *Adams/Almeida/Ferreira* (2003) entwickeln ein Maß für die Machtfülle des CEOs in der Firma. Ziel der Analyse ist, den Einfluss der CEO-Macht auf die Performance der Firma zu messen. Das Maß für Macht setzt sich zusammen aus: i) „dummy variable that indicates whether the CEO is also one of the company's founders.“ ii) “dummy that indicates whether the CEO is the only insider on the board.“ iii) “dummy that measures the concentration of titles in the hands of the CEO. This dummy is equal to one if the CEO accumulates both the Chairman and the President titles. For example, if the CEO is not the Chairman of the Board, we expect him to have less influence over decisions, since the Chairman often has an important role in strategic decision-making.” (S. 7f)

Sieht sich der CEO als Mittelpunkt der Firma und etwas überspitzt der Welt, kann von CEO ‚Centrality‘ gesprochen werden. Sie ist der Gegenstand der Studie von *Bebchuk/Cremers/ Peyer* (2008). „Our proxy for CEO centrality is the fraction of the aggregate compensation of the top-five executive team captured by the CEO. We find that CEO centrality is negatively associated with firm value (as measured by industry-adjusted Tobin's Q).“ (Abstract) *Chatterjee/Hambrick* (2006) übersetzen CEO mit ‚Chief Egotistical Officer‘, um damit zu suggerieren, dass CEOs narzisstische Neigungen haben können. Die Autoren entwickeln einen CEO-Narzissmus-Index. Der Narzissmus-Index besteht aus 6 Faktoren. „Our six indicators of narcissistic tendencies are as follows: the prominence of the CEO's photograph in the company's annual report; the CEO's prominence in the company's press releases; the length of the CEO's *Who's Who* entry; the CEO's use of first person singular pronouns in interviews; the CEO's cash compensation divided by that of the second-highest paid executive in the firm; and the CEO's non-cash compensation divided by that of the second-highest paid executive in the firm. As will be seen, these indicators co-varied greatly in our sample, allowing their combination into a 6-item narcissism index.“ (S. 22)

Überzogener Optimismus der Manager kann die gleiche Wirkung haben wie bewusstes Fälschen und Manipulieren der Berichtserstattung oder sogar Fraud und ist somit im Integritäts-Modell analog zu bewerten. Des Managers implizites überoptimistisches Verhalten ist somit nicht integer.

### 3.4 Kosten nicht-integeren Manager-Verhaltens

#### 3.4.1 Ein ökonomisches Fraud-Modell

Wang (2005) hat in ihrer Dissertation über Management-Fraud neben dem Fraud-Nutzen vor allem die Fraud-Kosten als die Wahrscheinlichkeit der Entdeckung von Fraud gewichtet mit den dann zu erwartenden Strafen ausgemacht, die einen starken Einfluss auf die Fraud-Neigung des Managements ausüben. Die Entdeckung von Fraud kann dabei differenziert werden in die pre-Fraud-Aufdeckung und die post-Fraud-Aufdeckung. Eine pre-Fraud-Entdeckung von Fraud kann nur Firmen-intern durch die Firmen-internen Governance-Strukturen und Regeln möglich sein. Der externe Kapitalmarkt mit seinen Agenten, allen voran die Finanz-Analysten und Rating-Agenturen, erhalten ihre Informationen, die es ihnen ermöglichen könnten, Fraud zu entdecken, zu spät. Sie sind, wenn überhaupt, höchstens in der Lage, Fraud post-Fraud zu entdecken. Relevant ist somit die Wahrscheinlichkeit, dass pre-Fraud oder post-Fraud der Fraud entdeckt wird. Deshalb sind die internen und externen Governance-Mechanismen der Firma im Integritäts-Modell zu prüfen, im Sinne der strategischen Selbstbeschränkung des integeren Managers. Wenn diese schwach sind, erhöht sich c.p. die Wahrscheinlichkeit resp. Neigung für nicht-integres Verhalten. Für die Integrität des Managements relevant sind die internen und externen Governance-Strukturen und Verfahren deshalb auch, als sie weitgehend durch das Management bestimmt sind. Es sind Management-Entscheidungen, die verhindern, dass es eine starke interne und externe Governance gibt. Wenn dies aber stimmt, dann sind schwache interne und externe Governance-Strukturen ein Zeichen einer mangelnden Integrität des Managements. Ein integeres Management sucht eine starke interne und externe Governance, um sich im Sinne einer strategischen Selbstbeschränkung die Opportunitäten für Fälschung, Manipulation oder Fraud selbst zu nehmen.

Governance einer Kapitalgesellschaft ist ein Synonym für die Mechanismen, die die Agency Kosten beherrschen und möglichst minimieren sollen. Externe Governance sind vor allem Auditors, große aktive Investoren und Aktien-Analysten resp. Rating Agenturen. Interne Governance ist vor allem der Board mit seinen Komitees resp. die jeweiligen Aufsichtsorgane. Dabei stellt der Board seinerseits wiederum ein Agent der Eigner der Firma dar, gegenüber dem Management aber ist der Board quasi Prinzipal. Durch diese Doppelfunktion des Board als Prinzipal und als Agent kommt in die Frage nach der Beherrschung der Agency Kosten ein weiteres Prinzipal-Agent-Problem hinzu. Gelingt es dem Management, den Board zu beherrschen, dann verhält der Board sich wie ein Agent und kann die Prinzipalrolle nicht übernehmen, das Management ist somit frei von Beherrschung und Kontrolle durch seine Prinzipale.

Interne und externe Governance werden ergänzt durch einen interessanten Aspekt, der einen starken Einfluss auf die Qualität der Governance hat: hohe Komplexität der externen Überwachung. Hohe Komplexität der externen Überwachung ist vor allem für die externe Governance ein Faktor, der die Rolle des Kapitalmarktes als kritischer Beobachter erschwert.

### 3.4.2 Interne Governance

Die interne Governance einer Firma als interne Kontrollinstanz im Rahmen des Prinzipal-Agent-Verhältnisses spielt für Integrität eine überragende Rolle. Die theoretisch empirische Literatur über Governance, zwar sehr angelsächsisch-lastig, bietet eine Fülle nutzbarer Ansätze.

*Gompers/Ishii/Metrick* (2003) vergleichen die Governance einer Firma mit einer Republik in den Ausprägungen ‚Dictatorship‘ und ‚Democracy‘. Der Manager als Dikta-

tor leuchtet ein. Demokratie heißt, dass die Firma optimale Strukturen und Mechanismen zur autopoetischen Problemlösung installiert hat, also wie eine *Popper'sche* offene Gesellschaft funktioniert.

Die Frage der Diktatur in den Governance Mechanismen der Firma kann auf verschiedenen Ebenen betrachtet werden. Entscheidend bei der Frage der Diktatur ist die Besetzung des Boards und sowie die Existenz und die Besetzung der Komitees, wobei zwischen zwei Board-Funktionen unterschieden wird:

- Überwachungsfunktion („Board's Monitoring Role“)
- Beratungsfunktion („Board's Advising Role“)

Diese Funktionen führt der Board überwiegend in Komitees durch. Überwachungs-Komitees sind: ‚Audit Committee, Compensation Committee, Nominating Committee‘. Beratungs-Komitees sind: ‚Strategy Committee, Financing Committee, Risk Committee‘. Beide Komitee-Typen sind für das Integritäts-Modell von großer Bedeutung. Überwachungs-Komitees sollen dafür sorgen, dass kein Fraud stattfindet und die Manager-Entlohnung auch keine Anreize für Fraud liefert. Die Beratungs-Komitees sollen dafür sorgen, dass keine Über-Investitionen stattfinden und nicht zu hohe Risiken eingegangen werden. Einmal geht es darum, ob es die erforderlichen Komitees in der Firma gibt. Dies ist keine Selbstverständlichkeit und kann geprüft werden. Dann ist die Besetzung des Boards resp. der Komitees zu prüfen. Üblicherweise wird von Inside resp. Executive Directors und von Outside Directors gesprochen. Wichtig in dieser Unterscheidung ist der Informations-/Vertrautheitsgrad mit der Firma sowie die Unabhängigkeit der Direktoren von der Firma und deren Management. In anderen Studien hat sich auch eine weitere Unterscheidung von Gray Directors (aus Hausbank, Berater, Auditor etc.) und Affiliates Directors (persönliche Beziehung zum Management) ergeben. Diese sind Outside Directors, haben aber nicht die gleiche Unabhängigkeit wie Outside Directors. Ein eher informelles Kriterium ist die Frage, inwieweit das Management den Board resp. die Komitees mit Unterstützern für den CEO (Supporter) besetzt ist.

Eher informale Board/Governance Kriterien beziehen sich auf die Qualität der Arbeit sowie die beruflichen Erfahrungen der Board-Mitglieder. Ein Board, der eine niedrige Qualität der Arbeit resp. Erfahrung hat, ist vom Management viel leichter zu beherrschen, wodurch die faktische Dictatorship des Managements steigt.

Einen breiten Governance-Index testen *Brown/Caylor* (2004). Der Gov-Score genannte Governance Index misst in 8 Hauptkategorien 51 Einzelfaktoren, die bestimmend und relevant für die Frage der Governance sind. Die acht Hauptkategorien sind: ‚Audit, Board of Directors, Charter/Bylaws, Director Education, Executive and Director Compensation, Ownership, Progressive Practices, and State of Incorporation‘. Die Autoren testen diesen Index an 2.327 Firmen und finden eine hohe Erklärungs- und Prognosekraft gefunden.

Die Frage der Unabhängigkeit der Direktoren im Board kann formal danach beurteilt werden, ob es Executive Direktoren oder Outside Direktoren sind. Informelles Kriterium für die Unabhängigkeit ist jedoch die Frage, inwieweit das Management über Netzwerke eine engere Beziehung zu den Direktoren, vor allem die Outside Direktoren, hat und vice versa. *Hwang/Kim* (2009) diskutieren diesen Aspekt. Danach wird normalerweise ein Direktor als unabhängig bezeichnet, wenn er weder finanzielle noch familiäre Beziehungen zum CEO resp. zur Firma hat. Die Autoren fügen diesem

Bild ihre sozialen Beziehungen hinzu. Im Rahmen einer Datenanalyse stellen sie fest, dass zwar 87% der Direktoren unabhängig sind nach dem klassischen Kriterium, dass es bei Nutzung der Social-Ties nur noch 67% der Direktoren sind. Am interessantesten ist dabei, dass die so definierten unabhängigen Direktoren viel weniger einem Replacement ausgesetzt sind als die klassisch definierten unabhängigen Direktoren. Damit zeigt sich, dass Social-Ties tatsächlich sehr gut funktionieren, quasi wie eine Verschanzung des Boards. Es ist damit auch der Schluss naheliegend, dass diese Verschanzung auch für den CEO gilt, da die Unabhängigkeit des Boards leidet und der CEO eine geringere Wahrscheinlichkeit der pre-Fraud-Entdeckung empfinden muss.

Dabei definieren die Autoren die Social-Ties: 'mutual alma mater, military service, regional origin, discipline, and industry as indications of an informal tie between a director and the CEO'. Dabei muss ein so definierter abhängiger Direktor mindestens zwei der Charakteristiken aufweisen, u.U. auch über eine dritte Partei. Insgesamt lässt sich so ein Maß für die Abhängigkeit des gesamten Boards vom CEO resp. dem Management ermitteln, was einen Schluss auf die Dictatorship des CEOs zulässt.

Einen weiteren guten Einblick in die Rolle von CEO-Netzwerken geben *Larcker/Richardson/ Seary/Tuna* (2005). Darin wird untersucht, ob spezifische enge Verbindungen zwischen Inside und Outside Direktoren einen maßgeblichen Einfluss auf die CEO Entlohnung haben. Die Autoren entwickeln ein Maß für die von ihnen so genannte Back-Door-Distance zwischen jedem Paar von Direktoren des Firmen-Boards. Dabei ermitteln und bewerten sie auch Verbindungen indirekter Art über Direktoren anderer Firmen. „The back door distance provides a measure for the existence and strength of a communication channel between board members that can be used to influence decisions by the board of directors.” (Abstract) Die Autoren zeigen, dass in Firmen mit kurzen Distanzen zwischen den Direktoren oder zwischen dem CEO und den Mitgliedern des Compensation Committees der CEO ein deutlich höheres Kompensations-Paket erhält, nachdem die statistische Messung des Zusammenhangs um andere relevante Variable bereinigt wurde.

Ihre Definition von Back-Door-Links lautet (S. 2): “This measure is the minimum number of other company boards that are required to establish a connection between each pair of directors (*ignoring* the obvious link that occurs when directors are on the same board). ... we explicitly measure the potentially important “friend of a friend” links that occur through various relationships in our large network of directors.”

CEOs schätzen Back-Door-Links, um eigene Ziele zu erreichen. Ganz generell kann konstatiert werden, dass eine geringe Distanz zwischen Inside Direktoren und Outside Direktoren die Agency Kosten der Firma signifikant erhöhen. Das Management verschanzt sich gegen die Kontrolle durch den Board. Die Dictatorship erhöht sich. Die Fraud-Neigung nimmt zu, weil die pre-Fraud-Entdeckungs-Wahrscheinlichkeit geringer ist. Die Integrität des Managements und des Boards ist gering.

Zwar sind in der Vergangenheit z.B. in ca. 70% der US-Firmen CEO = Chairman. Aus Integritäts-Sicht ist dieser Aspekt von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Ein Management mit hoher Integrität muss dem Board eine wichtige eigenständige Funktion zur Kontrolle des Managements zubilligen. Dies geht aber nur, wenn der Chairman nicht gleichzeitig CEO ist.

Neben den Governance Mechanismen der Firma ist aber auch die Person des CEOs höchst relevant. Ergeben sich hier Indikationen für eine Diktatur des CEOs gegenüber seinem Board? Das Stichwort heißt: CEO-Zentralität. Wenn ein CEO de facto sehr stark ist, seine Umgebung (Management, Board) so organisiert, dass er stets im Mittelpunkt der Machtbalance steht, dann kann dies faktisch so wirken, wie eine Dictatorship Governance. Die ökonomische Theorie beschäftigt sich mit dem Phänomen der CEO-Zentralität.

*Bebchuk/Cremers/Peyer* (2008) diskutieren die CEO-Zentralität. "We investigate the relationship between CEO centrality – the relative importance of the CEO within the top executive team in terms of ability, contribution, or power – and the value, performance and behavior of public firms." (Abstract) Die Autoren stellen fest, dass die CEO-Zentralität negativ korreliert mit: Firmen-Wert (,industry-adjusted Tobin-q'), Profitabilität, Aktienrendite bei Akquisitionen der Firma, negativer Aktienrendite bei Merger-Ankündigungen der Firma, Option-Grants des CEO mit niedrigsten Preisen des Zubilligungs-Monats, geringerer Performance-Sensitivität des CEO-Turnovers. Danach wirkt die CEO-Zentralität wie die Diktatur des CEO. Sie erhöht somit auch die Fraud-Neigung des CEO und indiziert somit eine geringe Integrität des CEO.

Abschließend kommt noch ein Grundgedanke in die Messung der Diktatur des Managements. Die Kollaboration des Managements mit relevanten sozialen Gruppen besteht darin, dass eine gute Einbindung z.B. auf politischer Ebene, ob allgemeinpolitisch oder stark Stakeholder-orientiert gewerkschafts-politisch, dem Manager eine Aura der über seine eigentliche Rolle als Manager in der Firma hinausgehende Macht und Unangreifbarkeit verleiht. Dieser eher weiche Machtfaktor kann aber auf die Effizienz der Governance Mechanismen der Firma wie Diktatur oder Zentralität wirken.

### 3.4.3 Kontrolle durch den Kapitalmarkt

Externe Überwachung durch den Kapitalmarkt resp. seine Agenten ist komplementär zur internen Governance und wirkt auf die *Wang'sche* Fraud-Entdeckungswahrscheinlichkeit in vergleichbarer Weise. Agenten des Aktienmarktes sind Auditors und Finanzanalysten. Auch große aktive Investoren sind Kapitalmarktteilnehmer, die genügend Anreize aufweisen können, die Firmen und deren Management zu überwachen.

Ein ,Weak-Auditor' zeigt sich in der Qualität des Auditors, seiner Unabhängigkeit, der Transparenz des Auditings sowie in der Meinungsäußerung des Auditors. *Coffee* (2001) gibt einen sehr schönen Einblick in die Frage nach dem Weak-Auditor, allerdings mit dem Ziel, aus theoretischer Sicht Verbesserungsvorschläge zu machen. Das Hauptaugenmerk von *Coffee* liegt auf der Frage der Reputation des Auditors als ,Reputational Gatekeeper'. Durch die Klassifizierung des Auditors als Gatekeeper, wie Rating Agenturen, Underwriter u.a., rechnet *Coffee* dem Auditor eine extrem wichtige Rolle in der Beherrschung der Agency Kosten von Kapitalgesellschaften zu. Seine Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass die Auditors dieser Rolle nicht und in den letzten Jahren immer weniger gerecht wurden. Auch die Rolle der Reputation schützt die Auditors nicht davor, statt ihre zentrale Stellung zum Schutz der Investoren vor Fehlinformation und Fraud zu nutzen, viel lieber aus Eigeninteresse mit den zu überprüfenden Firmen zu kollaborieren. Damit ist man aber in der gleichen Kritik wie bei den Rating Agenturen. Der Kapitalmarkt kann sich, und das nicht nur auf

Grund der Skandale wie Enron und Worldcom, nicht auf Auditors verlassen. Der Schluss gilt somit analog zu den Rating Agenturen: Nur wenn das Management eine hohe Integrität hat, kann man sowohl den Rating Agenturen als auch den Auditors vertrauen. Ohne hohe Integrität des Managements ist sowohl Rating als auch Auditing wertlos.

Um aber die Frage des Weak-Auditors im Rahmen des Integritäts-Modells nutzen zu können, benötigt man operationale Indikatoren. Nach *Coffee* (2001) geht es vor allem um den Wunsch des Managements einer Firma, Earnings Management zu betreiben. Hier sind es vor allem die kleineren Audit-Firmen, die wegen der engen geschäftlichen Beziehung zu den zu prüfenden Firmen und der eher kleineren Kundenbasis dazu neigen, dem Wunsch des Managements nach Earnings Management nicht entgegen zu stehen. „There is growing evidence that „Big Five“ accounting firms are more able to resist client attempts at earnings management than smaller firms.“ (S. 49)

Im Vordergrund der Überlegungen von *Coffee* steht jedoch die Unabhängigkeit der Auditors als Grundvoraussetzung, dafür zu sorgen, dass die veröffentlichten Zahlen des Managements nicht nur den gesetzlichen Bestimmungen entsprechen, sondern dass auch alle Manipulationsversuche des Managements vom Auditor erkannt und unterbunden werden, um als Gatekeeper dem Kapitalmarkt und seinen Investoren und nicht dem Management der geprüften Firma zu dienen. Hier geht es nicht nur um das Problem, dass ein Auditor unter Umständen von einigen wenigen zu prüfenden Firmen derart abhängt, dass der Auditor den Wünschen des Managements deshalb nachgibt, um das Audit-Mandat nicht zu verlieren. Ein bedeutend größeres Problem, die Unabhängigkeit zu verlieren, auch für große Audit-Firmen, liegt in der Mischung des Audit-Geschäftes mit Nicht-Audit Geschäft. Hier haben die Audit-Firmen in den letzten Jahren eine dramatische Entwicklung erfahren. Der Anteil des Nicht-Audit-Geschäftes am Gesamtgeschäft hat das Audit-Geschäft, das wegen hohen Wettbewerbs nur niedrige Margen erbringt, weit in den Hintergrund gedrängt. Die zu prüfenden Firmen können nun mit dem Abzug des Nicht-Audit Geschäftes drohen, wenn der Auditor nicht den Wünschen des Managements im Auditing nachkommt. Diese dadurch entstehende Kollaboration wird auch dadurch verstärkt, dass die Partner und das Management des Auditors sogenannte ‚Contingent Fees‘ erhalten, die sie zwingen, Cross Selling zu betreiben, auch wenn dadurch ihre Qualität und Unabhängigkeit im Auditing leidet. Auch personelle Rotationen zwischen Auditor und Firma, ob auf Management-Ebene oder Mitarbeiter-Ebene, untergraben naturgemäß die Unabhängigkeit des Auditors, so dass sein Wert als Gatekeeper für die Investoren massiv leidet.

*Antle/Gordon/Narayanamoorthy/Zhou* (2004) stellen einen Zusammenhang zwischen der Höhe der Audit Fees und der Neigung zu hohen sogenannten willkürlichen Accruals (Discretionary Accruals), also Earnings Management, fest. *Gore/Pope/Singh* (2001) beschäftigen sich ebenfalls mit der Frage des Anteils der Nicht-Audit-Fees am Gesamtgeschäft des Auditors und dessen Einfluss auf Earnings Management der Firma. Je höher der Anteil der Nicht-Audit-Fees desto höher Earnings Management über Discretionary Accruals. Dies gilt nicht bei Big 5 Auditor aber insbesondere bei allen anderen Auditors. Auch *Intal/Do* (2002) sehen die Frage der Unabhängigkeit in Abhängigkeit des Anteils der Nicht-Audit Fees als kritischen Punkt. Die Unabhängigkeit des Auditors steht auch bei *Moore/Tetlock/Tanlu/Tazerman* (2004) im Vordergrund. Faktoren sind: ‚Low Balling‘ durch Audit-Firmen, sehr lange und personell en-

ge Zusammenarbeit des Auditors und der entsprechenden Analysten mit der Firma, psychologisch bedingtes eskalierendes Commitment, ökonomische Anreize zu Kollaboration des Auditors mit der zu prüfenden Firma. Zusammenfassend interpretieren die Autoren das Problem der Interessenskonflikte der Auditor nicht so sehr als bewusstes Verfolgen eigener Interessen auf Kosten der Qualität des Audits und der Unabhängigkeit des Auditors sondern als unbewusstes Abweichen, das vor allem psychologisch erklärt werden kann.

*Nelson/Elliott/Tarpley* (2001) haben in empirischen Analysen untersucht, unter welchen Bedingungen Firmen Earnings Management versuchen und deren Auditor dies nicht moniert resp. verhindert haben. Earnings Management, das die Erträge der Firma eher unterschätzen, wird in Ländern mit geringeren Anforderungen an den Auditor vom Management versucht und vom Auditor akzeptiert. Generell jedoch winken Auditors Earnings Management dann durch, wenn der Kunde für den Auditor ein sehr großer Kunde ist. *O'Connor* (2002) diskutiert intensiv die Frage der Unabhängigkeit des Auditors von seinem Kunden. *Turner/Mock/Srivastava* (2004) diskutieren Risikofaktoren, die die Unabhängigkeit des Auditors reduzieren können. *Eining/ Jones/ Loebbecke* (1997) untersuchten schon sehr früh (1997 vor den großen Fraud Fällen Enron, WorldCom, Parmalat) die Möglichkeit für den Auditor, Management Fraud im Rahmen seines Prüfauftrages zu erkennen und damit potentiell oder aktuell zu unterbinden.

Man kann als Ergebnis des Weak-Auditor-Indikators aus Sicht des Integritäts-Modells zu dem Schluss kommen, dass ein Management nicht hochgradig integer sein kann, wenn sein Auditor nicht hochgradig integer ist. Ansätze dazu werden in der Literatur diskutiert. Einen schönen Überblick gibt *Sarup* (2004). Die Audit-Industrie muss sich strategisch beschränken, um Integrität zurück zu gewinnen. Diese Gedanken sind interessant und passen zum Integritäts-Gesamtbild.

Dann ist zu fragen, wie das externe Monitoring durch den Kapitalmarkt funktioniert. Es sind einmal große aktive Investoren, die externes Monitoring betreiben können. Dann sind die Aktien-Analysten zu nennen, die durch ihre Analysen, analog den Rating Agenturen und den Auditors, als Gatekeeper dafür sorgen müssen, dass nur integre Firmen auf die „Weide“, sprich an die Futterträge des Kapitalmarktes, dürfen. *Agrawal/Chen* (2004) zeigen, dass Aktien-Analysten ebenso wie Auditor unter Interessenskonflikten leiden mögen, die dazu führen, dass sie ihre Firmen nicht objektiv und nicht mit hoher Unabhängigkeit analysieren. Vor allem die Verflechtung von Firmen-Analyse und Firmen-Brokerage-Geschäft schafft diese Konflikte, so wie dies *Jensen* auch sieht. *Cowen/Groysberg/Healy* (2006) untersuchen den Zusammenhang zwischen Analysten-Typ und Optimismus in den Analysen. Dass Analysten von Brokerage Houses eher optimistisch in ihren Analysen sind, zeigen auch *Hong/Kubik* (2003). Dass die Frage der Unabhängigkeit des Analysten-Hauses eine Rolle bei der Frage der Qualität der Analysen spielt, zeigen *Kacperczyk/McKnight/Todd* (2006).

Aktive Investoren haben genügend Anreize, die Kosten für die Überwachung der Firmen auf sich zu nehmen. Firmen mit großen aktiven Investoren müssten somit eine höhere *Wang'sche* Pre-Fraud-Entdeckungs-Wahrscheinlichkeit empfinden als Firmen mit einem breit gestreutem Aktienbesitz über viele kleine Investoren. Die Rolle großer aktiver Investoren als Überwacher diskutieren *Burns/Kedia/Lipson* (2005). Zu höchst interessanten Ergebnissen kommen *Dahya/Dimitrov/McConnell* (2005). Es zeigt sich, dass auch ein dominanter Investor nicht unbedingt ein besserer Überwa-

cher ist, es kommt auch darauf an, welche ökonomischen Interessen der Investor hat („transient investor, voting rights investor“). *Wang* (2004a) untersucht ebenfalls die Rolle dominanter Aktionäre in der Vermeidung von Fraud. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass große aktive Investoren ihre Monitoring-Rolle annehmen und damit die Fraud-Neigung in diesen Firmen reduzieren. Sie zwingen quasi das Management dieser Firmen zu hoher Integrität, wenn nicht das Management von sich aus die großen aktiven Investoren in einem Akt der strategischen Selbstbeschränkung hereingeholt hat.

#### 3.4.4 Komplexität der Überwachung

Hohe Komplexität der externen Überwachungsfunktion wirkt wie eine Opportunität für Fraud und fördert nicht die Integrität des Managements. *Jones* (2004) erkennt starkes Firmen-Wachstum als Komplexitäts-Indikator. Hohes Wachstum lässt sich erkennen im Wachstum der Verkäufe der Firma (*Jones*, 2004), einer geringen Book to Market-Ratio (*Wang*, 2004a, 2004) und einem hohen Wachstum der F&E-Investitionen (*Wang*, 2004, 2004a). *Johnson/Ryan/Tian* (2003) sehen in hohen Intangibles der Firma eine große Schwierigkeit des Monitorings. Eine weitere Schwierigkeit des Monitorings besteht dann, wenn die Firma sehr viele Akquisitionen getätigt hat und diese integriert (*Wang*, 2004). Analoges gilt, wenn die Firma sehr viele Des-integrations-Transaktionen (MBOs, Outsourcing etc.) getätigt hat und komplexe Vertragsbeziehungen nach außen unterhält (*Fanning/ Cogger/ Srivastava*, 1995). Auch ein hoher Anteil von „Non-Core Business“ erschwert das externe Monitoring (*Jones*, 2004) sowie eine extrem komplexe Organisation mit vielen ausländischen Subsidiaries (*Fanning/Cogger*, 1998).

Zusammenfassend lässt sich resümieren: Fraud-Kosten im *Wang'schen* Sinn wirken kontra Fraud-Neigung. Es ist die Wahrscheinlichkeit, dass Fraud entdeckt wird und der Manager eine Strafe, ob in Form einer Verurteilung oder in Form einer Bestrafung durch den Markt, zu erwarten hat. Ersteres gilt vor allem für Post-Fraud-Entdeckung, Letzteres gilt vor allem bei Pre-Fraud-Entdeckung. Je höher der Manager die Entdeckungs-Wahrscheinlichkeit einschätzt, um so geringer ist seine Fraud-Neigung und um so höher seine de-facto Integrität, die er entweder selbst „produziert“ hat, in dem er sich integere und starke interne und externe Governance-Strukturen geschaffen hat, oder zu der er durch die existierenden internen und externen Governance-Strukturen gezwungen wird. Man kann es auch anders ausdrücken: Schwache interne und externe Governance-Strukturen stellen gute Möglichkeiten für Fraud. Sind diese durch das Management bewusst geschaffen, dann sind sie Indiz genug, um von geringer Integrität des Managements zu sprechen.

#### 3.5 Forensische Analysen nicht-integren Manager-Verhaltens

Die Aufgabe in diesem Kapitel ist es, Methoden und Modelle für eine *Jensen'sche* Überbewertung des Aktienkurses der Firma zu finden. Im Kontext Integrität soll der Indikator gemäß *Jensen* sagen, dass ein Management mit hoher Integrität dafür sorgt, dass es keine Überbewertung gibt. Drei Ansätze sind dafür geeignet:

- i) *Überbewertung*: Man beobachtet den Aktienkurs direkt und versucht mittels verschiedener Methoden der theoretisch empirischen Kapitalmarkttheorie-Literatur Anzeichen für eine Überbewertung zu finden.



- ii) *Earnings Management*: Es geht vor allem um die Fälschung der Vergangenheitsbilanz. Dies wird gemeinhin als Management Fraud, Fraudulent Financial Statements etc. bezeichnet. Es gibt in der Literatur unter dem Stichwort Earnings Management eine Fülle von theoretischen und empirischen Modellen, die entsprechende Indikatoren für betrügerische Finanz-Berichterstattung bieten. Diese sind vor allem im Gefolge von Enron und WorldCom entwickelt worden.
- iii) *Überinvestition*: Zusätzlich beobachtet man das Investitionsverhalten der Firma und versucht mittels verschiedener Methoden der theoretisch empirischen Literatur Anzeichen für eine Überinvestition zu finden, das zu einer Überbewertung führen kann. Überinvestition i.w.S., das vom Management zwecks Überbewertung intendiert ist, stellt die „Fälschung“ der Zukunftsbilanz der Firma, die den Aktienkurs dominiert, und kommt einer Täuschung des Marktes gleich.

### 3.5.1 Überbewertung

Hier geht es um Modelle und Methoden, eine Überbewertung der Aktie der Firma zu indizieren.

- a) Dekomposition der ‚Market-to-Book-Ratio‘ nach dem *Rhodes-Kropf/ Robinson/ Viswanathan*-Modell
- b) Intrinsischer Wert der Firma unter Verwendung der ‚Earnings per Share Forecasts‘ der Analysten
- c) ‚Abnormal Stock Returns‘ auf Basis von ‚Capital-Asset-Market-Pricing‘ Modellen
- d) ‚Implied Cost of Capital‘-Modelle

Zu a) *Chi/Gupta* (2009) stellen das Verfahren dar. Die Autoren folgen *Rhodes-Kropf/ Robinson/Viswanathan* (2004) und teilen das gebräuchliche Maß Market-to-Book-Ratio ( $M/B$ ) in Komponenten auf, um daraus ein Maß für Fehlbewertung abzuleiten. Der Grundgedanke ist: Gäbe es eine Methode, den intrinsischen Wert der Firma  $V$  unzweifelhaft festzustellen, gälte folgende Beziehung, die Größen im natürlichen Logarithmus gemessen:

$$m - b = (m - v) + (v - b)$$

Dabei misst  $(m - v)$  die Abweichung des Marktwertes vom wahren Wert der Firma. Diese Abweichung kann entweder daher rühren, dass die respektive Industrie in toto falsch bewertet wird, oder dass nur die Einzelfirma am Markt einer Fehlbewertung unterliegt. Deshalb gilt für jede Firma  $i$  der Industrie  $j$  zum Zeitpunkt  $t$  folgende Zerlegung von  $(m - b)$  in drei Komponenten:

$$m_{it} - b_{it} = [m_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_{jt})] + [v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}; \alpha_j)] + [v(\theta_{it}; \alpha_j) - b_{it}]$$

Dabei ist  $v$  eine lineare Funktion Firmen-spezifischer Bilanz-Information,  $\theta_{it}$ , und einem Vektor geschätzter Parameter  $\alpha$  als Bewertungs-Multiples.  $v(\theta_{it}; \alpha_{jt})$  ist somit der geschätzte Firmenwert auf Basis von Multiples  $\alpha_{jt}$ , die über eine cross-section Schätzung der respektiven Industrie  $j$  in der Periode  $t$ , und den Bilanz-Informationen  $\theta_{it}$  der Firma  $i$  in  $t$  ermittelt werden. Die erste Komponente stellt somit den Firmen-

spezifische Bewertungsfehler dar. Verhielte sich die Firma wie ihre Industrie, dann müsste sie den Wert  $v(\theta_{it}; \alpha_{jt})$  aufweisen.  $v(\theta_{it}; \alpha_j)$  ist der geschätzte Firmenwert auf Grund der langfristigen Multiples der Industrie  $\alpha_j$  über die gesamte Schätzperiode. Damit indiziert die zweite Komponente eine aktuelle Fehlbewertung der Industrie im Vergleich zu ihrem langfristigen Wert. Die dritte Komponente stellt die ‚true value-to-book ratio‘ dar.

Zur Berechnung der Dekomposition der B/M-Ratio sind ökonometrische Schätzungen des Firmenwertes unter den Prämissen der drei Komponenten der obigen Formel vorzunehmen. Es geht um  $v(\theta_{it}; \alpha_{jt})$  und  $v(\theta_{it}; \alpha_j)$ .

$$v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) = \hat{\alpha}_{0jt} + \hat{\alpha}_{1jt}b_{it} + \hat{\alpha}_{2jt}ni_{it}^+ + \hat{\alpha}_{3jt}I_{(<0)}ni_{it}^+ + \hat{\alpha}_{4jt}LEV_{it}$$

$$v(\theta_{it}; \alpha_j) = \bar{\alpha}_{0j} + \bar{\alpha}_{1j}b_{it} + \bar{\alpha}_{2j}ni_{it}^+ + \bar{\alpha}_{3j}I_{(<0)}ni_{it}^+ + \bar{\alpha}_{4j}LEV_{it}$$

Dabei gilt:  $b_{it}$  ist der Buchwert der Assets der Firma  $i$  in  $t$ ,  $ni_{it}^+$  ist der Log-Wert des absoluten Wertes des Netto-Einkommens,  $I_{(<0)}$  ist eine Indikator-Variable, die den Wert Eins annimmt, wenn das Netto-Einkommen der Firma negativ ist, sonst den Wert Null.  $I_{(<0)}ni_{it}^+$  stellt sicher, dass Firmen mit negativem Einkommen im Modell berücksichtigt werden können, und  $LEV_{it}$  ist die Leverage-Ratio. Die Schätzparameter  $\hat{\alpha}_{jt}$  sind die cross-section Werte für die Industrie  $j$  in  $t$ , die Schätzparameter  $\bar{\alpha}_j$  sind die Mittelwerte der Schätzparameter  $\hat{\alpha}_{jt}$  über den gesamten Schätzzeitraum.

Die Dekomposition erlaubt es, Abweichungen des Firmenmarktwertes vom erwarteten Firmenwert festzustellen. Hat man diese Dekomposition für die Firma über eine längere zeitliche Stichprobe durchgeführt, lässt sich im Längsvergleich erkennen, ob aktuell eine besonders hohe positive Abweichung des Marktwertes der Firma vom erwarteten Firmenwert existiert, was man bei Anwendung eines Signifikanztests als signifikante Überbewertung definieren kann.

Zu b) *Badertscher* (2010) untersucht die Frage, inwieweit Firmen im *Jensen'schen* (2004) Szenario Earnings Management betreiben, um eine existierende Überbewertung zu erhalten und zeitlich zu verlängern. Er kommt zu dem Schluss, dass das Management überbewerteter Firmen in zunehmendem Maße Earnings Management betreibt, und zwar umso stärker je länger die Überbewertung anhält. Der *Badertscher*-Ansatz soll aufzeigen, Überbewertung empirisch festzustellen, zumindest Anzeichen von Überbewertung zu erkennen.

*Badertscher* verwendet ein ‚Residual-Income‘-Modell, in dem das zu erwartende Einkommen der Firma, bereinigt um Dividenden- und Kapitalzahlungen, dem Buchwert des Eigenkapitals zugeschlagen wird. Durch diese mit den Kapitalkosten abdiskontierte Kumulation des Buchwertes in der Zukunft erhält man einen intrinsischen Wert der Firma pro Aktie, der mit dem aktuellen Aktienkurs verglichen werden kann. Eine deutliche und nachhaltige Abweichung des intrinsischen Wertes vom Marktwert nach oben kann als ‚Sign of Overvaluation‘ indiziert werden. Die Bewertungsformel für den intrinsischen Wert der Firma pro Aktie lautet:

$$V_t = B_t + \frac{(FROE_t - r_c)}{(1 + r_c)} B_t + \frac{(FROE_{t+1} - r_c)}{(1 + r_c)^2} B_{t+1} + \frac{(FROE_{t+2} - r_c)}{(1 + r_c)^2 r_c} B_{t+2}$$

FROE als ‚Future Return on Equity‘ werden aus den Earnings Forecasts der Analysten ermittelt, um den Kapitaldienst bereinigt und mit den Eigenkapitalkosten der Firma  $r_c$  abdiskontiert. Der Buchwert des Eigenkapitals,  $B$ , wird aus der Bilanz entnommen und mittels der zu erwartenden einbehaltenen Erträge fortgeschrieben. Der Indikator für eine Überbewertung lautet:  $P_t/V_t$ , wobei  $P_t$  der Kurs der Firmenaktie darstellt. *Badertscher* erkennt enge Zusammenhänge zwischen Art und Umfang von Earnings Management und Überbewertung, so dass unter der Konsistenz-Annahme dem Bewertungs-Ansatz des intrinsischen Wertes der Firma eine Indikatorfunktion für Überbewertung zuerkannt werden kann. Dies ist zu nutzen bei der Frage nach Manio resp. Integrität.

Zu c) In der Literatur wird im Kontext kapitalmarkttheoretischer Analysen das Konzept der Abnormal Stock Returns angewandt, um Anzeichen für Fehlbewertungen zu erkennen. Diese Ansätze basieren auf dem ‚Capital Asset Pricing Model (CAPM)‘ von *Sharpe* (1964)/ *Lintner* (1965). Der Grundgedanke von CAPM geht auf die Portfolio-Theorie von *Markowitz* (1952) und *Tobin* (1958) zurück, wonach das Risiko eines effizienten Marktportfolios nur aus dem systematischen Risiko ohne diversifizierte unsystematische resp. idiosynkratische Risiken besteht. Der Ertrag aus dem Investment in einen Einzeltitel muss demnach mindestens für das systematische Risiko entlohnen, das dieser Titel zum Portfolio des Anlegers, annahmegemäß das Marktportfolio, beiträgt. Diesen Zusammenhang zeigt die CAPM-Gleichung:

$$R_i - R_f = \alpha_i - \beta_i [R_M - R_f] + e_i$$

Der Renditeüberschuss der Aktie der Firma  $i$ ,  $R_i$ , über die risikofreie Rendite  $R_f$  entspricht der Überrendite des Marktes  $R_M$  über die risikofreie Rendite, wenn der Markt effizient ist und das systematische Risiko des Einzeltitels genau dem systematischen Risiko des Marktportfolios entspricht. In diesem Fall gilt:  $\alpha_i = 0$  und  $\beta_i = 1$ . Ist das systematische Risiko des Einzeltitels größer/kleiner als das systematische Risiko des Marktportfolios, dann gilt  $\beta_i > 1/\beta_i < 1$ . Schätzt man diese Gleichung empirisch in einer Periode, in der der Markt effizient ist, dann erhält man eine empirische Erklärung resp. Prognose der gleichgewichtigen Rendite dieses Einzeltitels. Weicht die geschätzte Rendite von der tatsächlichen Rendite ab, war es lange Tradition der kapitalmarkttheoretischen Forschung, von Anomalien zu sprechen, die kurzfristiger Art sein mussten. Bestanden die Anomalien jedoch längere Zeit, sprach die Theorie von irrationalem Verhalten der Investoren am Kapitalmarkt.

Dieser Zustand war zumindest für die Anhänger des Theorie-effizienten Kapitalmarktes sehr unbefriedigend, während die Behavioristen gut damit leben konnten. Die Puristen der Effizienzthese, allen voran *Fama* und *French*, erklärten die Anomalien damit, dass a) die systematischen Risiken des Gesamtportfolios nur schwer zu messen seien und dass b) der Beitrag eines Einzeltitels zum Gesamtrisiko wegen zu geringer Stichprobe nicht statisch sauber ermittelt werden könne. Deshalb führten sie im 3-Faktoren-Modell zusätzlich zum Gesamtmarktportfolio weitere Teilmarktportfolien ein, so Small Cap Portfolio vs Large Cap Portfolio und High Book/Market Portfolio vs Low Book/Market Portfolio. Damit konnten spezifischere systematische Risiken gemessen werden, die in der Beziehung des Einzeltitels zum Gesamtmarktportfolio statisch nicht signifikant erkannt werden konnten. Andere Autoren ergänzten den 3-Faktor-Ansatz um weitere Teilportfolien.

Unterstellt, man hat nun ein effizientes Modell, dann stellen Abweichungen der beobachtbaren Rendite eines Einzeltitels vom Schätzwert lediglich unsystematische Risiken dar, die nur deshalb existieren, weil sie nicht zeitlos im Portfolio diversifiziert werden können. Diese Abweichungen müssen sich jedoch in einer längeren Prognose-Periode gegenseitig aufheben, so dass eine Kumulation dieser Abweichungen über die Prognose-Periode stets nahezu Null sein muss. Weichen aber die kumulierten Rendite-Abweichungen nachhaltig von den erwarteten Renditen ab, dann gibt es zwei Erklärungen dafür: i) der Einzeltitel ist „irrational“ nachhaltig vom Markt fehlbewertet, ii) die Schätzmodelle sind substantiell fehlerhaft. Eine theoretisch empirische Diskriminierung zwischen den beiden Möglichkeiten ist wissenschaftstheoretisch nicht möglich. Man muss sich also behelfen.

Eine Möglichkeit ist, mehrere Ansätze der Capital Asset Pricing Modelle anzuwenden: i) das traditionelle CAPM-Modell nach *Sharpe/Lintner*, ii) das 3-Faktoren Modell nach *Fama/French* (1993), iii) ein alternatives 3-Faktoren Modell nach *Chen/Novy-Marx/ Zhang* (2011) sowie iv) ein 6-Faktoren Modell, in dem neben den Teilportfolien der Literatur, das sind Small Cap vs Large Cap, High Investment vs Low Investment, High ROE vs Low ROE, Gesamtmarkt-Portfolio, noch High Leverage vs Low Leverage sowie das respektive Industrie-Portfolio der Firma berücksichtigt werden. Entscheidend dabei ist, wie gut sich die Modelle im Back-Testing bewähren. Die größeren Modelle sollen die kleineren Modelle nicht ersetzen, sondern im Rahmen von Konsistenzprüfungen der Schätz- und Prognose-Ergebnisse der verschiedenen Modelle zu einer insgesamt höheren Erklärungs- und Prognosekraft und damit zum Erkenntnisgewinn beitragen. Alle vier Modelle zusammen ergeben eine Indikation zu Signs of Overvaluation. Die dabei festgestellten Abweichungen, im Sinne von ‚cumulative abnormal return‘ (CAR), ergeben Indikationen der Überbewertung. Stellt man diese Abweichungen in einer Längsbetrachtung der Firma während einer Prognose- resp. Eventperiode dar, kann man erkennen, ob es besonders hohe positive Abweichungen gibt, die man unter Verwendung eines Signifikanztests als signifikante Anzeichen einer Überbewertung interpretieren kann.

Zu d) Ein anderer Weg, eine faktische Überbewertung der Firma am Aktien-Market empirisch zu indizieren, kann in dem Konzept der sogenannten ‚Implied Cost of Capital‘ liegen. Man kann unterstellen, dass der Kapitalmarkt bei der Fundamentalbewertung einer Firma Ertragserwartung sowie Ertragsrisiko in Rechnung stellt. Setzt man die Analysts‘ Earnings Forecasts gleich mit den Marktertragserwartungen, kann man aus der Unternehmensbewertungs-Formel die impliziten Risikoerwartungen des Marktes messen, die im aktuellen Aktienkurs der Firma enthalten sind. Man stellt die Unternehmensbewertungs-Formel quasi auf den Kopf und setzt als Wert der Firma den Aktienkurs sowie die Analysts‘ Earnings Forecasts als zukünftige Zahlungsströme ein, und erhält die Implied Cost of Capital, also den Abdiskontierungsfaktor der Bewertungsformel. Die Grundidee bei der Anwendung dieses Verfahrens für die Frage der Überbewertung der Firma am Aktienmarkt ist, aus der Entwicklung der so errechneten Implied Cost of Capital resp. einem Quervergleich mit einem Benchmark-Implied Cost of Capital zu erkennen, ob der Markt der Firma einen außergewöhnlich geringen Kapitalkostenwert beimisst. Eine auf den ersten Blick mögliche Redundanz des Indikators mit den oben diskutierten Indikatoren ist nicht gegeben, da in das Verfahren eine weitere Information einfließt, die Analysts‘ Earnings Forecasts. Damit kann man bei der Feststellung einer Überbewertung differenzieren, ob diese in zu hohen Analysts‘ Earnings Forecasts liegt oder ob es der Markt ist, der die Earnings Forecasts viel zu positiv bewertet. Beides ist eine Überbewertung. Aus Sicht Integri-

tät muss das integere Management einerseits die Analysten dazu bringen, „richtige“ Earnings Forecasts vorzunehmen, und andererseits dem Markt indizieren, dass eine zu optimistische Bewertung nicht angebracht sei.

In der Literatur werden unterschiedliche Methoden und Varianten zur Berechnung der Implied Cost of Capital diskutiert (Gebhardt/Lee/Swaminathan, 2000) (Daske/Gebhardt/ Klein, 2004) (Lundholm/O’Keefe, 2000) (Ohlson, 2000) (Ohlson/Juettner-Nauroth, 2000) (Jorgensen/Yoo, 2004) (Guay/Kothari/Shu, 2005). Empfehlenswert erscheint die Residual Income Methode (RIV), so wie sie als Methode I von Daske/Gebhardt/ Klein (2004) im Detail beschrieben ist.

Daske/Gebhardt/Klein (2004) schlagen ein 3-Phasen-Modell vor, das über 12 Perioden zukünftige Erträge abdiskontiert, um zum aktuellen Wert der Firma am Aktienmarkt zu kommen. Der dabei ermittelte Diskontfaktor stellt die Implied Cost of Capital dar.

$$p_0 = bvps_0 + \sum_{n=1}^5 \frac{RI_n^{feps}}{(1+r^{EK})^n} + \sum_{n=6}^{11} \frac{RI_n^{FROE}}{(1+r^{EK})^n} + \frac{RI_{12}}{r^{EK}(1+r^{EK})^{12}}$$

Die erste Phase, genannt ‚Explicit Forecast Phase‘, dauert 5 Jahre und ermittelt die Erträge (Residual Income *RI*) aus den ‚Earnings per Share Forecasts‘ (*feps*) der Analysten der Firma. Die zweite Phase, ‚Fading Period‘, läuft vom 6. bis zum 11. Jahr. Die Erträge werden in dieser Phase über Annahmen zu ‚Future Return on Equity‘ (*FROE*) der Firma resp. der entsprechenden Industrie ermittelt. Dabei wird der *FROE* in der 5. Periode, der auf Basis der EPS-Forecasts der Analysten gerechnet werden kann, auf den ROE der respektiven Industrie in den letzten 5 Jahren über 6 Jahre „abgeschmolzen“ mit dem Argument, dass a la long die Firma keinen höheren ROE erzielen kann als die respektive Industrie langfristig insgesamt. Die dritte Phase, Terminal Value, ermittelt das Residual Income der Firma im Jahr 12 über den Industrie-ROE und interpretiert dieses als ewige Rente im Sinne der Ermittlung des Net Present Value. Alle drei Phasen werden auf den aktuellen ‚Book Value of Equity per Share‘ der Firma als Net Present Value aufaddiert und muss bei „richtiger“ Wahl des Diskontfaktors  $r^{EK}$  den aktuellen Aktienkurs der Firma ergeben. Der gewählte Diskontfaktor ergibt dann die Implied Cost of Capital  $r^{EK}$ .

Dabei stellen signifikant niedrige Implied Cost of Capital eine signifikante Überbewertung dar. Stellt man für eine Firma im Längsvergleich die Implied Cost of Capital einander gegenüber, lässt sich erkennen, ob die Firma in der Vergangenheit oder aktuell signifikant niedrige Implied Cost of Capital und damit auch eine signifikante Überbewertung aufweist.

Zusammenfassend gilt: Es sind theoretisch empirische Indikatoren für Überbewertung konstruierbar. Sie unterscheiden jedoch nicht, ob die Überbewertung durch Fälschung, Manipulation oder Fraud entstanden ist, oder ob der Markt einen Hype resp. Noise Trader Risk aufweist. Erst in Kombination mit den anderen Indikatoren können Schlüsse gezogen werden. Aus Sicht des Integritäts-Modells muss sich ein Management alleine eine begründet festgestellte Überbewertung als Nicht-Integritäts-Verhalten anrechnen lassen. Das Management hat darin die Pflicht, eine Überbewertung durch Maßnahmen und entsprechende Veröffentlichungen (Disclosures) zu vermeiden.

### 3.5.2 Earnings Management

Hier geht es um die Fälschung der Bilanz. Dies wird gemeinhin als ‚Management Fraud, Fraudulent Financial Statements, Earnings Management, Earnings Over-Statement‘ etc. bezeichnet. Es gibt in der Literatur eine Fülle von theoretischen und empirischen Modellen, die Earnings Management erkennen sollen. Diese sind vor allem im Gefolge von Enron und WorldCom entwickelt worden. Davon ausgehend haben sich in den letzten 10 Jahren diese Modelle in der theoretisch empirischen Literatur als sehr erfolgreich erwiesen.

Man kann grob zwei Methoden des Earnings Managements und somit zwei Gruppen von Maßgrößen zur Erkennung von Earnings Management unterscheiden:

1. ‚Accounting Transactions (Accruals)‘
2. ‚Real Transactions‘

Zu a) Die bedeutendste Gruppe von Maßgrößen zur Erkennung von Earnings Management wird mit dem Terminus Technicus ‚Accruals‘ bezeichnet. Accruals sind im deutschen Sprachgebrauch in etwa Rechnungsabgrenzungsposten, die in die Gewinn- und Verlustrechnung eingehen und neben den Cash Flows das Betriebsergebnis der Firma, also die Earnings, ausmachen. Während Cash Flow Größen als tatsächliche Zu- und Abgänge zeitgerecht in die Bilanz eingehen und somit nur durch reale Transaktionen „gefälscht“ werden können, sind Accruals vor allem eine Frage der Bewertung, der Einschätzung und der Abwägung, damit zum großen Teil der Willkür des Managements im Rahmen der Rechnungslegungsvorschriften ausgesetzt. Accruals eignen sich hervorragend zum Earnings Management, sind aber auch Gegenstand von Fehleinschätzungen des Managements, ohne intendiertes Earnings Management resp. Management Fraud sein zu müssen.

Total Accruals lauten unter Nutzung der GuV resp. Cash Flow Analyse:

*“Total Accruals=[income before extraordinary items–cash flows from operations]/ average total assets”*

Neben dem GuV-Ansatz ist auch der Bilanz-Ansatz der Berechnung der Accruals unter Nutzung der Veränderungen von Bilanzpositionen verbreitet. Dabei lassen sich die Total Accruals in drei Komponenten zerlegen: Working Capital Accruals, Current Accruals, Non-Current Operating Accruals und Financial Accruals. Da sehr häufig in den empirischen Modellen nur mit den Current Accruals resp. Working Capital Accruals argumentiert wird, werden diese in der Literatur weiter in Komponenten aufgeteilt. Total Accruals und Current Accruals repräsentieren dabei die Ertragskomponenten, die maßgeblich durch Einschätzungen aber auch durch Manipulation des Managements entstehen. Man kann postulieren, dass Earnings Management durch das Management dazu führt, dass Accruals in Firmen mit Earnings Management (EMF) signifikant höher sind als in Firmen ohne Earnings Management (NEMF). Im Umkehrschluss heißt dies, dass Firmen mit signifikant hohen Accruals im Vergleich mit einem zu wählenden Maßstab für normale Accruals vermutlich Earnings Management betreiben. Zumindest geben signifikant hohe Accruals Anzeichen von Earnings Management. Diesen empirischen Test nehmen *Beneish* (1999) und *Richardson/Tuna/Wu* (2002) vor. Dabei kommen sie zu statistisch signifikanten Grenzwerten, indem sie die Accruals von Firmen, die der ‚Accounting Enforcement

Action' der SEC unterlagen (sogenannte AAER-Firmen) (*Beneish*, 1999) resp. ihre Earnings rückwirkend korrigieren mussten („Earnings Restatements“) (*Richardson/Tuna/Wu*, 2002), mit den Accruals sonstiger Firmen statistisch vergleichen.

Bei *Beneish* (1999) lauten diese:

	EMF	NEMF
- TATA (Total Accruals / Total Assets)	0,031	0,018

Bei *Richardson/Tuna/Wu* (2002) lauten diese:

	EMF	NEMF
- TACC (Total Accruals / Total Assets)	0,087	0,039

Diese Grenzwerte können nun ceteris paribus im Vergleich zu den Accruals einer Firma genutzt werden, die daraufhin untersucht werden soll, ob ihre Accruals ein Zeichen für Earnings Management geben können. Bei diesem Vorgehen wird jedoch methodisch übersehen, dass Accruals auch bei einem normalen Geschäftsbetrieb mit ordentlicher Rechnungslegung anfallen, wobei diese in ihrem Umfang je nach Industrie und Konjunkturzyklus mehr oder weniger normal hoch resp. gering ausfallen können. Damit erscheinen die tatsächlichen Accruals anfällig gegenüber Schwankungen, die unabhängig von der Frage nach Earnings Management sind, so dass die Grenzwerte in die Irre führen können.

Um diesem Umstand zu entgehen, wurden in der Literatur eine Reihe von methodischen Alternativen entwickelt, die versuchen, den Teil der Accruals heraus zu kristallisieren, der unerwartet („unexpected“) oder willkürlich („discretionary“) ist. Dieser Teil, so die Überlegung, sei nicht mehr normal, sondern müsse gerade das Ergebnis von Earnings Management sein. Kern dieser Überlegungen ist das sogenannte *Jones-Modell* (*Jones*, 1991) und seine Modifikationen.

Die Grundidee lautet:

$$DA = TA - NDA$$

mit DA: Discretionary Accruals

TA: Total Accruals

NDA: Non-Discretionary Accruals (normale Accruals)

Das *Jones-Modell* und seine Modifikationen ermitteln nun über Regressionsmodelle NDA und vergleichen diese mit TA, die aus der Bilanz/GuV errechnet werden können. *Dechow/Sloan/Sweeney* (1995) beschreiben das *Jones-Modell* mit seinen Modifikationen. Dabei unterscheiden sie zwischen dem originären *Jones-Modell*, dem modifizierten *Jones-Modell* und dem Industrie-Modell. Während in den beiden *Jones-Modellen* das Maß für die normalen Accruals (NDA) aus der Historie der Firma ermittelt wird, nutzt man im Industrie-Modell die Firmen der Industrie-Gruppe, um das Normal-Maß an Accruals zu ermitteln. Die Autoren wenden die Modelle empirisch an und kommen zu folgenden Grenzwerten für die Discretionary Accruals (DAC) im Vergleich von AAER-Firmen und einer beliebigen anderen großen Stichprobe von Firmen:

	EMF	NEMF
- <i>Jones Model</i>	0,138	0,001
- <i>Modified Jones Model</i>	0,171	0,002
- <i>Industry Model</i>	0,218	0,002

Auch hier sind alle Werte für EM-Firmen statistisch signifikant von den Werten für die NEM-Firmen verschieden.

Das Jones-Modell wurde von *Dechow/Richardson/Tuna* (2003), *Collins/Hribar* (2002) *Kothari/ Leone/Wasley* (2002), *Dopuch/Mashruwala/Seethamraju/Zach* (2005) sowie *Ibrahim* (2005) weiterentwickelt. Von diesen Erweiterungen hat vor allem das ‚Performance Matched Discretionary Accrual‘-Modell von *Kothari/Leone/Wasley* (2002) die größte Aufmerksamkeit erhalten. Die relative Performance der verschiedenen Jones-Modelle untersuchen *Jones/Krishnan/Melendrez* (2007). Ihre Earnings Management-Stichprobe besteht aus Firmen, die von der SEC wegen Fraud und Fälschung der Bilanzen verurteilt wurden. Die Discretionary Total Accruals (DTA) ermitteln die Autoren mit verschiedenen Jones-Modellen und erhalten statistisch signifikante Grenzwerte für Earnings Management Firmen (EMF) und Non Earnings Management Firmen (NEMF). Auch hier sind die Werte der EM-Firmen statistisch signifikant von den Werten für die NEM-Firmen verschieden.

Einen interessanten Ansatz verfolgt *Badertscher* (2010), indem er Earnings Management in einer Firma mit einer vorauslaufenden Überbewertung der Firma gemäß *Jensen* (2005) in Beziehung setzt. Dabei differenziert er zwischen verschiedenen Typen von Earnings Management, die von der Dauer der Überbewertung der Firma abhängen. Danach erzeugen resp. unterstützen die Firmen eine Überbewertung anfänglich durch Reale Transaktionen, die im Rahmen der GAAP-Vorschriften kein Fraud darstellen (dies stimmt auch mit der Beobachtung überein, dass Reale Transaktionen nach SOX im Vergleich zum Accrual Measures deutlich zugenommen hat, da nicht mit GAAP/SOX im Widerspruch steht). Erst wenn Reale Transaktionen nicht mehr wirksam sind, da ausgeschöpft, werden Accounting-Transaktionen angewandt, um die Überbewertung aufrecht zu erhalten. Dafür nutzt *Badertscher* das ‚performance-matched modifizierte Jones-Modell‘. Earnings Management über reale Transaktionen ermittelt er über ‚Abnormal Discretionary Expenses‘, ‚Abnormal Production Costs‘ und ‚Abnormal Cash Flow from Operations‘. Das Normal-Maß dieser Größen dabei wird durch Regressionsschätzungen in Bezug auf die Verkaufszahlen der Firma errechnet.

Zu b) Dies führt zu den Realen Transaktionen des Earnings Managements. Reale Transaktionen des Earnings Managements (EM) sind in der Praxis weit verbreitet, insbesondere nach dem Sarbanes Oxley-Act (SOX). *Roychowdhury* (2004/2006) sowie *Marquard/Wiedman* (2005), *Cohen/Dey/Lys* (2007), *Cohen/Zarowin* (2008) haben sich theoretisch empirisch mit Realen Transaktionen zwecks Earnings Management auseinandergesetzt. Ganz typische Reale Transaktionen, um die Earnings (cash flows) zu manipulieren, sind:

- Hohe Preisnachlässe resp. bessere Kreditbedingungen und Zahlungsziele, um die Umsätze vor allem zum Jahresende deutlich zu erhöhen (‘Channel Stuffing‘). Das Problem ist, dass diese Erträge im nächsten Jahr fehlen, so dass diese Maßnahme das Earnings-Bild für Außenstehende verfälscht.
- Ausmaß und Timing bei Verkäufen von Assets.
- Reduktion von F&E-Aufwendungen, auch in Verbindung mit zeitgleichem hohem Insider Handel.
- Aufbau hoher Lagerbeständen, um niedrige Stückkosten berichten zu können.



- Reduktion beeinflussbarer Kosten und Aufwendungen (Werbung, F&E, Verkaufsunterstützung, allgemeine Verwaltung) sowie von Investitionsausgaben.
- Derivative und andere Finanzkonstruktionen (i.e., eigene Aktien in SPCs)
- Aktien Rückkauf, um den ESP (Earnings per Share) zu manipulieren.
- Strategisches Steuer-Management (meist das zeitlich letzte mögliche Mittel für Earnings Management mit Realen Transaktionen).

Nach *Cohen/Zarowin* (2008) zeigen sich Reale Transaktionen vor allem in ‚Abnormal Discretionary Expenses‘, ‚Abnormal Production Costs‘ und ‚Abnormal Inventory Growth‘. Die Realen Transaktionen wirken sich vor allem im Cash Flow aus. Interessant ist die These (empirisch belegt), dass nach SOX der Schwerpunkt des Earnings Managements von Accounting-Transaktionen auf Reale Transaktionen gelegt wurde, da Letztere weniger Klage-gefährdet sind.

Ein weiterer Ansatz zur Messung von Earnings Management sind ‚Specific Accruals‘, wie sie in der theoretisch empirischen Literatur diskutiert werden, die Earnings Management sowohl durch Accounting-Transaktionen als auch Reale Transaktionen messen können. Die Grundidee dabei besteht darin, spezifische Firmenwerte neben den verschiedenen Accrual-Maßen kritisch zu prüfen, die Verdachts-Hinweise für Earnings Management geben können. *Beneish* (1999) hat unterschiedliche Specific Accruals definiert, die er empirisch back-tested. Schätzung von signifikanten Grenzwerten sowie Definition der Specific Accruals finden sich bei *Beneish* (1999). Dies sind:

	EMF	NEMF
- "Days Sales in Receivables Index (DSRI)	1,465	1,031
- Gross Margin Index (GMI)	1,193	1,014
- Asset Quality Index (AQI)	1,254	1,039
- Sales Growth Index (SGI)	1,607	1,134
- Depreciation Index (DEPI)	1,077	1,001
- Sales/General/Admin. Expenses Index (SGAI)	1,041	1,054
- Leverage Index (LVGI)	1,111	1,037"

*Marquardt/Wiedman* (2002) stellen weitere Specific Accruals vor und schätzen dafür ebenfalls signifikante Grenzwerte. Die Autoren zeigen die ermittelten Grenzwerte für Firmen, die ihre Refinanzierung durch Seasoned Equity Offerings (SEO) verbessern wollen im Vergleich zu einer Vergleichsgruppe von Firmen. Dies sind jeweils als Unexpected Change of:

	EMF	NEMF
- "Accounts Receivables (UAR)	1,240	0,004
- Inventory (UINV)	0,367	-0,521
- Accounts payable (UAP)	-0,649	-0,357
- Accrued liabilities (UACCL)	-0,065	0,069
- Depreciation expenses (UDEP)	-0,427	0,034"

*Bayley/Taylor* (2007) berechnen für verschiedene Firmen-Stichproben Specific Accrual-Komponenten. Dies sind:

	EMF	NEMF
- "Operating accrual magnitude (ACC)	0,045	-0,019
- Sales index (SLSI)	1,060	0,992
- Accruals index (ACCI)	1,114	1,021
- Inventory index (INVI)	1,036	1,010

- Reserve index (RESI)	1,001	0,993
- Asset quality index (AQI)	1,022	1,006"

*Dechow/Ge/Larson/Sloan* (2010) verwenden für die Indizierung von schweren Verfälschungen in der Firmen-Rechnungslegung durch das Management („Material Accounting Misstatements“) ein Maß, genannt F-Score, das mittels einer Logit-Regression geschätzt wird. Die Autoren entwickeln ihr F-Score-Modell durch schrittweise Regressionen, indem sie Variablen hinzufügen oder auf Grund insignifikanter Parameter aus dem Modell ausschließen. An Hand des Beispiels ENRON zeigen die Autoren, wie effizient der F-Score funktioniert. Sehr aufschlussreich sind die Ergebnisse des F-Score-Modells hinsichtlich seiner Erklärungskraft. Dazu weisen die Autoren die hohe Genauigkeit des Modells aus, die über die Erklärungskraft des einfachen *Jones-Modells* hinausgeht.

Insgesamt zeigt sich, dass die theoretisch empirische Literatur eine Vielzahl verschiedener Ansätze zur Messung und Bewertung von Earnings Management zur Verfügung stellt. Diese Modelle sind in der Lage, auf Basis von Konsistenz-Annahmen Anzeichen von Earnings Management festzustellen. Was die Integrität des Managements anbelangt, so zeigen abnormale Maße für Earnings Management, dass sich das Management an resp. jenseits der Grenze der ordentlichen Geschäfts- und Buchführung bewegt, was der Integrität widerspricht.

### 3.5.3 Überinvestition

Zur Messung und Bewertung der Manager-Integrität tragen auch Modelle zur Messung von Überinvestitionen bei, was der „Fälschung“ der Zukunftsbilanz gleichkommt. Es geht um die Beeinflussung der Erwartungsbildung der Investoren durch ein Investitionsverhalten der Firma, das dem Markt eine spürbare Höherbewertung suggerieren soll. Investitionen, die über den Erhalt der bestehenden Assets hinausgehen, sollen sogenannte ‚Growth Opportunities‘ für die Firma schaffen. Diese müssen jedoch stets einen positiven Net Present Value aufweisen. Investitionen, die darüber hinaus gehen, können als Überinvestitionen charakterisiert werden. Sie haben den Zweck, gegenüber den Investoren so zu tun, als ob die Firma noch weitaus höhere Growth Opportunities habe. Man kann diese als „Fälschung“ der Zukunftsbilanz bezeichnen, da sie nicht nachhaltig den Wert der Firma erhöhen können, im Gegensatz zu Earnings Management, das die Vergangenheitsbilanz „fälschen“ soll (Fraud). Beides sind Instrumente eines nicht-integren Managements und widersprechen der Integrität des Managements, nicht zuletzt da Überinvestitionen die Risiken der Firma massiv erhöhen können.

Die Literatur stellt theoretisch empirische Modelle zur Verfügung, um Überinvestitionen zu erkennen und zu indizieren. Dabei lassen sich Typen von Modellen bilden.

- a) Einmal geht es um die Schätzung eines normalen Investitionsvolumens für eine Firma und der Ermittlung einer Überinvestition durch Vergleich der normalen Investitionen mit den tatsächlichen Investitionen.
- b) Eine zweite Gruppe von Modellen teilt den Wert einer Firma in den Wert der ‚Assets in Place‘ und dem Wert der Growth Opportunities. Auch hier wird versucht, ein Normal-Niveau, hier der Growth Opportunities, zu ermitteln, um dann im Vergleich mit dem tatsächlichen Wert der Growth Opportunities zu ei-

nem abnormal hohen Wert der Growth Opportunities zu kommen. Es werden also nicht die Überinvestitionen direkt ermittelt, sondern es wird die Überbewertung der Growth Opportunities ermittelt, die in den Investitionen, die über die Erhaltungsinvestitionen hinausgehen, enthalten sind. Dabei wird unterstellt, dass die Investitionen, die zu einer Überbewertung der Growth Opportunities führen, Überinvestitionen sind.

Zu a) *Richardson* (2005) hat ein theoretisch empirisches Modell zur Schätzung von Überinvestitionen entwickelt. Überinvestition wird definiert als Investitionsvolumen, das über Investitionen zur Erhaltung der vorhandenen Assets und Investitionen in neue Projekte mit positivem Net Present Value hinausgeht. Um Überinvestitionen zu messen, sind die gesamten Investitionsausgaben in zwei Komponenten zu zerlegen: (i) Investitionen zur Erhaltung der vorhandenen Assets, und (ii) neue Investitionsausgaben. Die neuen Investitionsausgaben sind zu zerlegen in erwartete neue Investitionen  $I_{NEW,t}^*$  und in Investitionen in negative NPV-Projekte  $I_{NEW,t}^E$ . Die erwarteten neuen Investitionen richten sich vor allem an den Wachstumsaussichten der Firma, den Finanzierungsmöglichkeiten und den Industrie-Gegebenheiten aus.

Dies zeigt folgende Gleichung:

$$I_{TOTAL,t} = I_{MAINTENANCE,t} + I_{NEW,t}$$

$$I_{NEW,t} = I_{NEW,t}^* + I_{NEW,t}^E$$

Auf Basis der Investitionsliteratur entwickelt *Richardson* eine Regressionsgleichung für die Schätzung und Prognose der erwarteten Investitionen in die Wachstumsaussichten der Firma:

$$I_{NEW,t}^* = \alpha + \beta_1 V/P_{t-1} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stock Returns_{t-1} + \beta_7 I_{NEW,t-1} + \sum Year Indicator + \sum Industry Indicator$$

Die Schätzung der Gleichung für  $I_{NEW,t}^*$  ist entscheidend für die Berechnung der Überinvestitionen, wobei  $V/P$  ein Maß für Growth Opportunities darstellt und über eine spezifische Methode berechnet wird (siehe *Richardson*, 2005, S. 37f). Die Schätzung kann über einen Schätzzeitraum für die Firma (Längsschnitt-Analyse), über die Industrie (Querschnitts-Analyse) oder Beides (Panel-Analyse) erfolgen. Durch die Bildung eines Konfidenzintervalls für  $I_{NEW,t}^E$  können so abnormal hohe Überinvestitionen definiert und ermittelt werden.

Damit bietet das *Richardson*-Modell einen Ansatz, abnormal hohe Überinvestitionen zu ermitteln. Dies bewertet der Indikator als Indiz, dass das Management durch Überinvestitionen den Markt davon überzeugen will, dass das Wachstumspotential der Firma in der Zukunft sehr hoch ist, um eine Höher-Bewertung der Firmen-Aktie zu veranlassen. Zumindest deutet es nicht darauf hin, Überbewertung zu verhindern, was der Integrität des Managements widerspricht.

*Li* (2004) analysiert den empirischen Zusammenhang zwischen dem Investitionsverhalten der Firma und deren Performance resp. Aktienrendite. Im Kontext der Free-Cash-Flow-These von *Jensen* zeigt der Autor, dass Überinvestitionen, basierend auf hohem Free-Cash-Flow und geringem Leverage, zu Fehlallokationen führen, die die Performance und die Aktienrendite der Firma nachfolgend negativ beeinflusst. Dazu entwickelt *Li* ein Modell diskretionärer Investitionen, was mit Überinvestition gleichzu-

setzen ist. Basis ist wie bei *Richardson* eine Regressionsschätzung, die ein normales Niveau der Investitionen firmenspezifisch angibt. Abweichungen davon können als diskretionär definiert werden. Der diskretionäre Teil der Investitionen kann über Längsschnitt-, Querschnitts- oder Panel-Analysen ermittelt werden. Auf Basis der entsprechenden Stichprobe erhält man eine Verteilungsfunktion der diskretionären Investitionen. In der Event-Periode können dann auf Basis der Regressionsgleichung „normale“ diskretionäre Investitionen geschätzt werden. Übersteigen diese eine Toleranzgrenze (Basis ist die Verteilungsfunktion der Schätzperiode), kann von Überinvestition gesprochen werden.

Zu b) Neben der direkten Schätzung von Überinvestitionen ist es möglich, Überinvestitionen indirekt zu schätzen. Investitionen, die über die Bestandserhaltung der bestehenden Assets hinausgehen, stellen sogenannte ‚Growth Options‘ dar, die vom Markt bewertet werden. Überinvestitionen finden vor allem in diesem Teil der Investitionen statt. Eine indirekte Abschätzung möglicher Überinvestitionen ist über die Frage möglich, ob die Growth Options durch den Markt überbewertet sind. Diesen Ansatz lassen sich mit einem Modell von *Tong* (2004) umsetzen. Der Wert einer Firma am Markt für die Firmen-Aktie  $V$  kann danach aufgeteilt werden in den Wert der „Assets in Place ( $V_{AIP}$ )“ und dem Wert der Growth Options ( $V_{GO}$ ), also  $V = V_{AIP} + V_{GO}$ .

Die These lautet: Eine durch Überinvestitionen verursachte Überbewertung dürfte sich vermutlich in einer Überbewertung von  $V_{GO}$  zeigen, da das Management dem Markt vor allem durch seine angekündigten Investitionsvorhaben einen hohen Wert seiner Growth Options in der Zukunft suggerieren wird. *Tong* diskutiert in seiner Dissertation Growth Options auf Basis der Theorie der Realloptionen. Der Autor offeriert ein theoretisch empirisches Modell zur empirischen Schätzung von  $V_{GO}$ . Dabei verwendet *Tong* das EVA-Modell zu Berechnung des Wertes der Growth Options (GOV) einer Firma (EVA-Konzept von *Stern Stewart*):

$$GOV = V_{GO} / V = [V - \text{Current Earnings} / \text{Discount Rate}] / V$$

*Tong* sieht in spezifischen Investitions-Typen Treiber für den Wert der Growth Options. Diese sind: F&E Investitionen, Investitionen in Realkapital wie Maschinen, Anlagen etc., Joint Venture und Akquisitionen. Auf Basis der empirischen GOVs der Firma können Regressionsschätzungen für die Firma vorgenommen werden, mittels deren Anwendung „normale“ GOVs ermittelt werden können. Die dafür erforderliche Regressionsgleichung lautet:

$$GOV_{it} = \alpha_i + \delta_t + \beta_1 R\&D\ Investment_{it} + \beta_2 Capital\ Intensity_{it} + \beta_3 Joint\ Ventures_{it} + \beta_4 Acquisitions_{it} + \beta_5 Firm\ Size_{it} + \beta_6 Financial\ Leverage_{it} + \beta_7 Organizational\ Slack_{it} + \beta_8 Industry\ GOV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Interessant ist der Faktor des ‚Organizational Slack‘. *Richardson* misst diesen Faktor als den Anteil von Allgemeinen Kosten, Verkaufskosten und Kosten der Administration zu den Verkäufen. Der Gedanke dahinter ist, dass diese ‚slack‘ Ressourcen sich besonders mit Innovationen auseinandersetzen und somit Einfluss auf die Growth Option Values nehmen können. Die mittels der Regressionsgleichung ermittelten normalen GOVs können mit den empirischen GOVs verglichen werden. Liegen die empirischen GOVs außerhalb der Toleranzgrenze der Regressionsgleichung, kann von einer abnormalen Bewertung der Growth Options durch den Aktienmarkt gesprochen werden.

Wall (2007) aber vor allem *Danbolt/Hirst/Jones* (2002) berechnen den Wert der Growth Opportunities für UK-Firmen in den Jahren 1987 bis 1995. Sie stellen fest, dass Growth Opportunities einen Anteil am Gesamtwert der Firmen zwischen 50% und 60% aufweisen.

Zusammenfassend kann gesagt werden: Fälschungen, Manipulationen und Fraud und damit mangelnde Integrität hinterlassen Spuren, die man suchen, finden und bewerten kann. Je stärker die Spuren sind, desto geringer dürfte die Integrität des Managements sein. Zeichen mangelnder Integrität liegen vor, wenn eine dieser Spuren gefunden wird. Ein integeres Management vermeidet alles, was als Earnings Management, Überbewertung und Überinvestition interpretiert werden könnte. Die beiden Letzteren schaden den Shareholdern und den Stakeholdern, da sie die Firma nachhaltig schwächen und zu massiven Fehlallokationen und damit Risiken führen.

### 3.5.4 'Firm Disclosure' und Überbewertung

In diesem Bereich geht es um Indikatoren, die darauf hindeuten, dass die Firma resp. ihr Management die Disclosures so ausrichtet, dass der Markt an eine deutlich höhere Bewertung glaubt und diese auf Basis der Firmen-Disclosures auch tatsächlich betreibt.

Zwei Übersichtsartikel, *Verrecchia* (2001) und *Healy/Palepu* (2000), über Firmen-Disclosure, Pflicht-Veröffentlichungen („Mandatory Disclosures“) resp. freiwillige Veröffentlichungen („Discretionary Disclosures“), zeigen die Vielfalt des Themenbereichs und die breite Streuung der theoretisch empirischen Analysen. Sie geben einen guten Überblick über den Stand der Forschung. Für die Frage, ob und in wie weit das Management durch Disclosure eine Over-Valuation erzeugen kann, unterstützt oder zumindest nicht verhindert, gibt es darin kein theoretisch empirisches Modell, das die Frage methodisch eindeutig beantworten könnte. Der Hauptkritikpunkt am Stand der Forschung ist, dass aus den theoretisch empirischen Modellen nicht diejenigen Disclosures-Inhalte empirisch abgeleitet werden können, die quasi als „Normal“-Disclosure keine Over-Valuation hervorrufen würden, mittels denen man über eine Differentialanalyse erkennen könnten, dass das Management willentlich Over-Valuation erzeugen, dulden oder zumindest nicht verhindern will. Methodisch lässt sich daraus der Schluss ziehen, dass man die Disclosures des Managements nicht einer Differentialanalyse unterziehen sondern lediglich auf positive Inhalte überprüfen kann, um die Reaktionen des Kapitalmarktes auf die positiven Disclosure daraufhin anzuschauen, ob sie eine Höherbewertung der Stocks bewirken. Wenn dies der Fall ist, dann kann man zumindest nicht ausschließen, dass das Management eine Over-Valuation bewusst erzeugt, geduldet oder zumindest nicht verhindert hat.

*Verrecchia* (2001), zeigt, dass der Kapitalmarkt auf Disclosure durch Preisveränderungen reagiert, wobei die Preisveränderungen mehr oder weniger stark auf die Disclosure reagieren können. Dies führt zur Definition des 'Disclosure Response Coefficient (DRC)':

$$P_T - P_{T-1} = a + b (y - m) + c X + e$$

mit P: 'Stock Price', b: 'Disclosure Response Coefficient', y: 'Firm Disclosure with implicit firm value', m: 'unconditional expectation of firm value', X: 'other factors', e: 'noise'. Im Rahmen von Event-Analysen kann der DRC jeweils sehr unterschiedliche Werte annehmen, je nach Disclosure, nach Marktsituation, nach Struktur der Investorenseite etc. Die Höhe des DRCs in Event-Analysen stellt somit einen wichtigen Indikator für die Frage dar, ob und inwieweit die Firma resp. sein Management bewusst eine Over-Valuation erzeugt, unterstützt resp. nicht verhindert, unabhängig davon, ob die Disclosure wahr, falsch, unvollständig oder mit einem 'optimistic bias' versehen ist.

*Healy/Palepu* (2000) diskutieren die Disclosure Literatur in zwei Kategorien: 'Mandatory Auditing' Literatur und 'Voluntary Disclosure' Literatur. Die Autoren betrachten die empirische Literatur bezüglich der Kapitalmarkteffekte der Voluntary Disclosure. Firmen, die eine hohe Rate an Voluntary Disclosure aufweisen, haben eine höhere Liquidität ihrer Aktienmärkte sowie geringere 'Cost of Capital'. Dies gibt den Hinweis, dass sich Disclosure-Events mit positiven Ertragserwartungsänderungen resp. Ertragsrisikoänderungen in einer Erhöhung des Stock Prices auswirken. Damit erscheint der Ansatz erfolgversprechend zu sein, die Disclosures danach zu klassifizieren, ob sie höhere Ertragserwartungen resp. niedrigere Ertragsrisiken implizieren und, im Rahmen von Event-Analysen, einen hohen positiven Einfluss auf den Stock Price, also einen hohen positiven DRC, aufweisen.

Im Mittelpunkt dieser Überlegungen stehen Methoden der automatischen Klassifizierung der Disclosures in „Optimistisch“, „Höhere Earnings-Erwartungen“, „niedrigere Earnings-Risiken“. Dabei kommt es darauf an, dass der Markt überrascht ist und mit einer unmittelbaren Höherbewertung reagiert. Hier bewegt man sich im Forschungsgebiet der automatischen Textanalyse ('Text Mining'), die auch im Bereich der Kapitalmarktforschung in jüngster Zeit zunehmende Bedeutung erlangt. Nicht nur die optimistischen Inhalte sondern auch taktische und strategische Varianten der Art und Weise, wie das Management mit dem Markt kommuniziert, können den Markt zu einer Höherbewertung der Aktie animieren. Es kann zwischen guten Nachrichten (werden veröffentlicht) und schlechten Nachrichten (werden nicht veröffentlicht) unterschieden werden, auch 'strategic discretionary disclosure' genannt. Es kann bei guten Nachrichten die Frequenz der Veröffentlichungen erhöht werden oder die Disclosures mit Supplements angereichert werden, alles Möglichkeiten, den Einfluss der Disclosure auf eine Höherbewertung zu verstärken. Zuletzt kann das Management durch positive Earnings Forecasts Einfluss auf die Bewertung der Firma am Aktienmarkt nehmen. Derartige Disclosures können als Events betrachtet werden. Disclosure-Events, die keinen Einfluss auf den Aktienkurs haben, sind als Indikator ungeeignet. Je höher der Einfluss des Disclosure-Events auf den Aktienkurs ist, um stärker stellt dies einen Indikator dar, dass das Management eine Over-Valuation bewusst erzeugt, unterstützt oder zumindest nicht verhindert.

Im Bereich des Text Minings kann man grob zwischen Verfahren, die einen Thesaurus verwenden, und Verfahren des 'Machine Learning' unterscheiden. Bei den Thesaurus-Verfahren entwickelt der Researcher/Analyst einen a priori-Thesaurus, von dem er überzeugt ist, dass er damit die unstrukturierten Texte am besten automatisch auswerten kann. Bei den Machine Learning-Verfahren lässt der Researcher/Analyst auf Basis einer genügend großen Lern-Stichprobe die Maschine einen optimalen Thesaurus finden, der an einer Test-Stichprobe überprüft wird. Beide Verfahrenstypen haben die gemeinsamen Probleme der Linguistik, wie Stemming, Sy-

nonyme, Homonyme, unterschiedliche Schreibweisen etc. Machine Learning ist das sophistiziertere, aufwendigere, methodisch anspruchsvollere und u.U. effizientere Verfahren.

*Tetlock/Saar-Tsechansky/Macskassy* (2007) untersuchen den Einfluss der qualitativen Informationen in den Firm Disclosures im Vergleich zu quantitativen Daten. Die Autoren prüfen den Einfluss des Anteils negativer Wörter auf Basis des Harvard-IV-4-Dictionary-Thesaurus in Publikationen des *Wall Street Journal* (WSJ) und des *Dow Jones News Service* (DJNS), also Tages-News im Unterschied zu Jahresgeschäftsberichten in anderen Studien, auf den Stock Return resp. ‚firm’s future cash flows‘. Da quantitative Informationen der Firma und/oder die Äußerungen der Analysten, als die zwei wichtigsten Informationsquellen der Investoren, häufig mit Bias versehen sind, sind gerade die verbalen qualitativen Äußerungen der Firma eine wichtige komplementäre Informationsquelle. Die Autoren untersuchen nun durch das Zählen der negativen Wörter deren Einfluss auf den Stock Return und die Möglichkeit, aus dem Anteil der negativen Wörter eine Prognose über den zukünftigen Cash Flow der Firma abzugeben. Man kann diesen Ansatz durch Anwendung eines Thesaurus auch für positive Wörter verwenden.

*Li* (2006) wendet den gleichen methodischen Ansatz zur Messung des Sentiments in Texten an wie *Tetlock u.a.* Dabei untersucht er nicht die Tagespresse sondern das Sentiment in den ‚annual reports‘ der Firmen. *Li* geht ganz pragmatisch an die Analyse. „To measure the emphasis on risk and uncertainty of the annual reports, I simply count the number of occurrences of the risk-related words. In particular, I count the frequencies of “risk” (including “risk”, “risks”, and “risky”) and “uncertainty” (including “uncertain”, “uncertainty”, and “uncertainties”). Since many firms have disclosure about risk-free interest rate (e.g., in their stock option compensation note), any words in the format of “risk-” are excluded in the count. Confounding strings such as “asterisk” are also excluded.” (S. 7). Das Ergebnis bestätigt die Research-Methode. „The empirical findings of the paper can be easily summarized. I find that a stronger emphasis on risk in the annual report is associated with lower future earnings. The risk sentiment of annual reports can also predict future returns: Firms with a large increase in risk sentiment experience significantly negative returns relative to those firms with little increase in risk sentiment in the twelve months after the annual report filing date.” (S. 26) Man kann diesen Ansatz im Grundsatz übernehmen, muss aber in einer zusätzlichen Dimension des Text-Minings qua Thesaurus die Texte auf ein abnehmendes Risiko hin untersuchen.

*Henry* (2006) untersucht die Markt-Reaktion auf verbale Kommentare über Earnings in Press Releases. Dabei kombiniert die Autorin Elemente des Text Minings auf Basis eines Thesaurus-Verfahrens mit quantitativen Daten in einer gemeinsamen Regressions-Analyse, um Over- und Under-Performance der Firmen-Aktie am Tag der Announcements im Vergleich zum Marktindex zu prognostizieren. Im Text Mining Teil des Modells werden sowohl Inhalte (‚Content‘), Sprachstil (‚Style‘) als auch Ton der Sprache (‚Tone‘) klassifiziert und als Erklärungsvariable herangezogen. Für den Content wird ein Thesaurus verwendet. Die folgende Übersicht zeigt anschaulich, wie mächtig ein Content-Thesaurus sein kann, im Unterschied zu *Li*, der nur einige wenige Wörter für Risk und Uncertainty in seinem Thesaurus aufgenommen hat.

### **„Thesaurus Used as a Basis for the Keyword Count Variables Agents**

**ACCOUNTANTS:** account accounts accounted accountant accountants accounting auditor auditors audit audits auditing audited

**BANKERS:** banker bankers creditor creditors

**BOARD:** board director directors chairman

**COMPANY:** company firm

**INVESTORS:** shareholder shareholders shareowner shareowners investor investors stockholder stockholders

**LAWYER:** law laws litigate litigates litigating litigated litigious litigation suit lawyer lawyers legal counsel attorney attorneys

**MANAGER:** manager managers management executive executives officer officers president employee employees

**PRONOUNS:** we our ours ourselves us I me mine my myself

### **Resources**

**ASSETS:** asset assets cash receivable receivables inventory inventories property properties plant plants factory factories equipment goodwill research investment investments subsidiary subsidiaries venture ventures

**DIVIDENDS:** dividend dividends

**EQUITY:** equity shares common preferred stock buyback repurchase split

**LIABILITIES:** credit debt bonds borrow borrows borrowed borrowing loan loans liability liabilities interest coupon arrears bankrupt bankruptcy covenant covenants liquid liquidity illiquid illiquidity solvent solvency insolvent insolvency

### **Enterprises**

**AFFIRM:** affirm affirms affirmed affirming confirm confirms confirmed confirming reaffirm reaffirms reaffirmed reaffirming reiterate reiterates reiterated reiterating

**BUY:** buy buys buying bought acquire acquires acquiring acquired acquisition acquisitions purchase purchases purchasing purchased invest invests investing invested investment investments

**CUT:** reduce reduces reducing reduced reduction cut cuts cutting eliminate eliminates eliminating eliminated

**EXTERNAL:** industry environment economy economic fundamentals market markets

**FINANCING:** list lists listed financing finance finances financed issue issues issuing issued offer offers offering offered shelf registration

**FIRE:** fire fires firing fired terminate terminates terminating terminated termination resign resigns resigning resigned resignation

**FUTURE:** future long-term longer-term forward-looking expect expects expecting expected expectations anticipate anticipates anticipated anticipating forecast forecasts forecasting forecasted continue continues continuing continued guidance outlook

**HIRE:** hire hires hiring hired appoint appoints appointing appointed appointment appointments

**OPER LOSS:** loss lose loses losses lost deficit expense expenses expensive overhead overheads cost costs costly

**OPER PROF:** sale sales revenue revenues income profit profits profitable profitability earn earns earnings earned returns gain gains ebitda margin margins shipments orders

**RESTRUCTURE:** restructure restructures restructured restructuring recapitalize recapitalization recapitalized recapitalizing recapitalizes

**REVISE RESTATE:** revise revises revised revision revisions restate restates restated restatement restatements

**SELL:** sell sells selling sold dispose disposes disposing disposed disposal disposals divest divests divested divesting divestiture spins spin spinoff

**STRATEGY:** strategy strategic strategies strategically



*TENDER*: tender tenders tendered tendering  
*WRITEOFF*: write writes wrote writing write-off writeoff write-offs impair impaired impairment" (S. 16f)

Auch der Thesaurus für Tone ist sehr umfangreich.

#### **"Tone**

*NEGATIVITY*: disappoint disappoints disappointing disappointed disappointment risk risks risky threat threats threaten threatened threatening penalty penalties negative negatives negatively fail fails failed failing failure weak weakness weaknesses weaken weakens weakening weakened difficult difficulty hurdle hurdles obstacle obstacles slump slumps slumping slumped uncertain uncertainty uncertainties unsettled unfavorable downturn depressed down decrease decreases decreasing decreased decline declines declining declined fall falls falling fell fallen drop drops dropping dropped deteriorate deteriorates deteriorating deteriorated worsen worsens worsening worse worst low lower lowest less least smaller smallest shrink shrinks shrinking shrunk below under challenge challenges challenging challenged poor poorly

*POSITIVITY*: pleased delighted reward rewards rewarding rewarded opportunity opportunities enjoy enjoys enjoying enjoyed encouraged encouraging positive positives success successes successful successfully succeed succeeds succeeding succeeded accomplish accomplishes accomplishing accomplished accomplishment accomplishments strong strength strengths certain certainty definite solid excellent stellar good leading achieve achieves achieved achieving achievement achievements progress progressing deliver delivers delivered delivering leader leading up increase increases increasing increased rise rises rising rose risen double doubled doubles improve improves improving improved improvement improvements enhance enhances enhanced enhancing enhancement enhancements strengthen strengthens strengthening strengthened stronger strongest strongly better best more most above record high higher highest greater greatest larger largest grow grows growing grew grown growth expand expands expanding expanded expansion exceed exceeds exceeded exceeding beat beats beating" (S. 17)

Durch die Kombination der Text Mining Klassifizierung mit quantitativen Variablen in einer Regressionsschätzung wird aus dem Thesaurus-Verfahren ein Machine Learning-Verfahren, da die Regressionsgleichung mit einer Vielzahl von quantitativen Variablen im Sinne eines Data Minings mittels eines ‚training set of data‘ geschätzt wird und das Modell mit den besten Variablen an einem ‚test set of data‘ getestet wird. Das heißt, dass sehr umfangreiche und sophistizierte Thesauri möglich und entsprechend der Fragestellung angemessen sind, um steigende ‚Earnings-Expectations‘ und sinkende ‚Earnings-Risks‘ in den Texten mittels Thesaurus-Text Mining-Verfahren automatisch erkennen zu können.

*Davis/Piger/Sedor* (2006) analysieren ebenfalls Press Releases und verknüpfen optimistische und pessimistische Sentiments in den Aussagen des Managements mit zukünftigen Earnings-Entwicklungen der Firma. Die Autoren kombinieren Text Mining Variablen mit quantitativen Variablen zu Regressionsanalysen. Das Ergebnis der Studie zeigt Text Mining in der Auswertung des Einflusses der Firmen-Disclosure als sehr effiziente Methode.

*Balakrishnan/Qiu/Srinivasan* (2010) gehen den Weg der Nutzung von Machine Learning-Verfahren, um aus dem geschriebenen Wort der Firmen-Disclosures (,annual

reports') auf die zu erwartende Stock Performance der Firma zu schließen. Aus einer Menge von 4280 Reports von 1236 Firmen über 5 Jahre haben sie ein Training Set gebildet. Dabei haben sie jede Firma/Jahr klassifiziert als ‚outperformer‘, ‚underperformer‘ und ‚average‘. Unter Verwendung des „Support Vector Machine“-Verfahrens finden sie diejenigen Wörter mit ihren entsprechenden Frequenzen heraus, die am besten zwischen den Firmen entsprechend ihrer Stock Performance diskriminieren können. Dies ist dann deren „gelernter“ Thesaurus. Dies kombinieren sie mit weiteren Variablen, um eine Regressionsgleichung zu schätzen, mit der sie den Stock Return erklären und prognostizieren können.

Ein hierarchisches Text Mining Research Design ist erforderlich, wenn man z.B. ‚Future Cash Flow Expectations + increasing‘ oder ‚Future Cash Flow Risks + decreasing‘ klassifizieren will. Welche Möglichkeiten in einer mehrdimensionalen hierarchischen Thesaurus-Struktur liegen können, zeigen *Beattie/McInnes/Fearnley* (2004). Im Prinzip kann ein Geschäftsbericht oder eine ‚Press Release‘ inhaltlich in ‚Sub Topics‘ eingeteilt werden. Darauf kann dann mittels Text Mining in jedem Sub Topic eine hierarchische Coding Struktur ausgefüllt werden. Dies zeigt, dass mittels Text Mining-Verfahren, ob Thesaurus-Verfahren oder Machine Learning-Verfahren, die Firmen-Disclosure danach bewertet werden können, ob darin durch das Firmen-Management eine spürbare Erhöhung der Ertragserwartungen oder eine spürbare Reduzierung der Ertragsrisiken direkt oder indirekt angesprochen wird.

*Dobler* (2007) hat sich mit der Literatur über das ‚Risk Reporting‘ von Firmen auseinandergesetzt. Darin wird gezeigt, dass die Disclosure von Risiken stets willkürlich ist, je nach Risiko, je nach Risiko-System der Firma, je nach Glaubwürdigkeit der Disclosure. Es gibt somit keine vollständige Information über das Risiko an den Markt. Letztendlich sind Risikoinformationen deshalb nicht ohne Zweifel glaubwürdig, da sie nicht verifizierbar sind, auch nicht ex post. Damit kann aber das Management selbst entscheiden, welche Risikoinformation preisgegeben werden soll und welche nicht. Dies gilt selbst unter Regularien, die eine strenge Risiko-Pflichtveröffentlichung kennen. Damit ist es plausibel, dass man erwarten kann, dass das Management u.U. auch die Risiken schön redet oder schlechte Nachrichten zurück hält. Definiert wird Risiko mit ‚distribution of future cash flows of the reporting entity or parameters of this distribution‘. (S. 5) Hierin sind positive Risikoerwartungen mit einer sinkenden Varianz der Earnings-Verteilung gleich zu setzen. Hinzu kommt, dass von ‚Upside Risk‘ und ‚Downside Risk‘ gesprochen werden kann. Dann hat man es mit einer unsicheren Ertragserwartung zu tun, die lediglich die Richtung kennt, aber nicht die Wahrscheinlichkeit des Eintretens. Positiv wären hier Upside Risiken der Ertragserwartung.

*Verrecchia* (2001) diskutiert ein spezifisches Disclosure-Verhalten des Managements, das Strategic Disclosure, das darin besteht, gute Nachrichten zu veröffentlichen, während schlechte Nachrichten nicht veröffentlicht werden. Aus der Sicht eines Indikators für Manager-intended Over-Valuation deutet Strategic Disclosure darauf hin, dass das Management eine Over-Valuation damit erzeugt, unterstützt oder zumindest nicht verhindert.

Eine direkte Beobachtung von Strategic Disclosure erscheint nicht möglich, da die Nichtveröffentlichung der schlechten Nachricht, solange man sie als Beobachter nicht kennt, nicht beobachtbar ist. Also muss man versuchen, Strategic Disclosure indirekt zu beobachten.

*Kothari/Shu/Wysocki* (2008) diskutieren ein Modell, das sich mit unterschiedlicher Behandlung von guten und schlechten Firmen-Nachrichten durch das Firmen-Management beschäftigt. Die Untersuchung zeigt, dass gute Nachrichten sogar vorab in den Markt gestreut werden, so dass die Marktreaktion sich über ein längeres Tagesfenster verteilt, während die Marktreaktion auf schlechte Nachrichten sehr verspätet und dann schnell und stark ausfällt. Interessant ist auch, was die Autoren zu den Anreizen des Managements zu einem derartigen Verhalten sagen. „Managers’ tendency to withhold bad news is attenuated for firms with high litigation risk, but is exacerbated when managers face greater career concerns, have more personal wealth at stake, and face greater information asymmetry.” (S. 4) Damit zielt dieses Verhalten de facto darauf ab, den Aktienkurs verzerrt hoch zu halten. Die Autoren prüfen ihre Thesen an Hand von Dividenden-Informationen, Erhöhung resp. Reduzierung, und Management Earnings Forecasts, positive resp. negative Surprises. Dabei stellen sie im Durchschnitt ihres Firmen-Samples fest, dass die Hypothese der Zurückhaltung der schlechten Nachrichten bestätigt wird. Somit erscheint dieses Modell geeignet zu sein, das Verhalten des Managements einer Firma an Hand ausgewählter Informations-Events auf Strategic Disclosure zu überprüfen.

Neben der Frage, welchen Einfluss Strategic Disclosure auf die Dynamic des Stock Prices der Firma hat, wird in der theoretisch empirischen Kapitalmarktliteratur auch die Frage des Einflusses einer ‚Increased Disclosure‘ auf den Stock Price und damit auf die impliziten Capital Costs der Firma untersucht. *Evans* (2006) untersucht die Intensität, mit der eine Firma Informationen veröffentlicht. Der Autor stellt die Hypothese auf: „Firms committing to increased disclosure experience lower subsequent information asymmetry and costs of capital than other firms.” (S. 8) Dabei konzentriert sich der Autor auf ‚Conference Calls‘ und ‚Management Earnings Forecasts‘. Die Intensität ist dann hoch, wenn es 4 Conference Calls oder 3 Earnings Forecasts pro Jahr gibt. Die Intensität ist sehr hoch, wenn sowohl 4 Conference Calls als auch 3 Earnings Forecasts stattfinden. Im Ergebnis zeigt sich, dass ‚Increased Committed Disclosures‘ zu einer Reduktion der Cost of Capital der Firma c.p. führen. Für die Frage nach einem Indikator dafür, ob das Management durch sein Disclosure-Verhalten eine Over-Valuation erzeugt, unterstützt resp. nicht verhindert, können die Überlegungen von *Evans* einen Beitrag leisten.

Genau auf die Frage, ob Disclosure-Politik dazu dient, die Informations-Asymmetrie zu reduzieren oder den Stock Price zu hypen, zielt die Studie von *Lang/Lundholm* (2000). Während aber *Evans* ein Strukturbild der Firma entwirft, wonach ein nachhaltiges Commitment zu einer höheren Veröffentlichung Auswirkungen auf die nachhaltige Informationsasymmetrie der Firma und damit auf ihre nachhaltigen Cost of Capital hat, zeigen *Lang/Lundholm* in einem Eventbild der Firma, wie sich ein erhöhtes Disclosure-Verhalten auf den ‚Pre-Issuing Stock Price‘ und damit auf den ‚Post-Issuing Stock Price‘ auswirkt. Dabei klassifizieren sie die Disclosure nach dem Sentiment, wie z.B. optimistisch, pessimistisch, neutral. Damit zeigt sich auch bei *Lang/Lundholm*, dass verstärktes Disclosure-Verhalten einen spürbaren Einfluss auf den Stock Price haben kann, so dass man diese theoretisch empirischen Modellergebnisse als Indikator verwenden kann.

Bleibt die Messung der Wirkungen der Firmen-Disclosure auf den Stock Market der Firma, den ‚Disclosure Response Coefficient‘ (DRC). Disclosure-Events, wie sie oben beschrieben sind, mit einem hohen DRC-Wert werden als Indikatoren dafür gesehen,

dass das Management der Firma eine Over-Valuation erzeugt, unterstützt oder zumindest nicht verhindert. Verrecchia (2001) hat den Disclosure Response Coefficient (DRC) in seinen Essays über Firmen Disclosure diskutiert. Dies führt zur Definition des Disclosure Response Coefficient (DRC):

$$P_T - P_{T-1} = a + b (y - m) + c X + e$$

mit P: Stock Price, b: Disclosure Response Coefficient, y: Firm Disclosure with implicit firm value, m: unconditional expectation of firm value, (y - m): Disclosure Surprise, X: other factors, e: Noise. Verrecchia definiert den DRC informationstheoretisch. Der DRC hängt c. p. von der Richtung und Größe der ‚Disclosure Surprise‘ einerseits sowie dem Faktor b ab. „This implies

$$P_T - P_{T-1} = n/(h + n) (y - m),$$

where the expression y - m can be interpreted as the “disclosure surprise” in that it represents the extent to which y deviates from its expected value of m, which is also the expected value of u. Here, the DRC is n / (h+n); it can be described as the precision of the disclosure, n, relative to the total precision of firm value conditional on the disclosure, h + n. In other words, the DRC is the information content of the disclosure relative to all that is known about firm value subsequent to the disclosure.“ (S. 11)

Misst man die Stock Price-Veränderung im ‚Event-Window‘, bereinigt um die Marktentwicklung, dann lässt sich mit der Aufspaltung des DRC in Disclosure Surprise und Disclosure Precision erkennen, ob ein hoher DRC durch einen hohen Disclosure Surprise, also durch den vom Management gewählten Informationsgehalt, oder von der hohen Glaubwürdigkeit der Firmeninformationen bestimmt ist. Ein hoher Überraschungsgrad der Disclosure deutet darauf hin, dass das Management an einer hohen Bewertung der Firmen-Aktie stark interessiert ist, so dass die These, wonach das Management eine Over-Valuation erzeugt, unterstützt oder zumindest nicht verhindert, als bestätigt bezeichnet werden kann. Je höher die Informations-Präzisions-Erwartung der Investoren, desto größer ist die Hebelwirkung der Disclosure Surprise. Die dadurch erzeugte Höherbewertung muss den Investoren zugerechnet werden. Sie wollen die hohe Bewertung. Solange die Firma die hohe Bewertung durch ihren substantiellen Wert rechtfertigt, spricht ein hoher DRC nicht für eine Over-Valuation. Sprechen jedoch andere Indikatoren für die Überbewertung, kann auch ein hoher DRC aus hoher subjektiver Präzisions-Erwartung der Investoren als Indikator für Over-Valuation stehen.

Zusammenfassend gilt: Integrität der Manager als Agenten gegenüber ihren aktuellen/potentiellen Prinzipalen impliziert, dass sie Alles unternehmen, damit der Aktienkurs der Firma dem „wahren“ Wert der Firma entspricht. Eine Firmen-Disclosure, die zu einer hohen positiven Disclosure Response führt, ist nur dann integer, wenn sie nicht zu einer Überbewertung beiträgt.

### 3.6 ‘Exit or Voice’ bei nicht-integerem Manager-Verhalten

In diesem Bereich wird das Verhalten des Managements der Firma, der Analysten der Firma sowie der Investoren am Aktien-Markt näher analysiert, um daraus weitere Hinweise für die Integrität der Firma abzuleiten. Einordnen lassen sich mögliche Verhaltens-Optionen von Managern, Analysten und Investoren in das Hirschman’sche

Gegensatzpaar ‚Exit or Voice‘. Es zeigt sich, dass Manager, Analysten und Investoren nicht ihre Stimme gegen eine mangelnde Integrität der Firma erheben. Hauptgrund dafür ist nach *Jensen*, dass z.B. eine Überbewertung der Firmenaktie wie eine Droge allen Beteiligten kurzfristig gut tut, weil sie optimal in die Wirtschaftspläne aller Beteiligten passt. Erkennen jedoch Manager, Analysten oder Investoren, dass eine Überbewertung der Firmen-Aktie keine Nachhaltigkeit haben kann, da das Management nicht integer ist, werden sie ihre Erkenntnis nicht durch Voice preisgeben, sondern sich durch Exit quasi vor allen Anderen retten, um so ihre Wirtschaftspläne angesichts des zu erwartenden Endes der Überbewertung zu optimieren. Dies gilt für Manager und Investoren. Für Analysten, die nicht in die Firma investiert haben, gilt ein Quasi-Exit-Modell.

- i) *Analysten Abdeckung*: Die erste Frage lautet, inwieweit die Analysten die Überbewertung durch ihr Verhalten zu erkennen geben. Es geht um die Beredsamkeit der „gierigen“ und der „stummen“ Analysten.
- ii) *Insider Handel*: Die zweite Frage analysiert die Nutzung der Überbewertung der Firma durch das Management im Rahmen von Insider Handel.
- iii) *Short Selling von Investoren*: Die dritte Frage ist, ob ein Teil der Investoren eine nicht-nachhaltige Überbewertung schon antizipiert.
- iv) *Anti Short Selling Actions der Firmen*: Versuchen Firmen, Short Selling zu unterbinden, deutet sich an, dass die Firmen um die Überbewertung wissen.

### 3.6.1 Analysten Abdeckung

Die Frage ist: Kann das Verhalten der Analysten Indikationen ergeben, die auf eine Überbewertung zumindest indikativ schließen lassen können? *Ramnath/Rock/Shane* (2005, 2006) haben eine umfangreiche Stoffsammlung über den Stand der Forschung über Aktien-Analysten erstellt. Die Autoren sagen, dass eine Überbewertung dann eintreten kann, wenn die Analysten ‚overly optimistic long term growth forecasts‘ vornehmen. Auch wird davon gesprochen, dass es Analysten gibt, denen man mehr glaubt, und Analysten, denen der Markt weniger glaubt. In die gleiche Richtung geht die Aussage, dass ‚Bold Forecasts‘ und ‚self-confident‘ Analysten am Markt mehr bewirken. Eine große Rolle spielt auch, ob die Analysten uni sono z.B. bullish sind, so dass sie dadurch spürbar eine Überbewertung unterstützen resp. hervorruufen können. Hierzu lässt sich eine geringe Dispersion als Indikator eines gewissen Herden-Verhaltens der Analysten heranziehen. Analysten mit einer hohen Expertise sind mit ihren Aussagen besonders wirkungsvoll am Markt. Dies gilt auch für ‚Early Forecasts‘. Bullish sein, kann heißen, dass eine starke Buy Recommendation kombiniert mit einer Bullish Earnings Forecast Revision besonders stark wirkt. Hohe Target Preise in Kombination mit Kauf-Empfehlungen bewirken das Gleiche. Die Autoren zitieren eine umfangreiche Literatur über Optimism Bias der Analysten. Sinkt die Abdeckung (Coverage) der Firma durch die Analysten, deutet dies darauf hin, dass Analysten zunehmend eine negative Entwicklung der Firma sehen, dies aber nicht in negativen Target Preisen, Empfehlungen und Earnings Forecasts öffentlich machen wollen. Sie schweigen lieber, als negative Botschaften von sich zu geben. Dies ergibt einen ‚Optimistic Bias‘ durch ‚Self Selection‘ der Analysten.

*Scherbina* (2004) analysiert diese spezifische Form des Optimistic Bias der Analysten. Es geht um die Rolle der Analysten, die entgegen ihren optimistischen Kollegen eine eher negative Sicht auf die Firma haben. Würden sie diese Sicht öffentlich be-

kunden, über Target Preise, Empfehlungen oder Earnings Forecasts, würden sich optimistische und pessimistische Sichten im Analysten-Konsens aufheben. Dadurch, dass die negativen Analysten lieber schweigen, als sich zu äußern, entsteht im Konsens ein Optimistic Bias. Die Autorin zeigt eine Möglichkeit auf, die „virtuellen“ negativen Forecasts der fehlenden Analysten in die Analyse einzubeziehen.

Den Grundgedanken der Überlegungen skizziert *Scherbina* folgendermaßen: Der Trade-Off zwischen Analysten-Karriere einerseits und dem Druck, optimistisch zu sein, erzeugt ein vorhersehbares Verhaltensmuster der Analysten. Es entsteht ein ‚Forecast Bias‘. Dieser optimistische Forecast Bias ist umso höher, je größer die Unsicherheiten in der Einschätzung der zu Grunde liegenden Earnings der Firma sind. Dieser Bias hat zwei Komponenten: Einmal den individuellen Bias eines jeden Analysten. Zum Zweiten ein Bias, der entsteht, wenn negative Analysten-Meinungen nicht publiziert werden.

*Scherbina* beschreibt ihr Vorgehen, um den fehlenden pessimistischen Teil der Analysten virtuell in der Verteilung der Earnings Forecasts zu ergänzen und damit den Optimistic Bias zu schätzen. Sie zeigt zwei Methoden auf, den Optimistic Bias durch die Reduktion der Abdeckung der pessimistischen Analysten zu ermitteln. Die Ermittlung der Verteilung der Earnings Forecasts inklusive der negativen Forecasts der „stummen“ Analysten kann mit diesen Methoden erfolgen. Der Indikator ist somit ein Maß für den ‚self-selection optimistic bias of the analysts‘ earnings forecasts‘. Je höher der Bias desto höher der Druck, der von den Analysten auf eine Überbewertung ausgehen kann, sollten die Investoren diesen Bias nicht erkennen und ihn durch Arbitrage eliminieren können. Das Modell zeigt empirisch einen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Optimistic Bias durch Self Selection und der Aktienrendite. Allerdings ist dieser kausale Zusammenhang nur kurzfristig zu beobachten, so dass sehr schnell eine Anpassung der Bewertung und damit eine Reduktion der Überbewertung am Markt erfolgt.

Im Rahmen des *Scherbina*-Modells ist es somit möglich, den Anteil der „stummen“ Analysten, die eine negative Botschaft für sich behalten, zu ermitteln. Nimmt dieser Anteil zu resp. ist er relativ hoch, indiziert dies, dass es einen Optimistic Bias wegen Self Selection gibt, der den Markt kurzfristig zu einer Überbewertung führt. Der „stumme“ Teil der Analysten dagegen sieht schon das Ende einer Überbewertung der Firma kommen, was dann auch eintritt. Als Proxy für den Optimistic Bias kann die Streuung der Earnings Forecasts der Analysten vor und nach der Korrektur nach der Methode von *Scherbina* genommen werden. Ist die Streuung nach Korrektur gering, gibt es wenige „stumme“ Analysten mit negativen Forecasts. Die Analysten wirken auf eine Überbewertung hin. Je mehr Analysten mit negativen Forecasts „stumm“ bleiben, desto geringer wird die unkorrigierte Streuung und desto höher die korrigierte Streuung der Earnings Forecasts. Dies indiziert das Ende der Überbewertung. Die Streuung der Earnings Forecasts der Analysten vor und nach Korrektur ist ein empirisch signifikanter Indikator für das Wissen der „stummen“ Analysten (Quasi-Exit der Analysten) über eine Überbewertung, das als Indikator für Integrität dienen kann.

*Doukas/Kim/Pantzalis* (2005) sehen in der Dynamik der Analysten-Abdeckung einer Firma einen Indikator für Über- und Unter-Bewertung der Firma am Markt. Dabei nutzen sie eine Regressionsanalyse für die Ermittlung einer für die Firma normalen Abdeckung, geschätzt über die Firmen der Industrie (cross section) und angepasst an die Größe der Firmen. Liegt die tatsächliche Abdeckung über der normalen Abde-

ckung der Firma, sprechen die Autoren von ‚Excess Analyst Coverage‘ und vice versa. Die Excess Analyst Coverage verknüpfen sie im Rahmen einer Panel-Analyse mit einem Maß für die Überbewertung der Firmen-Aktie. Dabei kommen sie zu signifikanten Zusammenhängen. Im Ergebnis zeigt sich, dass eine Excess Analyst Coverage signifikant zu einer Überbewertung der Firmen-Aktie führt. Dies begründen die Autoren auch kausal. Danach betrachten die Investoren eine steigende Abdeckung als Zeichen einer höheren Qualität der Aussagen der Analysten. Unter Berücksichtigung der Self Selection kann angenommen werden, dass die zunehmende Anzahl der Analysten eher positive Empfehlungen abgeben, nicht zuletzt aus Gründen der Anreize der Sell-Side-Analysten. Damit aber werden zunehmend optimistisch eingestellte Investoren angesprochen, die die Firmen-Aktie nach oben treiben. Eine abnehmende Abdeckung dagegen führt zu einer Unter-Bewertung der Firmen-Aktie, wobei hier die Kausalität eher umgekehrt zu interpretieren ist.

In jüngster Zeit haben auch *Fortin/Roth* (2008) den Zusammenhang zwischen Analysten Abdeckung und Aktien-Performance von Firmen analysiert. Dabei betrachten sie den Fall, in dem eine Firma in einem Jahr einen Rückgang der Analysten-Abdeckung um 50% erfährt. Ihre These lautet: Ein deutlicher Rückgang der Abdeckung wird vom Markt interpretiert als eine implizite Zunahme negativer Nachrichten über die Firma, die aber wegen der Stummheit der negativen Analysten nicht im Analysten-Konsens erscheint, ein klarer Fall einer Self Selection nach *Scherbina*. Die Investoren bringen durch ihr Verhalten die Aktie der Firma sehr schnell nach unten. Dabei postulieren die Autoren eine Überreaktion der Investoren. Diese Überreaktion der Investoren führt zu einer deutlichen Unter-Bewertung der Aktie. Diese Unter-Bewertung wird aber im folgenden Jahr wieder korrigiert, so dass die Aktie auf ihren fundamentalen Wert steigt. Diesen Zusammenhang zwischen einem starken Rückgang der Abdeckung in einem Jahr und einer positiven Überrendite der Aktie in ersten 60 Tagen des darauffolgenden Jahres stellen die Autoren empirisch als signifikant fest. Damit ergänzt diese Arbeit die Überlegung, aus der dynamischen Entwicklung der Abdeckung der Analysten auf deren Einfluss auf Über- resp. Unter-Bewertung zu schließen.

### 3.6.2 Insider Handel

In diesem Bereich befinden sich Methoden und Modelle bezüglich des Verhaltens des Managements der Firma, das darauf hindeuten kann, dass die Firma überbewertet ist und das Management dieses Wissen zu eigenen Gunsten nutzt, was massiv der Integrität des Managements widerspricht. Dabei gehören die sogenannten ‚Directors Dealings‘, wenn sie ein bestimmtes Muster aufweisen, zu den wertvollen Indikatoren, die erkennen lassen, dass die Insider wissen, dass die Firma überbewertet ist, und zwar nur kurzfristig, da die Überbewertung nur auf Fälschung, Manipulation und Fraud des gleichen Managements fußt. Um aus dem Verhalten des Managements Schlüsse ziehen zu können, ist somit auf den Insider Handel zu schauen. Die Prämisse lautet: Das Management weiß über die Überbewertung Bescheid und verhält sich „rational“ wenn auch nicht-integer. Es geht um ‚Unusual high Insider Trading/Directors Dealing‘.

Insider Handel weist eine hohe Aufmerksamkeitsquote auf, sowohl am Markt durch Beobachtung durch die Marktteilnehmer und Investoren als auch bei Regulatoren wegen möglicher Verstöße gegen Kapitalmarktgesetze. Im Rahmen des Modells scheint dem Insider Handel deshalb eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zuzu-

kommen, weil Insider Trades neben Liquiditätsmotiven und Motiven der Realisierung von Aktien-basierten Entlohnungskomponenten vor allem auch informierte Trades sind resp. sein können, da die Insider - Manager, Board-Mitglieder, Chairmen, Presidents und große Aktionäre - über besondere Informationen verfügen, die Preis-relevant sind, auch wenn diese Informationen durch Fälschung, Manipulation oder Fraud zustande gekommen sind.

Der Kapitalmarkt, insbesondere in den USA, kennt seit Jahrzehnten Kapitalmarktgesetze, die auch den Insider-Handel regeln. Vor allem die Berichtspflicht der Insider über ihre Trades steht dabei im Mittelpunkt. Bedingt durch die Fraud-Fälle Enron und Worldcom haben sich diese Gesetze im Kontext des Sarbanes-Oxley Act stark verändert und aus Sicht der Insider verschärft. Bevor auf einzelne Ansätze zur Messung Unusual High Insider Trading eingegangen wird, sind einige Überlegungen zum Insider Trading vor und nach SOX anzustellen.

*Brochet* (2007) prüft den Informationsgehalt von Insider Trades vor und nach SOX. Dabei zeigt sich, dass die verschärfte Berichtspflicht durch den Sarbanes-Oxley-Act (SOX) zu gravierenden Veränderungen des Insider Handels am Kapitalmarkt geführt hat, da nicht mehr monatlich aggregiert, sondern schon 2 Tage nach dem Trade per Trade einzeln berichtet werden muss. Dies hat Auswirkungen auf das Klage-Risiko der Insider. Vor SOX erreichten die neuen Marktinformationen, auf deren Basis Insider schneller als der Markt handeln konnten, den Markt weit vor der Veröffentlichung des Insider-Handels. Daraus konnte nur sehr schwer auf informierten Insider-Handel geschlossen werden. Nach SOX dagegen musste der informierte Insider Trade schnell gemeldet werden, so dass der Markt davon auch schnell erfuhr, bevor die News, die Basis für den Insider-Handel war, den Markt erreichten. Die zeitliche Kausalität sprach in diesen Fällen eindeutig für informierten Insider-Handel. Um das mit der neuen Regulation verbundene höhere Klage-Risiko von informierten Insider Trades zu reduzieren, änderten die informierten Insider ihr Trading-Verhalten in zeitlicher Hinsicht. Im Falle von Insider Verkäufen auf Grund einer zu erwartenden niedrigeren Bewertung der Firma am Markt zogen die Insider ihre Verkäufe zeitlich so vor, dass sie ihre Aktien nicht mehr unmittelbar vor dem Preisverfall sondern noch in der Phase der zunehmenden Überbewertung verkauften. Damit war eine zeitliche Kongruenz von ‚Bad News‘ und Insider Verkäufen aufgehoben. Schlussfolgerung: Bei der Analyse des Insider Handels ist eine zeitliche und eine volumenmäßige Dimension zu betrachten.

Insider Handel ist zu differenzieren. Danach sind Käufe und Verkäufe am offenen Markt sowie Anteile, die durch die Ausübung von Optionen erworben worden, durch ‚CEO, CFO, COO, Chairman and President‘ zu betrachten. Motive für Insider Trades sind: 1) Liquidity-Trades, meist im Kontext von Aktien-basierter Entlohnung, 2) Portfolio-Trades, 3) Informierte Trades auf Basis eines Informationsvorsprungs von Insidern gegenüber Externen. Vor allem informierte Insider Trades stellen eine wichtige Informationsquelle für den Markt dar.

Neben dem Timing kann auch Earnings Management dazu dienen, das Klage-Risiko für die Insider zu reduzieren. Dies zeigen *Beneish/Press/Vargus* (2005). Damit ergibt sich eine widersprüchliche Situation. Insider Handels-Regeln sollten der Verhinderung von informierten Insider Trades dienen und schon gar nicht dazu führen, dass Earnings Management betrieben wird. Die Strategie lautet folgendermaßen: Um das Klage-Risiko möglichst niedrig zu halten, erzeugen die Insider einen künstlichen ‚de-



lay of the disclosure of bad news', indem sie durch Earnings Management die Aktie kurzfristig nach oben treiben, bevor die Fundamentaldaten zu einer starken Reduktion des Aktienkurses führen, was den Insider Trades eigentlich zugrunde lag. Durch das Earnings Management wird das Klage-Risiko reduziert, ohne dass das Ertragspotential der Insider Verkäufe eingeschränkt werden musste.

Die Studien zeigen, dass Insider Handels-Regulation auch nach SOX nicht dazu führt, dass es keine informierten Insider Trades mehr gibt. Dies bedeutet für das Integritäts-Modell, dass informierte Insider Trades als Indikatoren für das Wissen des Managements über eine Überbewertung ihrer Firma dienen können. Entscheidend ist, dass die Frage des Timings der Insider Trades nur schwer analytisch und empirisch im Sinne eines Musters zu erfassen ist. Bleibt die Frage nach dem Umfang der Insider Trades, im Falle der Manager-intendierten Überbewertung sehr frühe 'Unusual high Insider Purchases' und spätere 'Unusual high Insider Sales'.

*Beneish/Press/Vargus (2004)* analysieren die Frage der Messung von Abnormal Insider Trading. Dabei betrachten sie unterschiedliche Maßeinheiten, die in Relation zu einem Denominator zu setzen sind, um die Anteile an Hand von Grenzwerten danach zu bewerten, ob es sich um Abnormal High Insider Trading handelt. Es sind vier Denominator-Varianten denkbar: 1) 'Value Insider Trading', 2) 'No. Insider Trades', 3) 'Insider Holdings', 4) 'No. of Insiders'. Gängig sind Analysen mit No. of Insider Shares Sold zu No. Outstanding Shares. Unerwartet hohe Insider Verkäufe können durch Vergleich mit den Insider Verkäufen der Firmen der gleichen Industrie ermittelt werden.

*Li/Zhang (2006)* nutzen als Normal-Maß der Insider Verkäufe einer Firma den Durchschnitt der Insider Verkäufe der Firma in deren Vergangenheit.

### 3.6.3 'Short Selling' von Investoren

Hier ist danach zu fragen, ob das Verhalten der Investoren am Kapitalmarkt auf eine spürbare Höherbewertung der Aktien der Firma hindeuten kann, die aber, da nicht-haltig, vor einer Korrektur steht, da die Höherbewertung auf Basis von z.B. Earnings Management erfolgte. So wie man das Trading-Verhalten der Insider daraufhin untersuchen kann, ob daraus abgeleitet werden kann, dass Insider von einer Überbewertung ausgehen, so lässt sich das Verhalten einer speziellen Gruppe von Investoren analysieren, die gemeinhin gut informiert sind, Short Seller. In deren Trading-Verhalten kann man erkennen, ob sie von einer Überbewertung der Firmen-Aktie mit anschließender Kurskorrektur nach unten ausgehen. Es geht um 'Abnormal High Short Selling'.

Short Seller sind eine ausgewählte Gruppe von Investoren, die als Indikator dann fungieren kann, wenn sie Informationen über eine aktuelle Earnings-Management-bedingte Überbewertung verfügt und daraus Handels-Gewinne realisieren will. Ein Grundproblem bei der Nutzung von Informationen über Short Selling als Indikatoren ist, dass nur Short Selling der sogenannten 'Informed Short Sellers', die eine negative Entwicklung der Aktienrendite frühzeitig erkennen und diese im Rahmen ihrer Short Selling Strategie ausnutzen, informativ ist. Anderes Short Selling, z.B. im Rahmen von Arbitrage- und Hedge-Strategien, ist als Indikator ohne informativen Wert. Sehr schön diskutiert dies die Studie *Diether/Lee/Werner (2009)*.

Aus dem Aggregat ‚Short Interest‘ den Teil herauszufinden und als Indikator zu nutzen, der erkennt, dass die Aktie der Firma massiv überbewertet ist, ist die eine große Herausforderung. Eine Reihe von Modellen in der theoretisch empirischen Literatur versucht auf unterschiedliche Weise, die ‚informed Short Sales‘ heraus zu filtern. Ein Problem sind die erforderlichen Datenquellen (siehe dazu *Asquith/Pathak/Ritter* (2005, S. 273ff)). *Zhang* (2004) untersucht die Frage, ob spekulative Short Sellers Earnings Management erkennen und eine dadurch verursachte Überbewertung nutzen. Die Methode der Messung Speculative/Informed Short Sellers ist sehr interessant. Es ist eine ‚Stock-wise Selection‘ und nicht eine Differenzierung der Short Seller nach ihren Motiven innerhalb einer Aktie. Mögliche Grenzwerte für Relative Short Interest = (Short Interest)/(Outstanding Shares) sind bei *Zhang*:

High relative short interest: > 2%

Low relative short interest: < 2%

Einen anderen Ansatz wählen *Efendi/Kinney/Swanson* (2005). Sie prüfen, ob Short Seller Restatements von Firmen frühzeitig erkennen können. Um spekulative/ informierte Short Seller identifizieren zu können, verwenden die Autoren das sogenannte Matched Pair-Verfahren. Matched Pair-Methoden nutzen Querschnittsanalysen, um normale Short Sales, vor allem Arbitrage-, Hedge- und Merger-Short Sales, von abnormalen spekulativen/ informierten Short Sales zu unterscheiden. Dies können auch Längsschnittanalysen leisten. Diesen Weg gehen *Purnanandam/Seyhun* (2007). Die Methode der Messung Speculative/Informed Short Sellers nutzt ‚Historical average level of short-interest in the company’s stock‘. (S. 4) Mögliche Grenzwerte: Während die durchschnittlichen Short Interest bei 0,8% liegen, gehen die abnormal hohen Short Interest auf bis zu 3% hinauf. (S. 29) Einen sophistizierteren Längsschnitt-Ansatz wählen *Francis/Venkatachalam/Zhang* (2005), indem sie ein Short Selling Regressions-Modell entwickeln, um damit die normalen nicht-spekulative /nicht-informierten Short Sales zu ermitteln. Die Methode der Messung ‚Speculative/Informed Short Sellers‘ lautet ‚Unexpected short interest as residual shorts in a short selling regression model‘ (S. 4, 10f).

Einen eher pragmatischen Ansatz wählt *Drake* (2008), um informierte Short Interest zu erkennen: Sehr hohe Niveaus von Short Interests korrelieren mit negativen Analysts’ Earnings Forecast Revisions. Sehr hohe Short Interests beinhalten somit nach dieser Methode einen hohen Anteil von informierten Short Interests. Mögliche Grenzwerte (S. 40): Hohe relative Short Interest Levels liegen danach zwischen 0,5% und bis zu 13,2%. Eine analogen methodischen Ansatz wählen *Desai/Thiagarajan/Ramesh/Balachandran* (2000).

#### 3.6.4 ‚Anti Short Selling‘-Aktionen der Firmen

Eine andere Art Indikator für informierte Short Seller kann aus ‚Anti Short Selling Actions‘ der Firmen gewonnen werden. *Lamont* (2004) hat sich diesem Thema gewidmet. Wie kann man die Anti Short Selling Actions der Firmen erfahren? „I searched Lexis, Dow Jones Interactive, and other text sources for episodes featuring reported disputes between short sellers and firms, ending in June 2002. These sources contained newspaper and magazine articles, newswire items, transcripts of broadcast media, and press releases. ... I searched on key words such as “short seller”, “law-

suit,” “conspiracy,” and so on. “ (S. 11) Sehr ausführlich geht *Lamont* auf die verschiedenen Kategorien von Anti Short Selling Actions ein. Diese werden unter den Oberbegriffen:

- ‘Belligerent statements’
- ‘Legal actions’
- ‘Technical actions’

dargestellt und können als Indikatoren für eine Überbewertung angesehen werden, da sie Short Selling, das ja dann zur Abwertung der Aktie führen sollte, verhindern soll. Das Management will durch diese Maßnahmen die Überbewertung erhalten, was der Integrität massiv widerspricht.

Eine weitere Variante eines Short Sales Indikator liegt darin, Short Selling Beschränkungen dadurch zu erkennen, dass ‚Failures to Deliver‘ festgestellt werden, die Indikator sein können, dass abnormale Short Sales stattfinden, die zu Lieferschwierigkeiten führen können. *Autore/Boulton/Braga-Alves (2011)* untersuchen die Wirkung von ‚Short Sales Constraints‘ aus Failures to Deliver auf die Aktien-Performance. Gemessen werden Failures to Deliver durch den Eintrag der Aktie auf einer Liste der SEC. Damit kann dieser Indikator Informationen über eine mögliche nachhaltige Überbewertung geben, die wegen Short Sales Constraint aus Failures to Deliver nicht ausarbitriert werden kann.

Zusammenfassend kann gesagt werden: Im Unterschied zu den forensischen Analysen, die im „Zentrum“ der Firma nach Spuren nicht-integren Verhaltens suchen (Earnings Management, Aktien-Überbewertung, Überinvestitionen), also an der Stelle in der Firma an der Integrität angesiedelt sein muss und u.U. nicht vorhanden ist, nämlich beim Management, ist das Exit/Voice-Verhalten bestimmter Marktteilnehmer vermutlich weniger ergiebig. Zwar gibt es eine potentielle Kollaboration zwischen Management und Analysten, was ein Grund dafür ist, dass im Integritäts-Modell auch das Verhalten der Analysten geprüft wird. Trotzdem sind die Analysten aber auch vom Management unabhängig und verfolgen ihre eigenen Ziele. Die theoretisch empirischen Studien kommen somit zu keinem eindeutigen Urteil über die Rolle der Analysten. Etwas anderes ist dies beim Insider Handel. Dieses wäre eine starke Indikation. Allerdings wird es überlagert durch die Kapitalmarktgesetze, so dass es nur mit sehr innovativen Methoden als Indikation für Integrität genutzt werden kann. Short Seller geben im Sinne der Informationseffizienz des Kapitalmarktes dem Markt Informationen über diejenigen Informationen, die sie ihren Trading Strategien zugrunde legen. Aber auch hier sind innovative Methoden erforderlich, da sich diese Marktteilnehmer gegenüber der Öffentlichkeit eher verschlossen zeigen.

#### 4. Angewandte 'Theory of Political Survival'

Abschließend soll ein theoretischer Ansatz diskutiert werden, der aus der Politischen Ökonomie resp. der Politikwissenschaft stammt. Dabei geht es um die „Logic of Political Survival“ von *Bueno de Mesquita/Smith/Siverson/Morrow* (2005). Die Frage dabei ist, wie es Despoten immer wieder gelingt, sich an der Macht zu halten, obwohl sie ihr Land und ihr Volk ausbeuten und nahezu zerstören. Zwei der Autoren der Monographie, *Bueno de Mesquita/Smith* (2003), haben diesen theoretischen Ansatz auf das „Überleben“ von inferioren Managern von Kapitalgesellschaften angewandt. Dabei gelang ihnen ein theoretisch empirischer ökonomischer Ansatz, Manager Fraud zu erklären, zu erkennen und sogar früh vorzuwarnen.

Die Basis des Modells der politischen Ökonomie ist eine Theorie der Governance, bekannt als ‚Selectorate‘-Theorie. Das ‚Selectorate‘, wie der Name es besagt, ist die Gruppe von Individuen, die bestimmt, wer sie führen soll. Die ‚Winning Coalition‘ ist die Gruppe der Unterstützer des Führers, die entscheidet, ob ein Führer an der Spitze bleibt oder ein Herausforderer an die Spitze kommt. Die Winning Coalition stellt den Kandidaten auf, das Selectorate wählt unter den Kandidaten, so z.B. im Vergleich mit einem ordentlichen demokratischen Prozess. Bezogen auf die Kapitalgesellschaft heißt dies: Das Selectorate sind die Aktionäre, die Winning Coalition ist das Management (Officers), Inside Directors, Gray Directors, Outside Directors mit hohen Kompensationen. Letztere haben de facto eine hohe Affinität zum CEO und gehören somit zu den engeren Unterstützern des CEOs. Das Interessante ist nun, dass man mit öffentlich zugänglichen Daten über die Firma Maße für das Selectorate und die Winning Coalition errechnen kann. Damit erhält man die Modell-spezifische Governance-Struktur einer Firma. Die gedachte Kausalkette lautet nun: Die Governance-Struktur bestimmt die Performance der Firma und das Kompensationspaket für die Manager (Winning Coalition) und Aktionäre (Selectorate). Governance, Performance und Kompensation stehen dabei in einem engen ökonomischen Zusammenhang. Erfahrungsgemäß kann man also erwarten, dass die Kompensation eine Funktion von Governance und Performance ist. Darüber lassen sich theoretisch empirische Thesen aufstellen und eine erwartete Kompensation schätzen. Im Normalfall muss demnach die tatsächliche Kompensation bezüglich Volumen und Struktur der erwarteten Kompensation entsprechen. Weichen erwartete und tatsächliche Kompensation stark voneinander ab, „stimmt etwas nicht“. Die Autoren vermuten Top Management Fraud.

Das Hauptkriterium für den Fraud-Schluss ist demnach das Verhältnis von Dividenden, Boni und Manager-Gehälter, das sind Entlohnungsbestandteile in Cash-Form, zum Wachstum der Marktkapitalisierung der Firma, das ist „Entlohnung“ durch Wertsteigerung der Aktie, bei gegebener Governance-Struktur (Selectorate, Winning Coalition) und gegebener Firmen-Performance. Beim Test des Modells mit Fraud-Firmen ergab sich, dass im Vergleich von Pre-Fraud-Periode zur Fraud-Periode bei gleichbleibender Performance und Governance Struktur (die gute Performance in der Fraud-Periode wird nur durch Fraud erreicht) Dividenden, Boni und Gehälter, also Cash Kompensationen, stark abnahmen. Obwohl also die Performance hoch blieb und die Marktkapitalisierung der Firma weiter zunahm, waren Dividenden und Cash-Kompensationen des Managements unerwartet gering in der Fraud-Periode im Vergleich zur Pre-Fraud-Periode. Dies stellte sich als effizienter Indikator heraus, um über 80% der Fraud-Fälle frühzeitig zu erkennen.

Im Modell der Autoren ist es somit nicht wie in den anderen Fraud-Modelle, z.B. Wang (2005), die Gier des Managements nach mehr Kompensation sondern ganz im Gegenteil die abnormale Zurückhaltung der Manager bei kommunizierter hoher Performance, die verdächtig ist. Die Governance wird dabei nicht hinsichtlich der Opportunität für Nicht-Integrität geprüft, sondern ist die Basis zur Beurteilung der „normalen“ Struktur der Cash und Non-Cash Zahlungen des Managements an diejenigen, die über eine Weiterbeschäftigung des Managements entscheiden, also Selectorate und Winning Coalition.

Der Grundgedanke des Modells ist, dass es in jeder Periode einen Wettbewerb um die Führung der Firma geht, ganz analog zum Market-for-Corporate-Control. Allerdings werden dabei nicht Fragen der feindlichen vs freundlichen Übernahme diskutiert, sondern es wird ein Marktspiel zwischen den eingesessenen Managern, vor allem dem CEO, und möglichen Herausforderern unterstellt. In diesem Spiel kämpfen der eingesessene CEO, L als Leader, mit dem Herausforderer, C als Challenger, um die Unterstützung derjenigen, die die Wahl entscheiden, ob der eingesessene CEO seinen Vertrag verlängert bekommt oder ob der Vertrag des CEOs gekündigt wird und ein neuer CEO einen Vertrag bekommt. Dabei wird unterstellt, dass es einen unendlich großen Pool an Herausforderern gibt, so dass in jeder Periode das Spiel um die Führung der Firma auch stattfinden kann.

„ Both the challenger and CEO offer an allocation of private (g) and public (x) goods subject to the budget constraint:  $gW + px \leq R$ . R represents the resources (revenues) corporate leaders can allocate, g is the provision of private goods that are benefits only to those “inside” the firm’s governance structure (e.g. senior management, members of the board of directors), with W being the size of the coalition who receive these goods, x is the provision of public goods; that is benefits equally received by each share held by the owners of the firm, and p is the price of providing public goods. The public goods, x, include such things as dividends and growth in market capitalization.“ (S. 7)

Die Größe W steht dabei im Mittelpunkt des Modells. Sie steht für die Winning Coalition, die über die Vertragsverlängerung resp. den Neuvertrag entscheidet. Das Selectorate S dagegen stellt die Shareholder dar, aus dessen Reihen Mitglieder für W gewonnen werden können. Das Spiel hat mehrere Stufen und wird unendlich gespielt. Dabei spielt die Affinität von L und C zu einzelnen Selectors, sie in das Winning Team zu übernehmen resp. darin zu halten, eine wichtige Rolle. Das Spiel hat im Prinzip zwei Stufen:

1. “The incumbent CEO (L) and rival (C) simultaneously announce compensation schemes and coalitions. The CEO’s coalition ( $W_L$ ) is the W selectors with whom she has the highest affinity. The CEO announces compensation of  $g_L$  private and  $x_L$  public goods. The rival challenger announces a coalition ( $W_C$ ) of size W and compensation of  $g_C$  private and  $x_C$  public goods.
2. Selectors choose between the CEO and the rival. The CEO is replaced by the challenger if and only if fewer than W members of  $W_L$  support the incumbent and W members of  $W_C$  support the rival.“ (S. 9)

Im Modell-Gleichgewicht kann der eingesessene Leader L durch sein Angebot seinen Job halten. Der Challenger C muss mindestens ein Mitglied der Winning Coalition des Leaders L für sich gewinnen, um den eingesessenen CEO zu ersetzen. Dazu muss er im Modell-Gleichgewicht diesem Mitglied ein optimales Kompensationspaket anbieten. Der alte Leader L muss diesem potentiell abtrünnigen Mitglied seiner Winning Coalition  $W_L$  mehr anbieten.

Das Gleichgewicht des theoretischen Modells gleicht den Grenznutzen der ‚private and public goods‘ von L und C aus Sicht der Selectorate S und der Winning Coalition W aus, um einen maximalen Nutzen für Selectorate und Winning Coalition aus den gegebenen Ressourcen R zu ermöglichen. Dies erlaubt eine komparative Betrachtungsweise, die Auskunft gibt über kritische Strukturen von W und S sowie der Struktur der Kompensationen in Cash und Non-Cash.

Dies führt zu zwei sehr wichtigen Erkenntnissen über die Funktionsweise des theoretischen Modells.

- Einmal zeigt es kritische Strukturen von W und S, die das eingesessene Management unter höhere Gefahr des Replacements stellt, wenn die Performance der Firma nicht gut ist. Sehr diffuse Shareholder-Strukturen führen dazu, dass sich das Selectorate nicht organisieren kann, um das Management auszutauschen. Sehr diffuse Eigentümerstrukturen und quasi Eigentümer-Unternehmer sind bezüglich eines Austauschs des CEOs bei schlechter Performance nicht effizient. Dazwischen aber führt eine schlechte Performance zu einem Austausch des CEOs. Ist das Selectorate weder diffus noch hoch konzentriert und ist die Winning Coalition groß, dann ist das Management bei schlechter Performance gefährdet. Das Management muss hohe Goods zur Verfügung stellen, um nicht ersetzt zu werden. Bei hoher Performance heißt dies, dass auch hohe Cash-Goods zur Verfügung zu stellen sind. Was aber ist, wenn die echte Performance niedrig ist und nicht genügend Cash-Goods zur Verfügung stehen?
- Die Autoren prüfen nicht, ob die Performance der Firma gefälscht wurde, da sie annehmen, dass bei Fraud die echte Performance nicht erkennbar ist. Sie prüfen aber die Gewinnverwendung bei guter Performance und gegebener Eigentümer- und Governance-Struktur. Daraus sind Verdachtsmomente zu erkennen, ob die Firma eine echte gute Performance hat oder ob die Firma eine gefälschte „gute“ Performance hat. Dazu sind vor allem die Anteile der Cash-Goods an den gesamten Goods zu messen und zu bewerten.

Entscheidend ist, dass der CEO bei schlechter Performance zu wenig Cash-Goods hat, um seine Winning Coalition mit Boni und sein Selectorate mit Dividenden dazu zu bewegen, ihn zu behalten. Ersatzweise bietet er an, was er hat, eine hohe Markt-Kapitalisierung, die aber durch Fraud so hoch ist. Erst durch die Kombination der Struktur von W und S mit der Struktur von Cash Goods zu Non-Cash Goods ist erkennbar, ob der CEO Fraud begeht, um sich im Job zu halten.

Die Autoren wenden das theoretische Modell im Rahmen von empirischen Analysen auf eine Reihe von Fällen von Management-Fraud an. Es zeigt sich, dass das Modell in der Lage ist, Bilanzbetrug in schwersten Fällen, einschließlich Enron, Waste Ma-

nagement, Rite Aid, und andere frühzeitig vorherzusehen, bevor der Markt und die SEC Kenntnis vom Betrug haben.

Damit zeigt sich das Modell als sehr effizient, Firmen ausfindig zu machen, die nicht integer sind, so z.B. Enron, und somit einen Schluss auf die Integrität des Managements zuzulassen. Die Anwendung der Theory of Political Survival auf das Management von Kapitalgesellschaften erscheint somit als ein sehr erfolgreicher Theorie-Transfer aus der politischen Ökonomie in die Corporate Finance Theory zu sein.

## Zusammenfassung und Ausblick

Eine der vorherrschenden Unternehmensformen des westlichen Kapitalismus, die Aktiengesellschaft (public corporation), hat Licht- und Schattenseiten. Die Durchsetzungsfähigkeit und Überlebensstärke dieser Unternehmensform wird wissenschaftlich erklärt mit der Trennung von Unternehmensführung und Unternehmenseigentum (Separation of Ownership and Control). Diese Trennung erlaubt eine Spezialisierung von Funktionen, die mit der Gründung und Führung eines Unternehmens verbunden sind, die es bei typischen Eigentümer-Unternehmern so nicht gibt. Es ist die Funktion, Entscheidungen zu treffen, einerseits und die Funktion, Risiken zu tragen, andererseits. Die Spezialisierung erlaubt es, Manager für das Decision Management zu beauftragen, die nicht Eigentümer der Unternehmung sein können, da es ihnen an entsprechenden Ressourcen fehlt. Ihre Ressource ist die Fähigkeit, die richtigen Entscheidungen zu treffen. Die Spezialisierung erlaubt es als Investor, eine Firma zu gründen und zu besitzen, ohne die Fähigkeiten eines Managers aufweisen zu müssen, sondern Ressourcen und Fähigkeiten zu haben, Investitions-Risiken zu tragen. Das Ergebnis dieser innovativen Unternehmensform ist ihr immenses Wachstum, ihre ungeheure Innovationskraft und ihre große Anpassungsfähigkeit im *Schumpeter'schen* Sinn weltweit.

Die wissenschaftliche Begründung der Erfolgsstory der Aktiengesellschaft geht nicht nur aber vor allem auf die wissenschaftlichen Studien von *Jensen* zurück. Darin zeigt er, dass aus Sicht des Kapitals als Prinzipal und der optimalen gesamtwirtschaftlichen Kapitalallokation die Trennung der Unternehmensführung von der Eigentümer-schaft zwar einen großen Spezialisierungsnutzen erbringt, dass damit aber auch Kosten verbunden sind, die *Jensen* als Agency Kosten bezeichnet und die er und seine Wissenschafts-Kollegen als höchst relevante ökonomische Kategorie ansehen. Der Spezialisierungsnutzen ist das Licht, die Agency Kosten sind der Schatten der Public Corporation. Agency Kosten entstehen aus der Informationsasymmetrie zwischen Manager und Owner. Der Manager als Agent erfüllt seinen notgedrungen unvollständigen Vertrag mit dem Owner als Prinzipal nur suboptimal und verfolgt eigene persönliche Ziele im Rahmen seiner Tätigkeit als Manager des Unternehmens.

Nach *Jensen* hat das Marktsystem Lösungsansätze zur Minimierung der Agency Kosten entwickelt. Der Markt für Unternehmenskontrolle (Market-for-Corporate-Control) ergänzt den bestehenden Managermarkt um eine weitere Wettbewerbskomponente, externe Manager-Teams, die um die Führung einer ihrer Meinung nach schlecht geführten Firma konkurrieren und sich mit Investoren zusammen tun. Diese Bedrohung zwingt die bestehende Unternehmensführung zu besonderen Anstrengungen und damit zur Begrenzung der Agency Kosten. Auch die Firmen-internen Aufsichtsgremien (Board) sind dazu beauftragt, den Interessen des Prinzipals mehr Geltung zu verschaffen, obwohl hier Grenzen zu sehen sind, da damit eine weitere Prinzipal-Agent-Problemstelle geschaffen wird. Agency Kosten bestehen nicht nur gegenüber aktuellen Prinzipalen sondern auch gegenüber potentiellen Prinzipalen. Letztere sind im Vergleich zu Ersteren schlechter informiert, so dass sich hier spezifische Marktlösungen etablieren konnten. Es ist die Rede von den Gatekeepern. Gatekeeper bewachen das „Himmelstor“ zum „Paradies“, zu den unbegrenzten „Weidegründen“ und „Futtertrögen“ des weltweiten Kapitalmarktes und seiner nahezu unbegrenzten Finanzressourcen und Sparkapitalien. Gatekeeper sind: Rating-Agenturen, Auditors, Finanzanalysten, Investment-Banken als Underwriter. Die praktischen Erfahrungen der letzten Jahrzehnte inklusive der letzten 4 Jahre sowie die



extensive wissenschaftliche Aufarbeitung diverser Finanzkrisen, Manager-Betrugsfälle und Wall Street Skandale haben das Bild der Gatekeeper als Lösung für das Agency Kosten-Problem der Public Corporation stark ins Wanken gebracht. Die Krise der Gatekeeper hinterlässt einen schlechten Beigeschmack bei dem Gedanken, dass mit der Existenz der Gatekeeper alles in Ordnung sei.

*Jensen* und seine Wissenschaftskollegen haben diese Krise der Gatekeeper theoretisch empirisch beschrieben und erklärt. Eine Lösung zur Verbesserung der Situation konnten sie aber nur partiell anbieten, indem sie auch auf die wichtige Rolle der Regulation der Märkte hinwiesen. Kein sehr befriedigendes Ergebnis. Vollends unbefriedigend wird es für die Anhänger einer Kapitalmarkt-Autopoiesis aber in einem Aufsatz von *Jensen* aus dem Jahre 2005, in dem er über die Agency Kosten von überbewerteten Firmen spricht. Werden Firmen überbewertet, so führe das am Ende zu immens hohen Schäden für Investoren, die Volkswirtschaft und die Gesellschaft als Ganzes. Er beschreibt darin, dass die Anreize der Beteiligten, Manager, Owner, Board, Gatekeeper, externe Manager-Teams nicht so seien, Überbewertung vorzeitig zu verhindern resp. stark einzuschränken, sondern dass sie das Problem sogar verstärkten. Dieser Teufelskreis führe zu immensen Schäden. *Jensen* musste resignativ konstatieren, dass er keine Lösung für das Problem der Überbewertung habe und forderte die Ökonomen-Zunft auf, an Lösungen zu arbeiten, da das Problem groß und dringend sei.

*Jensen* selbst entwickelte mit Coautoren ein theoretisches Modell der Integrität der Manager. Damit verlagerte er das Problem der Agency Kosten und vor allem der hohen Agency Kosten der Überbewertung der Firmen dahin, wo es entsteht und seiner Meinung damit auch gelöst werden muss, sollten andere Lösungen nicht greifen, nämlich zum Manager. Manager sollten eine hohe Integrität aufweisen und die Agency Kosten damit reduzieren. *Jensen* definiert Integrität als „Honoring its own word“. Kurz gesagt bedeutet dies: Man muss sein Wort halten, wenn man es halten kann. Wenn man es nicht halten kann, weil die Situation es nicht möglich macht, dann muss man es frühzeitig bekannt geben und Alles tun, um die Konsequenzen zu tragen. Hohe Integrität können danach nicht nur Personen, sondern auch Organisationen, Institutionen, Systeme etc. haben. Entscheidend in diesem Bild ist, dass Integrität keine normative Charaktereigenschaft wie moralisches und ethisches Verhalten sei, sondern eine positive ökonomische Kategorie, die in einer Firma Wirkungen auf die Performance der Firma aufweisen könne, wie Technologie, Wissen, Fähigkeiten etc. Das Stichwort für die Performance-Wirkung der Integrität ist nach *Jensen* die Workability von ökonomischen Beziehungen und die Accountability für den strategischen Wert der Firma. Die Empirie zeige, dass Integrität nicht nur eine Performanceverbesserung von 1-2% sondern bis 100% und darüber bewirken könne.

Das Problem der Manager-Integrität sei, so *Jensen*, dass der Alltagsverstand die These vertrete, dass eine hohe Integrität kurzfristig lediglich Kosten verursache und erst langfristig von Nutzen für den Manager sei. Deshalb sei es so schwierig, den Produktionsfaktor Integrität in das Weltbild der Manager einzuführen. *Jensen* widerspricht dieser These und erklärt den Mangel an Integrität mit dem Veil of Invisibility. Dieser Schleier der Unsichtbarkeit, in Anlehnung an den *Rawl'schen* Schleier der Unwissenheit im Kontext der Theorie der Gerechtigkeit, verhindere, dass der direkte Nutzen der Integrität unmittelbar gesehen werde. Vor allem die Coautoren von *Jensen* entwickelten darauf hin Manager-Seminare, in denen sie versuchen, diesen Schleier zu lüften und den Nutzen einer hohen Integrität zu zeigen.

Integrität ist eine intrinsische autonome Entscheidung des Managers, die durch Vertragskonstruktionen nicht implizit geschaffen werden kann. Damit sie sich im „Meer“ nicht-integerer Wirtschaftssubjekte durchsetzen kann, muss sie transparent gemacht werden, so die theoretischen Überlegungen anderer Autoren. An dieser Stelle setzen die vorliegenden theoretischen Überlegungen an. Die Idee ist, mittels der theoretisch empirischen Forschung aus dem Bereich der Corporate Finance Theorie Integrität transparent zu machen. Gelingt dies, dann kann der Kapitalmarkt und mit ihm auch seine Gatekeeper das Management einer Firma danach beurteilen, ob es den Produktionsfaktor einer hohen Integrität gibt, neben allen anderen Produktionsfaktoren, die erkennbar und bewertbar sind, der dafür sorgt, dass das Management sich nur für den strategischen Wert der Firma verantwortlich fühlt, als Bestandteil der positiven ökonomischen Kategorie Integrität. Die Firmen, die neben guten Produktionsfaktoren auch eine hohe Manager-Integrität aufweisen, werden hoch am Markt bewertet, und zwar nicht langfristig, wenn der Strategic Value in der Bilanz steht, sondern zu dem Zeitpunkt, an dem die Integrität ermittelt, bewertet und dem Kapitalmarkt bekannt ist. Damit kann das Management z.B. auf Grund einer ‚Stock Based Executive Compensation‘ auch unmittelbar einen persönlichen Nutzen aus einer eigenen hohen Integrität ziehen. Firmen mit einer hohen Bewertung aber einer geringen Integrität des Managements werden dagegen abgewertet. Man erkennt, dass hier ein Lösungsansatz für hohe Agency Kosten im Allgemeinen und vor allem für sehr hohe Agency Kosten mangelnder Integrität von Managern im Besonderen verfügbar erscheint.

Integrität ist nicht direkt beobachtbar, man kann aber versuchen, die Fälle zu messen, in denen es an Integrität definitiv fehlt. Für Unterbewertungen steht der Markt für Unternehmenskontrolle nach wie vor zur Verfügung. Korruption und andere kriminelle Vermögensdelikte liegen im direkten Verantwortungsbereich der Justiz. Bleibt die Frage nach nicht-integerem Verhalten des Managements gegenüber seinen Prinzipalen, das vor allem in Fälschung und Manipulation der Berichtserstattung bis hin zu Fraud zu sehen ist, wobei es vor allem um eine „betrügerische“ Überbewertung der Firmenaktie geht. Im angelsächsischen Schrifttum werden diese Fälle meist mit Begriffen wie ‚Fraud, Misreporting, Fraudulent Financial Statements, Over-Optimism, Over-Investments, Empire-Building, Restatements, Litigations, Class Actions‘ etc. umschrieben. Das Management ist darin in der Lage, durch eigene Entscheidungen und Maßnahmen zu einer Überbewertung zu kommen oder eine vom Markt ausgehende Überbewertung nachhaltig zeitlich zu verlängern (*Jensen-Fall*), um daraus einen eigenen Nutzen zu ziehen (Agency Kosten).

Die theoretisch empirische Fraud- resp. Earnings Management-Literatur ordnet der internen Governance einer Firma einen großen Einfluss auf das Fraud- resp. Earnings Management-Verhalten des Managements und damit auf die Integrität des Managements zu. Hohe Komplexität der Firma, ihrer Produkte und Technologie, ihres Marktes und Strategie etc., wirkt wie ein Schutz gegenüber Außenstehenden, die sich kritisch fragen, ob die Qualität der Zahlen des Managements hoch ist. Schlechte Performance und hohe Risiken der Firma können im Sinne einer Ultima Ratio zu Fraud verleiten, was bei einer guten Performance nicht der Fall ist. Earnings Management in der Finanzberichterstattung, Überbewertung der Aktie und Überinvestitionen in der Strategie sind die forensischen Spuren, die ein Nicht-Integritäts-Verhalten des Managements hinterlässt. Auch aus dem Trading-Verhalten des Managements sowie von informierten Investoren, wie z.B. Short Seller, kann darauf geschlossen werden, dass es gut informierte Marktteilnehmer gibt, die eine auf Fäl-

schung, Manipulation oder Fraud fußende Überbewertung erkannt zu haben glauben, so die empirische Literatur. Eine entscheidende Indikation für Integrität liegt in der Struktur der Entlohnungssysteme des Managements. Hier liegen umfangreiche theoretisch empirische Untersuchungen vor, die auf eine signifikante Indikationsfunktion hindeuten. Auch die Angst des Managements, den Job wegen einer schlechten Performance und einer niedrigen Bewertung des Unternehmens am Aktienmarkt zu verlieren, ist ein Treiber für nicht-integres Verhalten. Hoher Refinanzierungsbedarf zu niedrigen Kapitalkosten und günstige Terms of Trade bei Entry/Exit-Transaktionen (z.B. Aktien als Währung bei Übernahmen) implizieren ebenfalls starke Anreize für nicht-integres Verhalten. In allen Bereichen stehen theoretische und empirische Studien in der allerdings sehr angelsächsisch geprägten ökonomischen Literatur zur Verfügung. Damit hat die theoretisch empirische ökonomische Literatur in den letzten 10 Jahren eine Fülle von belastbaren Belegen dafür gefunden, dass nicht-integres Verhalten des Managements durch theoretisch empirische Methoden und Modelle der Corporate Finance Theorie gut erkannt und sogar teilweise vorhergesagt werden kann.

Manager-Integrität ist ein knappes Gut. Agency Kosten der Kapitalgesellschaften können Dimensionen annehmen, die Wirtschaft und Gesellschaft nachhaltig schädigen. Der Weg zu mehr Manager-Integrität geht über die Schaffung von Transparenz. Der vorliegende Essay soll einen Einblick in Methoden zu mehr Integritäts-Transparenz leisten, damit der Kapitalgesellschaft als effiziente Organisationsform durch beherrschbare Agency Kosten auch die Zukunft gehört.

## Literaturverzeichnis

- Adams, J.* (2005): CEO Turnover and the Agency Cost of Debt, A Dissertation in Business Administration – Finance, Texas Tech University, 2005
- Adams, R. B., Almeida, H. and Ferreira, D.* (2003): Powerful CEOs and their Impact on Corporate Performance, American Finance Association 2004 San Diego Meetings, September 10, 2003.
- Agrawal, A. and Chen, M. A.* (2004): Analyst Conflicts and Research Quality, Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 06-042, 2004.
- Agrawal, A. and Cooper, T.* (2007): Insider Trading before Accounting Scandals, The University of Alabama, Economics, Finance and Legal Studies, Working Paper No. 07-09-02, 2007.
- Agrawal, A. and Knoeber, C. R.* (1995): Managerial Compensation and the Threat of Takeover, The Wharton School University of Pennsylvania, Paper No. 28-94, 1995.
- Agrawal, A. and Walkling, R. A.* (1994): Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids, The Journal of Finance, Vol. XLIX, No. 3, July 1994, 985-1014.
- Aharonovitz, G. D., Skuza, N. and Fahs, F.* (2009): Can Integrity Replace Institutions? Theory and Evidence, CESIFO Working Paper No. 2730, 2009.
- Akbas, F., Boehmer, E., Erturk, B. and Sorescu, S.* (2008): Why do short interest levels predict stock returns? (March 10, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1104850>.
- Akbulut, M. E.* (2005): Market Misvaluation and Merger Activity: Evidence from Managerial Insider Trading, Marshall School of Business, University of Southern California, 2005.
- Almeida, H. and Wolfenzon, D.* (2005): A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, (May 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=721801>.
- Antle, R., Gordon, E., Narayanamoorthy, G. and Zhou, L.* (2004): The Joint Determination of Audit Fees, Non-Audit-Fees, and Abnormal Accruals, (March 31, 2004). Yale ICF Working Paper No. 02-21; Yale SOM Working Paper No. AC-15. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=318943> or doi:10.2139/ssrn.318943.
- Armstrong, C.S., Foster, G. and Taylor, D. J.* (2008): Earnings Management around Initial Public Offerings: A Re-Examination, (February 19, 2008). Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 23. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1147328>.
- Asquith, P., Pathak, P. A. and Ritter, J. R.* (2005): Short interest, institutional ownership, and stock returns, in: Journal of Financial Economics 78 (2005) 243–276.

- Autore, D. M., Boulton, T. J. and Braga-Alves, M. V. (2010): Failures to Deliver, Short Sale Constraints, and Stock Overvaluation, (January 28, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1572356>.*
- Baber, W. R., Kang, S.-H. and Liang, L. (2005): Strong Boards, Management Entrenchment, and Accounting Restatement, The George Washington University School of Business, 2005.*
- Badertscher, B. (2010): Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms, 2010.*
- Balakrishnana, R., Qiu, X. Y. and Srinivasan, P. (2010): On the predictive ability of narrative disclosures in annual reports, European Journal of Operational Research 202 (2010), 789–801.*
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2006): Earnings Quality at Initial Public Offerings: Managerial Opportunism, or Public-firm Conservatism, 2006.*
- Ballester, M., Garcia-Ayuso, M. and Livnat, J. (2003): The Economic Value of R&D Intangible Assets, European Accounting Review, Vol. 12, No. 4, 2003. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=458143>.*
- Balsmeier, B. (2007): Managerverschöpfung durch spezifische Investitionen, IÖB Diskussionspapier 4/07, 2007.*
- Barclay, M. J. and Holderness, C. G. (1989): Negotiated Block Trades and Corporate Control, University of Rochester, Working Paper Series No. MERC 89-10 1989.*
- Barclay, M. J. and Holderness, C. G. (1989): Private Benefit from Control of Public Corporations, Journal of Financial Economics 25 (1989) 371-395.*
- Barclay, M. J., Holderness, C. G. and Sheehan, D. P. (2003): Private Placements and Managerial Entrenchment, Journal of Corporate Finance, Forthcoming; AFA 2004 San Diego Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=471720> or doi:10.2139/ssrn.471720.*
- Barragato, C. A. and Markelevich, A. (2003): Earnings Quality Following Corporate Acquisitions, (December 31, 2003). American Accounting Association 2004 Mid-Atlantic Region Meeting Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=484222>.*
- Barth, M. E. and Hutton, A. P. (2003): Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals, Tuck School of Business at Dartmouth, Working Paper No. 02-03, 2003.*
- Bayley, L. and Taylor, S. (2007): Identifying Earnings Overstatements: A Practical Test, (July 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=995957>.*
- Beattie, V., McInnes, W. and Fearnley, S. (2004) A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. Accounting Forum 28(3), 2004, 205-236.*

- Bebchuk, L. A.* (1999): A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, NBER Working Paper Series, 7203, 1999.
- Bebchuk, L. A. and Cohen, A.* (2005): The costs of entrenched boards, in: *Journal of Financial Economics* 78 (2005) 409–433.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A. and Ferrell, A.* (2004): What matters in corporate governance?, Harvard Law School, Discussion Paper No. 491, 2004.
- Bebchuk, L. A., Cremers, M. and Peyer, U.* (2008): CEO Centrality, Harvard Law School, Discussion Paper No. 601, 2008.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R. and Triantis, G.* (2000): Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights, As published in: *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.), pp. 445-460 (2000).
- Becker G. S.* (1968): Crime and Punishment: An Economic Approach, *Journal of Political Economy*, 76, Nr. 2, 1968, 169-217. Zitiert nach: *Becker, G. S.* (1993): *Ökonomische Erklärung menschlichen Verhaltens*, Tübingen, 2. Auflage, 1993.
- Beneish, M. D.* (1999): *The Detection of Earnings Manipulation*, 1999.
- Beneish, M. D., Press, E. and Vargus, M. E.* (2004): Insider Trading and Incentives to Manage Earnings, (January 24, 2004). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=495862> or doi:10.2139/ssrn.495862.
- Beneish, M. D., Press, E. and Vargus, M. E.* (2005): *The Effect of the Threat of Litigation On Insider Trading and Earnings Management*, 2005.
- Benmelech, E.*: *Managerial Entrenchment and Debt Maturity: Theory and Evidence*, Harvard University and NBER.
- Billings, M. B. and Lewis, M. F.* (2010): *Opportunism and the Related Consequences in the IPO Setting*, 2010.
- Binh, K. B. and Yun, J.* (2007): *Managerial Entrenchment and Valuation Effects of Toehold Acquisitions*, 2007.
- Bolton, P., Freixas, X. and Shapiro, J.* (2009): *The Credit Rating Game*, (February 14, 2009). EFA 2009 Bergen Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1342986>.
- Boni, L. and Womack, K. L.* (2002): *Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes? The Wharton School, University of Pennsylvania*, 02-04, 2002.
- Bonner, S. E., Hugon, A. and Walther, B. R.* (2006): *Investor Reaction to Celebrity Analysts: The Case of Earnings Forecast Revisions, AAA 2006 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Meeting; Journal of Accounting Research*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=758510>.

- Bradshaw, M. T.* (2000): How do Analysts use their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations? Harvard University, December 2000.
- Bradshaw, M. T.* (2001): The Use of Target Prices to Justify Sell-Side Analysts' Stock Recommendations, Harvard Business School, December 2001.
- Brav, A. and Lehavy, R.* (2001): An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short Term Informativeness and Long Term Dynamics, (May 2001). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=266180> or doi:10.2139/ssrn.266180.
- Brazel, J.F., Jones, K. and Zimbelman, M.F.* (2006): What Can Nonfinancial Measures Tell Us About the Likelihood of Fraud? 2006.
- Bresser, R. K., Valle Thiele, R., Biedermann, A. und Lüdeke, H.* (2005): Performance Implications of CEO Dismissals: Evidence from a Stakeholder Environment, Diskussionsbeiträge des Instituts für Management der Freien Universität Berlin, 2005.
- Brochet, F.* (2007): Information content of insider trades: before and after the Sarbanes-Oxley Act, Stern School of Business, New York University, February 19, 2007.
- Brown, L. D. and Caylor, M. L.* (2004): Corporate Governance and Firm Performance, (December 7, 2004). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=586423> or doi:10.2139/ssrn.586423.
- Bueno de Mesquita, B. and Smith, A.* (2003): The Political Economy of Corporate Fraud: A Theory and Empirical Tests, 2003.
- Bueno de Mesquita, B., Smith, A., Siverson, R. M. and Morrow, J.D.* (2005): The Logic of Political Survival, Cambridge, 2005.
- Burns, N. and Kedia, S.* (2006): The impact of performance-based compensation on misreporting, in: Journal of Financial Economics 79 (2006) 35–67.
- Burns, N., Kedia, S. and Lipson, M.* (2005): The Effects of Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Reporting Practices, Whitcomb Center for Research in Financial Services, Working Paper Series WCRFS: 06-01, 2005.
- Butler, M., Callahan, C. H. and Smith, R. E.* (2008): Fundamental Analysis of Firm Performance following Strategic Alliance Announcements, (September 19, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1270427>.
- Cincera, M., Ortega-Argiles, R. and Moncada-Paterno-Castello, P.* (2009): The Performance of Top R&D Investing Companies, IPTS Working Paper on Corporate R&D and Innovation No. 14/2009, 2009.
- Chadha, S.* (2003): Do Insiders Knowingly Issue Overvalued Equity? Evidence from IPOs that Get Delisted, (August 2003). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=437441> or doi:10.2139/ssrn.437441.
- Chang, B.* (2007): Who Leads? 2007.

- Chatterjee, A. and Hambrick, D. C. (2006): It's All About Me: Narcissistic CEOs and Their Effects on Company Strategy and Performance, 2006.*
- Chen, F., Jorgensen, B. N. and Yoo, Y. K. (2004): Implied cost of equity capital in earnings based valuations: international evidence, in: Accounting and Business Research, 2004, 323-344.*
- Chen, J., Gu, Z. and Tang, Y. (2008): Causes or Consequences? Earnings Management around Seasoned Equity Offerings, (October 10, 2008). AFA 2009 San Francisco Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108063>.*
- Chen, L., Novy-Marx, R. and Zhang, L. (2011): An Alternative Three-Factor Model, (April 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1418117>.*
- Chen, S.-S. (2006): The Economic Impact of Corporate Capital Expenditures: Focused Firms versus Diversified Firms, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 41, No. 2, June 2006, 341 - 355.*
- Chen, S. and Matsumoto, D. A. (2003): Upgrades vs. downgrades: The impact on access to information and analysts' forecast accuracy, (November 2003). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=468723>.*
- Chen, X. and Cheng, Q. (2003): What determines the market impact of stock recommendations? (March 1, 2003). Sauder School of Business Working Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=385524> or doi:10.2139/ssrn.385524.*
- Chi, J. and Gupta, M. (2009): Overvaluation and Earnings Management. (April 29, 2009), Journal of Banking and Finance, Vol. 33, No. 9, pp. 1652-1663, September 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1030359>.*
- Ching, K. M. L., Firth, M. and Rui, O. M. (2002): Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings, (September 2002). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=337880> or doi:10.2139/ssrn.337880.*
- Chou, D.-W., Gombola, M. and Liu, F.-Y. (2006): Earnings Management and Long-Run Stock Performance Following Private Equity Placements, 2006.*
- Chung, K. H. and Pruitt, S. W. (1994): A Simple Approximation of Tobin's q, in: Financial Management, Vol. 23, 1994, 70-74.*
- Coffee, J. C. (2001): The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 191, 2001.*
- Cohen, D. A., Dey, A. and Lys, T. Z. (2007): Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Periods, 2007, Accounting Review, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1024620>.*
- Cohen, D. A. and Zarowin, P. (2008): Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings, (June 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1081939>.*



- Collins, D. W. and Hribar, P. (2002):* Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, 2002, 105-134.
- Collins, D. and Huang, H. (2011):* Management entrenchment and the cost of equity capital, *Journal of Business Research* 64 (2011) 356–362.
- Cotter, J. and Young, S. (2007):* Do Analysts Anticipate Accounting Fraud? 2007.
- Cowen, A., Groyberg, B. and Healy, P. (2006):* Which Type of Analyst Firm Make More Optimistic Forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, 2006, 119-146.
- Crocker, K. J. and Slemrod, J. (2007):* The Economics of Earnings Manipulation and Managerial Compensation, *RAND Journal of Economics*, 2007, Vol. 38, No. 3, 698-713.
- D'Avolio, G., Gildor, E. and Shleifer, A. (2001):* Technology, Information Production, and Market Efficiency, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper Number 1929, 2001.
- Dahya, J., Dimitrov, O. and McConnell, J. J. (2005):* Dominant Shareholders and Allied Directors: A Simple Model and Evidence from 22 Countries, ecgi, Finance Working Paper No. 99/2005, August 2005.
- Danbolt, J., Hirst, I. and Jones, E. (2002):* Measuring „Growth Opportunities“, *Applied Financial Economics* 12(3), 2002, 203-212.
- Darrough, M. and Rangan, S.:* Do Insiders Manipulate Earnings When They Sell Their Shares in an Initial Public Offering? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=566885>.
- Daske, H., Gebhardt, G. and Klein, S. (2004):* Estimating the Expected Cost of Equity Capital Using Consensus Forecasts, Working Paper Series Nr 124, University of Frankfurt, Economics, 2004.
- Davis, A. K., Piger, J. M. and Sedor, L. M. (2006):* Beyond the Numbers: An Analysis of Optimistic and Pessimistic Language in Earnings Press Releases, Working Paper, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2006.
- De Grauwe, P. (2009):* Warning: Rating agencies may be harmful to your (financial) health, CEPS Commentary, 26 January 2009.
- Dechow, P. M. and Dichev, I. D. (2001):* The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors, (July 2001). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=277231> or doi:10.2139/ssrn.277231.
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R. and Sloan, R. G. (2010):* Predicting Material Accounting Misstatements, (April 21, 2010). *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming; AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=997483>.

- Dechow, P. M., Richardson, S. A. and Tuna, I. (2003): Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation, Review of Accounting Studies, 2003, 8, 355–384.*
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. and Sweeney, A. P. (1995): Detecting Earnings Management, The Accounting Review, 1995, 193-225.*
- DelBrio, E., de Miguel, A. and Pindado, J. (2001): Investment and firm value: an analysis using panel data, 2001, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=275073> or doi:10.2139/ssrn.275073.*
- Desai, H., Krishnamurthy, S. and Venkataraman, K. (2006): Do short sellers target firms with poor earnings quality, Evidence from earnings restatements, Review of Accounting Studies (2006) 11, 71–90.*
- Desai, H., Thiagarajan, S. R., Ramesh, K. and Balachandran, B. V. (2000): An Investigation of the Informational Role of Short Interest in the Nasdaq Market, (June 2000). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=232908> or doi:10.2139/ssrn.232908.*
- Desai, A., Wright, P., Chung, K. H. and Charoewnong, C. (2003): Impact Of Changes in Strategic Investments on Shareholder Returns: The Role Of „Growth Opportunities“, The Journal of Applied Business Research, Vol. 19, Number 1, 2003, 41-57.*
- Dezsö, C. (2005): Entrenchment and Changes in Performance Following CEO Turnover, Stern School of Business, New York University, October 24, 2005.*
- Dhaoui, A. and Jouini, F. (2011): R&D Investment, Governance and Management Entrenchment (November 16, 2010). The Journal of World Economic Review, Vol. 6, No. 1, pp. 35-53, January-June 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1710228>.*
- Di, H., Marciukaityte, D. and Szewczyk, S. H.: Earnings Management around Secondary Equity Offerings by Insiders.*
- Diether, K. B., Lee, K. H. and Werner, I. M. (2009): Short-Sale Strategies and Return Predictability, The Review of Financial Studies (2009) 22(2): 575-607.*
- Dobler, M. (2007): Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach, 2007.*
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. and Teoh, S. H. (2003): Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? (September 28, 2003). EFA 2003 Annual Conference Paper No. 652; Dice Center Working Paper No. 2003-7. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=393021> or doi:10.2139/ssrn.393021.*
- Dopuch, N., Mashruwala, R., Seethamraju, C. and Zach, T. (2005): Accrual determinants, sales changes and their impact on empirical accrual models, Washington University in St. Louis, Olin School of Business, 2005.*

- Doukas, J. A., Kim, Ch. and Pantzalis, Ch. (2005): The Two Faces of Analyst Coverage, Financial Management, Summer 2005, 99-125.*
- Drake, M. S. (2008): Short-sellers and Analysts as Providers of Complementary Information about Future Firm Performance, Presented at Brigham Young University Accounting Research Symposium. 2008.*
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H. and Sefcik, S. E. (2002): Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits, University of Washington School of Business, 2002.*
- Dyck, A. and Zingales, L. (2001): Private Benefit of Control: An International Comparison, The Center for Research in Security Prices, Working Paper No. 535, 2001.*
- Edmans, A. and Manso, G. (2009): Governance through Exit and Voice: A Theory of Multiple Block Holders, Wharton Financial Institutions Center, Working Paper Series #9-17, 2009.*
- Edwards, J. S. S. and Weichenrieder, A. J. (2009): Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration, (March, 06 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1354580>.*
- Efendi, J., Kinney, M. and Swanson, E. (2005): Can Short Sellers Anticipate Accounting Restatements? 2005. AAA 2005 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Meeting. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=591361>.*
- Efendi, J., Srivastava, A. and Swanson, E. P. (2007): Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors, (April 2, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=547922> or [doi:10.2139/ssrn.547922](https://doi.org/10.2139/ssrn.547922).*
- Eining, M. M., Jones, D. R. and Loebbecke, J. K. (1997): Reliance on Decision Aids: An Examination of Auditor's Assessment of Management Fraud, Auditing: A Journal of Practice and Theory, 1997, Vol. 16, 1 - 19.*
- Erhard, W. H., Jensen, M. C. and Zaffron, S. (2009): Integrity: A Positive Model that Incorporates the Normative Phenomena of Morality, Ethics, and Legality, Harvard NOM Research Paper No. 06-11, 2009.*
- Erickson, M. and Wang, S.-W. (1999): Earnings Management by acquiring firms in stock for stock mergers, Journal of Accounting and Economics, 27, 1999, 149-176.*
- Erickson, M., Hanlon, M. and Maydew, E. (2004): Is there a Link between Executive Compensation and Accounting Fraud? 2004.*
- Evans, M. (2006): Voluntary Disclosure and Information Asymmetry: An Empirical Examination of the Commitment to Increased Disclosure, 2006.*
- Ewerhart, C. and Schmitz, P. W. (2000): "Yes Men", Integrity, and the Optimal Design of Incentive Contracts, Journal of Economic Behavior and Organizations, Vol. 43, 2000, 115-125.*

- Fama, E. F. and French, K. R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, Journal of Financial Economics, 1993, 33 (1), 3–56.*
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983): Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June 1983.*
- Faleye, O. (2006): Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment, 2006, Journal of Financial Economics, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=877216>.*
- Fanning, K. and Cogger, K. O. (1998): Neuronal Network Detection of Management Fraud Using Published Financial Data, International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management, 1998.*
- Fanning, K., Cogger, K. O. and Srivastava, R. (1995): Detection of Management Fraud: A Neural Network Approach, Proceeding CAIA '95 Proceedings of the 11th Conference on Artificial Intelligence for Applications, 1995.*
- Farrell, K. A. and Whidbee, D. A. (2003): The Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions, Journal of Accounting & Economics, Vol. 36, Nos. 1-3, pp. 165-196, December 2003. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=473900>.*
- Förster, G. (2012a): Die Krise der Torwächter und die Integrität der Manager, Ein Essay über Corporate Finance Theory, Norderstedt, 2012.*
- Förster, G. (2012b): Die Krisen der Banken und die Integrität des Finanz-Systems, Ein Essay über Geld- und Bankentheorie, Norderstedt, 2012.*
- Förster, G. (2012c): Wachstum durch Integrität der Unternehmer, Ein Essay über Ethik, Wachstums-, Kontrakt- und Firmen-Theorie, Norderstedt, 2012.*
- Fortin, R. and Roth, G. (2008): Share Performance Following Severe Decreases in Analyst Coverage, 2008.*
- Francis, J., Venkatachalam, M. and Zhang, Y. (2005): Do Short Sellers Convey Information About Changes in Fundamentals or Risk? (September 29, 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=815668>.*
- Fuller, J. and Jensen, M. C. (2002): Just Say No to Wall Street, Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for it, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 4 (Winter 2002) 41-46.*
- Gao, P. and Shrieves, R. E. (2002): Earnings Management and Executive Compensation: a Case of Overdose of Option and Underdose of Salary? (July 29, 2002). EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302843> or doi:10.2139/ssrn.302843.*
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C. and Swaminathan, B. (2000): Towards an Implied Cost of Capital, (October 27, 2000). Parker Center for Investment Research Working Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=254523> or doi:10.2139/ssrn.254523.*

- Gillan, S. L. and Starks, L. T. (2007): The Evolution of Shareholder Activism in the United States, Journal of Applied Corporate Finance, 2007, 55-73.*
- Goldman, E. and Slezak, S. (2003): The Economics of Fraudulent Misreporting, 2003.*
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. and Metrick, A. (2003): Corporate Governance and Equity Prices, Quarterly Journal of Economics, 118(1), February 2003, 107-155.*
- Gore, P., Pope, P. F. and Singh, A. K. (2001): Non-Audit Services, Auditor Independence and Earnings Management, Lancaster University Management School, Working Paper 2001/014, 2001.*
- Gorton, G., Kahl, M. and Rosen, R. (2005): Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves, The Wharton School, University of Pennsylvania, The Rodney L. White Center for Financial Research, 18/05, 2005.*
- Guay, W., Kothari, S. P. and Shu, S. (2005): Properties of Implied Cost of Capital Using Analysts' Forecasts, (July 1, 2005). MIT Sloan Working Paper No. 4422-03. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=426560> or doi:10.2139/ssrn.426560.*
- Hansen, G. A. and Noe, C. F. (1999): When is manager's earnings guidance most influential? Harvard Business School, Working Paper, 1999.*
- Hauser, S. and Lauterbach, B. (2003): The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-Class Stock Unifications, (January 2004). EFA 2003 Annual Conference Paper No. 148; ECGI - Finance Working Paper No. 33/2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=424889> or doi:10.2139/ssrn.424889.*
- Healy, P. M. and Palepu, K. G. (2000): A Review of the Empirical Disclosure Literature, Prepared for the 2000 JAE Conference.*
- Heaton, J. B. (2002): Managerial Optimism and Corporate Finance, Financial Management, 2002, 33-45.*
- Henry, E. (2006): Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm, Journal of Emerging Technologies in Accounting, Vol. 3, 2006, 1-19.*
- Hirschman, A.O. (1970): Exit, Voice, and Loyalty, Cambridge, 1970.*
- Hirst, E., Koonce, L. and Venkataraman, S. (2008): Management Earnings Forecasts: A Review and Framework, (January 11, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=921583>.*
- Ho, Y.-F. (2003): Three Essays on Seasoned Equity Offerings, A Thesis Submitted to the Faculty of Drexel University, 2003.*
- Hochberg, Y.V. (2005): Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm, Cornell University, Johnson Graduate School of Management, 2005.*

- Hong, H. and Kubik, J. D. (2003): Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts, The Journal of Finance, Vol. 58, No. 1, 313-351, 2003. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=377116>.*
- Hribar, P. and Yang, H. (2010): Does CEO-overconfidence affect management forecasting and subsequent earnings management? 2010.*
- Huddart, S., Ke, B. and Shi, C. (2005): Jeopardy, Non-Public Information, and Insider Trading around SEC 10-K and 10-Q Filings, 2005.*
- Hwang, B. H. and Kim, S. (2009): It Pays to Have Friends, (March 10, 2009). Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1195313>.*
- Ibrahim, S. S. (2005): An Alternative Measure to Detect Intentional Earnings Management through Discretionary Accruals, Dissertation submitted to the Faculty of the Graduate School of the University of Maryland, 2005.*
- Intal, T. and Do, L. T. (2002): Financial Statement Fraud - Recognition of Revenue and the Auditor's Responsibility for Detecting Financial Statement Fraud, Accounting and Finance Master Thesis No. 2002:53.*
- Irvine, P. J. (2003): Analysts' Forecasts and Brokerage-Firm Trading, (June 2003). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=367761> or doi:10.2139/ssrn.367761.*
- Jackson, A. (2005): Trade Generation, Reputation and Sell-Side Analysts, The Journal of Finance, Vol. LX, No. 2, April 2005, 673-717.*
- Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, 323-329.*
- Jensen, M. C. (1987): The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy, From "The Merger Boom", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, Oct. 1987, 102-143.*
- Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives, Winter 1988, Vol. 2, No. 1, 21-48.*
- Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the Public Corporation, Harvard Business Review, (September-October 1989).*
- Jensen, M. C. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, Journal of Finance, (July, 1993), 831-880.*
- Jensen, M. C. (2003): Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process, European Financial Management, Vol. 9, No. 3, 2003, 379-406.*
- Jensen, M. C. (2004a): Agency Costs of Overvalued Equity, Financing Working Paper No 39/2004, ecgi, 2004.*

- Jensen, M. C. (2004b): The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance, European Financial Management, Vol. 10, No 4, 2004, 549-565.*
- Jensen, M. C. (Working Paper): Agency Costs of Overvalued Equity, Working Paper, Center for Public Leadership, 172-187.*
- Jensen, M. C. (Research Paper 10-042): Integrity: Without It Nothing Works, Harvard NOM Research Paper No. 10-042, 2009.*
- Jensen, M. C. (Research Paper 07-01): A New Model of Integrity: An Actionable Pathway To Trust, Productivity and Value, Harvard NOM Research Paper No. 07-01.*
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976, Vol. 3, No 4, 305-360.*
- Jensen, M. C. and Murphy, K. J. (2004): Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ecgi, Finance Working Paper No. 44/2004, July 2004.*
- Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics 11 (1983), 5-50.*
- Jenter, D. and Kanaan, F. (2008): CEO Turnover and Relative Performance Evaluation, Stanford Graduate School of Business, Research Paper No. 1992, 2008.*
- Jindra, J. (2000): Seasoned Equity Offerings, Overvaluation, and Timing, (March 2000). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=216010> or doi:10.2139/ssrn.216010.*
- Johnson, S. A., Ryan, H. E. and Tian, Y. S. (2003): Executive Compensation and Corporate Fraud, 2003.*
- Johnson, S. A., Ryan, H. E. and Tian, Y. S. (2008): Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter, 2008.*
- Johnson, S., La-Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2000): Tunneling, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper Number 1887, January 2000.*
- Jones, J.J. (1991): Earnings Management During Import Relief Investigations. Journal of Accounting Research, vol. 29, no. 2, 1991, 193-228.*
- Jones, E. A. E. (2000): Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm, Paper presented at the European Financial Management Association Annual Meeting, Athens, 2000.*
- Jones, E. and Danbolt, J. (2005): Empirical evidence on the determinants of the stock market reaction to product and market diversification announcements. Applied Financial Economics, 15(9): 2005, 623-629.*

- Jones, E. and Danbolt, J. (2004):* Joint Venture Investments and the Market Value of the Firm, (January 2004). EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=485668>.
- Jones, K. L., Krishnan, G. V. and Melendrez, K. D. (2007):* Do Models of Discretionary Accruals Detect Actual Cases of Fraudulent and Restated Earnings? An Empirical Evaluation, Contemporary Accounting Research, Forthcoming. (December 24, 2007), Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=895541>, 2007.
- Jones, K. (2004):* Improving Fraud Risk Assessments through Analytical Procedures, 2004.
- Kacperczyk, M., McKnight, P. J. and Todd, S. K. (2006):* Forecast Bias and Analyst Independence, 2006.
- Kadan, O. and Yang, J. (2005):* Executive Stock Options and Earnings Management: A Theoretical and Empirical Analysis, (December 10, 2005). AFA 2006 Boston Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=615881>.
- Kaplan, S. N. and Stromberg, P. (2002):* Characteristics, Contracts and Actions: Evidence From Venture Capitalist Analyses, University of Chicago, Graduate School of Business, The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 536, January 2002.
- Kaplan, S. N. and Stromberg, P. (2003):* Venture Capitalists as Economic Principals, NBER Reporter: Research Summary, Summer 2003.
- Ke, B. and Yu, Y. (2006):* The Effect of Issuing Biased Earnings Forecasts on Analysts' Access to Management and Survival, (May 03, 2006). Journal of Accounting Research, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=899247>.
- Ke, B., Huddart, S. and Petroni, K. (2003):* What insiders know about future earnings and how they use it: evidence from insider trades, Journal of Accounting and Economics 35 (2003) 315–346.
- Kedia, S. and Phillipon, T. (2005):* The Economics of Fraudulent Accounting, (January 2005). AFA 2006 Boston Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=687225>.
- Kothari, S. P., Shu, S. and Wysocki, P. (2008):* Do Managers Withhold Bad News? 2008.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. and Wasley, C. E. (2002):* Performance Matched Discretionary Accrual Measures, (April 2002). Simon School of Business Working Paper No. FR 01-04; MIT Sloan Working Paper No. 4335-01. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=264859> or doi:10.2139/ssrn.264859.
- Kothari, S. P., Shu, S. and Wysocki, P. (2009):* Do Managers Withhold Bad News? Journal of Accounting Research, Vol. 47, No. 1, March 2009.
- Lamont, O. A. (2004):* Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms, Yale ICF Working Paper, 2004.



- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2008):* The Economic Consequences of Legal Origins, *Journal of Economic Literature* 2008, 46:2, 285–332, <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi10.1257/jel.46.2.285>.
- Lang, M. H. and Lundholm, R. J. (2000):* Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry of Hying the Stock? *Contemporary Accounting Research*, 2000, 623-662.
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M. and Walkling, R.A. (1989):* Managerial Performance, Tobin's Q and the Gains from Successful Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, 1989, 137-154.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., Seary, A. J. and Tuna, I. (2005):* Back Door Links Between Directors and Executive Compensation, (February 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=671063> or doi:10.2139/ssrn.671063.
- Lehn, K. and Zhao, M. (2004):* CEO Turnover after Acquisitions: Do Bad Bidders Get fired? USC FBE Finance Seminar presented by Ken Lehn, April 16, 2004.
- Li, D. (2004):* The Implications of Capital Investments for Future Profitability and Stock Returns—an Overinvestment Perspective, 2004.
- Li, F. (2006):* Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports? 2006.
- Li, O. Z. and Zhang, Y. (2006):* Financial Restatement Announcements and Insider Trading, (October 2006). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=929539>.
- Li, J., Zhang, L. and Zhou, J. (2006):* Earnings Management and Delisting Risk of IPO Firms, 2006.
- Li, X. (2009):* Managerial Entrenchment with Strategic Information Technology: A Dynamic Approach, *Journal of Management Information Systems*, 2009, 183-204.
- Lintner, J. (1965):* The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, 1965, 13-37.
- Louis, H. (2004):* Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, 2004, 121-148.
- Lu, Y. Y. (2003):* Earnings Management and Securities Litigation, 2003.
- Lundholm, R. and O'Keefe, T. (2000):* Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model, December 30, 2000, forthcoming in *Contemporary Accounting Research*.
- Luo, W. (2005):* The Exit of Venture Capital and Earnings Management in Newly-Public Firms, 2005.

- Malmendier, U. and Tate, G. (2002):* CEO Overconfidence and Corporate Investment, (October 13, 2002). AFA 2003 Washington, DC Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=354387> or doi:10.2139/ssrn.354387.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2005):* Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited, *European Financial Management*, 2005, 649-659.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2007):* Superstar CEOs, (March 15, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=972725>.
- Markowitz, H. M. (1952):* Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 7, 1952, 77-91.
- Marquardt, C. A. and Wiedman, C. I. (2002):* How are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals, (December 2002). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=375660> or doi:10.2139/ssrn.375660.
- Marquardt, C. and Wiedman, C. (2005):* Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted EPS, *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 2, May 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=633341>.
- Mason, J. R. and Rosner, J. (2007):* How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, (February 13, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1027472>.
- Mason, J. R. and Rosner, J. (2007a):* Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, (May 3, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1027475>.
- Matsumoto, D. A. (1999):* Management's Incentives to Guide Analysts' Forecasts, 1999.
- McCahery, J. A., Sautner, Z. and Starks, L. T. (2009):* Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *ecgi, Finance Working Paper No. 235/2009*, February 2009.
- Mitchell, M.L. and Lehn, K. (1990):* Do Bad Bidders Become Good Targets?, *Journal of Political Economy*, 1990, 372-398.
- Moore, D. A., Tetlock, P. E., Tanlu, L. and Bazerman, M. H. (2004):* Conflicts of Interest and the Case of Auditor Independence: Moral Seduction and Strategic Issue Cycling, *HBS Working Paper 03-115 Rev.*, 2004.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1988):* Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, in: Auerbach, A. J. (ed.): *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, 1988, 101-136.
- Morsfield, S. G. and Tan, C. E. L. (2006):* Do Venture Capitalists Influence the Decision to Manage Earnings in Initial Public Offerings? (May 24, 2006). *Accounting Review*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=904009>.

- Muthoo, A.* (1998): Sunk Costs and the Inefficiency of Relationship-Specific Investments, *Economica*, (1998) 65, 97-106.
- Nelson, M. W., Elliott, J. A. and Tarpley, R. L.* (2001): Evidence from Auditor about Manager's and Auditor's Earnings-Management Decisions, (December 20, 2001). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=294688> or doi:10.2139/ssrn.294688.
- Nenova, T.* (2003): The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics* 68 (2003), 325–351.
- O'Brian, P. C. and Bhushan, R.* (1990): Analyst Following and Institutional Ownership, Working Paper Nr. 629, MIT, Division of Research, School of Business Administration, 1990.
- O'Connor, S. M.* (2002): The Inevitability of Enron and the Impossibility of „Auditor Independence“ under the current audit system, (March 1, 2002). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=303181> or doi:10.2139/ssrn.303181.
- Ohlson, J. A. and Juettner-Nauroth, B. E.* (2000): Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value, 2000.
- Ohlson, J. A.* (2000): Residual Income Valuation: The Problems, (March 2000). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=218748> or doi:10.2139/ssrn.218748.
- Parrino, R., Sias, R. and Starks, L. T.* (2002): Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 2002, 1-49.
- Partnoy, F.* (1999): The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Agencies, *Washington University Law Quarterly*, Volume 77, Number 3, 1999, 619-715.
- Partnoy, F.* (2001): The Paradox of Credit Ratings, *Law and Economics Research Paper No. 20*, 2001.
- Partnoy, F.* (2007): How and Why Credit Rating Agencies are not like Other Gatekeepers, *Research Paper No. 07-46*, 2007.
- Pastor-Llorca, M. J. and Poveda, F.* (2005): Earnings Management as an Explanation of the Equity Issue Puzzle in the Spanish Market (2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=880768>.
- Pauwels, K., Silva-Risso, J., Srinivasan, S. and Hanssens, D. M.* (2004): New Products, Sales Promotions and Firm Value, With Application to the Automobile Industry, *Forthcoming Journal of Marketing*, 2004 September 22, 2003.
- Röell, A. A. and Peng, L.* (2006): Executive Pay, Earnings Manipulation and Shareholder Litigation (August 2006). AFA 2005 Philadelphia Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=488148>.
- Pies, I.* (1993): *Normative Institutionenökonomik*, Tübingen, 1993.

- Povel, P., Singh, R. and Winston, A. (2004): Booms, Busts and Fraud, 2004.*
- Powell, R. G. (1997): Modeling Takeover Likelihood, Journal of Business Finance & Accounting, 1997, 1009-1030.*
- Purnanandam, A. and Seyhun, N. (2007): Shorts and Insiders, 2007.*
- Qu, S., Starks, L. and Yan, H.: Risk, Dispersion of Analyst Forecasts and Stock Returns.*
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1996): Power in a Theory of Firm. (November 1996). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2091> or doi:10.2139/ssrn.2091.*
- Ramnath, S., Rock, S. and Shane, P. (2005): A Review of Research Related to Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations, 2005.*
- Ramnath, S., Rock, S. and Shane, P. (2006): Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Trends and Suggestions for Further Research, 2006.*
- Rhodes-Kropf, M., Viswanathan, S. and Robinson, D. T. (2004): Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence (May 13, 2004). 14th Conf. on Financial Economics & Accounting (FEA); AFA 2004 San Diego Meetings; EFA 2003 Meetings Paper No. 904; 5th Annual Texas Finance Festival. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=412680> or doi:10.2139/ssrn.412680.*
- Richardson, S. (2005): Over-investment of free cash flow, 2005.*
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T. and Tuna, I. (2005): Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices, Journal of Accounting & Economics, Vol. 39, No. 3, September 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=521062>.*
- Richardson, S. A., Teoh, S. H. and Wysocki, P. (1999): Tracking Analysts' Forecasts over the Annual Earnings Horizon: Are Analysts' Forecasts Optimistic or Pessimistic? (June 1999). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=168191> or doi:10.2139/ssrn.168191.*
- Richardson, S. A., Teoh, S. H. and Wysocki, P. D. (2001): The Walkdown to beatable analyst forecasts: The roles of equity issuance and insider trading incentives, (August 2001). MIT Sloan Working Paper No. 4221-01; AFA 2002 Atlanta Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=281196> or doi:10.2139/ssrn.281196.*
- Richardson, S., Tuna, I. and Wu, M. (2002): Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements, (October 2002). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=338681> or doi:10.2139/ssrn.338681.*
- Roychowdhury, S. (2004): Management of Earnings through the Manipulation of Real Activities That Affect Cash Flow from Operations, 2004.*
- Roychowdhury, S. (2006): Earnings Management through Real Activities Manipulation, Forthcoming at the Journal of Accounting and Economics, 2006.*

- Sarup, D.* (2004): Watchdog or Bloodhound? The Push and Pull toward a new Audit Model, *Information Systems Control Journal*, 2004.
- Scherbina, A.* (2004): Analyst Disagreement, Forecast Bias and Stock Returns, (June 2004). HBS Publishing, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=894381>.
- Sharpe, W.* (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 1964, 425-442.
- Shivakumar, L.* (2000): Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, 29 (2000), 339-371.
- Shleifer, A.* (2007): *The Economic Consequences of Legal Origins*, Barcelona, 2007.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W.* (1988): Value Maximization and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives*, 1988, 7-20.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W.* (1989): Management Entrenchment, the Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics* 25 (1989), 123-139.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W.* (1997): Limits of Arbitrage, *The Journal of Finance*, 1997, 35-55.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W.* (2003): Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics* 00 (2003).
- Spathis, C. T.* (2002): Detecting false financial statements using published data: some evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal*, 2002, 179-191.
- Stevens, D. E. and Thevaranjan, A.* (2008): A Moral Solution to the Moral Hazard Problem, (May 22, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1138279>.
- Sun, B.* (2008): Executive Compensation and Earnings Management under Moral Hazard, 2008.
- Teoh, S. H., Welch, I. and Wong, T. J.* (1998): Earnings management and the under-performance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 50 (1998), 63-99.
- Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M. and Macskassy, S.* (2007): *More than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals*, 2007.
- Tobin, J.* (1958): Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, *Review of Economic Studies*, 25, 1958, 65-86.
- Tong, T. W.* (2004): *Essays on Growth Options and Corporate Strategy*, Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Doctor of Philosophy in the Graduate School of The Ohio State University 2004.
- Tong, T. W. and Reuer, J. J.*: *Corporate Investment Decisions and the Value of Growth Options*.

- Turner, J. L., Mock, T. J. and Srivastava, R. P. (2004): A Model of Assessing the Risk of Impaired Auditor Independence, 2004.*
- Unbekannt: The Selection of Defendants in Class-Based Shareholder Litigation: Does the Pattern of Poor Performance Play a Role?*
- Verrecchia, R. E. (2001): Essays on Disclosure, 2001.*
- Vogt, S. C. (1997): Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements, Financial Management, Vol. 26, No. 2, Summer 1997, 44 – 57.*
- Waldman, M. (1984): The Role of Integrity in Economic Interaction, UCLA Department of Economics, Working Paper #350, 1984.*
- Wall, R. A. (2007): Measuring the Present Value of „Growth Opportunities“, Journal of Business and Public Affairs, 2007.*
- Wang, T. Y. (2004): Corporate Securities Fraud: An Economic Analyses, University of Maryland, Job Market Paper 1, November 2004.*
- Wang, T. Y. (2004a): Investment, Shareholder Monitoring and the Economics of Corporate Securities Fraud, University of Maryland, Job Market Paper 2, November 2004.*
- Wang, T. Y. (2005): Securities Fraud: An Economic Analyses, Dissertation submitted to the Faculty of the Graduate School of the University of Maryland, 2005.*
- Warner, J. B. and Brown, S. J. (1984): Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies, University of Rochester Graduate School of Management, Working Paper Series Number MERC 84-05, 1984.*
- Wiersema, M. F. and Zhang, Y. (2008): CEO Dismissal: The Role of Investment Analysts as an External Control Mechanism, 2008.*
- Wongsunwai, W. (2010): The Effect of External Monitoring on Accrual-Based and Real Earnings Management: Evidence from Venture-Backed Initial Public Offerings, (November 1, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=958187>.*
- Yore, A. (2009): The Agency Costs of Managerial Indiscretions, in: Yore, A.: Three Essays in Corporate Governance, 2009, 104-135.*
- Zhang, Y. (2004): Do Speculative Short Sellers Detect Earnings Management? A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of the Louisiana State University, 2004.*
- Zingales, L. (1995): What Determines the Value of Corporate Votes? The Quarterly Journal of Economics, November, 1995, 1047-1073.*









Barcode

