

Rapp, Marc Steffen; Wolff, Michael; Hennig, Jan C.; Udoieva, Iuliia

## Research Report

Mitbestimmung im Aufsichtsrat und ihre Wirkung auf die  
Unternehmensführung: Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund  
der Finanz- und Wirtschaftskrise

Study der Hans-Böckler-Stiftung, No. 424

## Provided in Cooperation with:

The Hans Böckler Foundation

*Suggested Citation:* Rapp, Marc Steffen; Wolff, Michael; Hennig, Jan C.; Udoieva, Iuliia (2019) :  
Mitbestimmung im Aufsichtsrat und ihre Wirkung auf die Unternehmensführung: Eine empirische  
Analyse vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise, Study der Hans-Böckler-Stiftung,  
No. 424, ISBN 978-3-86593-339-3, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/197973>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen  
Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle  
Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich  
machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen  
(insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten,  
gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort  
genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal  
and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to  
exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the  
internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content  
Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise  
further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

**I.M.U.**

Institut für Mitbestimmung  
und Unternehmensführung

Hans **Böckler**  
**Stiftung** 

Mitbestimmung · Forschung · Stipendien

**STUDY**

Nr. 424 · Juni 2019

# MITBESTIMMUNG IM AUFSICHTSRAT UND IHRE WIRKUNG AUF DIE UNTERNEHMENSFÜHRUNG

**Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund der  
Finanz- und Wirtschaftskrise**

Marc Steffen Rapp und Michael Wolff  
unter Mitarbeit von Jan C. Hennig und Iuliia Udoieva

Dieser Band erscheint als 424. Band der Reihe Study der Hans-Böckler-Stiftung. Die Reihe Study führt mit fortlaufender Zählung die Buchreihe „edition Hans-Böckler-Stiftung“ in elektronischer Form weiter.

# STUDY

---

Nr. 424 · Juni 2019

## MITBESTIMMUNG IM AUFSICHTSRAT UND IHRE WIRKUNG AUF DIE UNTERNEHMENSFÜHRUNG

**Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund der  
Finanz- und Wirtschaftskrise**

Marc Steffen Rapp und Michael Wolff  
unter Mitarbeit von Jan C. Hennig und Iuliia Udoieva

---

© 2019 by Hans-Böckler-Stiftung  
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
[www.boeckler.de](http://www.boeckler.de)



„Mitbestimmung im Aufsichtsrat und ihre Wirkung auf die Unternehmensführung“ von Marc Steffen Rapp und Michael Wolff ist lizenziert unter **Creative Commons Attribution 4.0 (BY)**.

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

(Lizenztext: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/de/legalcode>)

Die Bedingungen der Creative-Commons-Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Schaubildern, Abbildungen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.

Satz: DOPPELPUNKT, Stuttgart

ISBN: 978-3-86593-339-3

# INHALT

---

<b>Zusammenfassung</b>	<b>8</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>10</b>
<b>2 Stand der Diskussion und Erwartungen</b>	<b>13</b>
2.1 Diskussion zur Mitbestimmung auf nationaler und europäischer Ebene	13
2.2 Besondere Gegebenheiten der Finanz- und Wirtschaftskrise	17
2.3 Erwartungen an die Auswirkungen der Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise	22
<b>3 Zur Anlage der Studie</b>	<b>25</b>
3.1 Untersuchungsdesign	25
3.2 Datenbasis	28
3.3 Variablen	30
3.4 Analysemethoden	35
<b>4 Mitbestimmung vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise – eine empirische Analyse</b>	<b>39</b>
4.1 Auswirkungen auf die Unternehmensperformance	39
4.2 Auswirkungen auf die Unternehmensentscheidungen	55
<b>5 Diskussion der empirischen Ergebnisse</b>	<b>74</b>
<b>6 Fazit und Ausblick</b>	<b>78</b>
<b>7 Anhang: Variablendefinition und -quellen</b>	<b>80</b>
<b>Literatur</b>	<b>83</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Forschungsfragen und Analyseschritte	8
Abbildung 2: Zentrale Herausforderungen der empirischen Analyse	25
Abbildung 3: Identifizierung und Auswahl der europäischen Kontrollunternehmen	26
Abbildung 4: Beispiele aus der gematchten Stichprobe	27
Abbildung 5: Auswahl der relevanten Prime-Standard-Unternehmen	29
Abbildung 6: Mitbestimmung und Unternehmensperformance	40
Abbildung 7: Kumulierte Aktienrenditen (in Prozent, 2006–2011)	44
Abbildung 8: Standardabweichung der kumulierten Aktienrenditen (2006–2011)	45
Abbildung 9: Dynamische Portfolioanalyse (in Prozent, 2006–2011, gleichgewichtetes Portfolio)	46
Abbildung 10: Übersicht der analysierten Unternehmensentscheidungen	55
Abbildung 11: Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Beschäftigung	56
Abbildung 12: Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Investitionen	60
Abbildung 13: Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Finanzierung	64
Abbildung 14: Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Strategie	70

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Deskriptive Analysen	37
Tabelle 2: Analyse der Aktienrenditen	49
Tabelle 3: OLS-Regressionen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf Tobin's Q	50
Tabelle 4: OLS-Regressionen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf ROA	53
Tabelle 5: OLS-Regressionen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf ROS	54
Tabelle 6: GMM-/Probit-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf die Beschäftigung	58
Tabelle 7: GMM-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf Investitionen	62
Tabelle 8: GMM-/Probit-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf die Finanzierung	67
Tabelle 9: GMM-/Probit-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf die Strategie	72



# ZUSAMMENFASSUNG

---

Die vorliegende Studie untersucht die Rolle der unternehmerischen Mitbestimmung in deutschen Kapitalgesellschaften im Hinblick auf Unternehmensperformance und -entscheidungen während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009.

Angesichts des Fehlens eindeutiger empirischer Evidenzen in der kontrovers geführten Diskussion um die Vorteilhaftigkeit der Mitbestimmung zielt diese Studie darauf ab, diese Lücke mit systematisch aufbereiteten empirischen Daten und Ergebnissen hinsichtlich der Wirkung und Rolle der unternehmerischen Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise zu schließen. Mit Hilfe der Propensity-Score-Matching-Methode wird eine adäquate Stichprobe zur sauberen Identifizierung des Mitbestimmungseffektes gewonnen. In Verbindung mit multivariaten Regressionsanalysen versucht dieses spezielle Untersuchungsdesign, methodische Schwächen bisheriger Studien zum Thema Mitbestimmung zu überwinden. [Abbildung 1](#) stellt die Forschungsfragen und die Analyseschritte der Studie dar.

Die Ergebnisse der *Analyse der Unternehmensperformance* zeigen ein relativ eindeutiges Bild: Mitbestimmte Unternehmen zeigen sich nicht nur robuster während der Finanz- und Wirtschaftskrise, sie erholen sich auch schneller

Abbildung 1

---

## Forschungsfragen und Analyseschritte

### Forschungsfrage 1:

Wie beeinflusste die unternehmerische Mitbestimmung die **Unternehmensperformance** während der Finanz- und Wirtschaftskrise?

Analyse der **Unternehmensperformance** entlang der:

- Kapitalmarktperformance
- operativen Performance

### Forschungsfrage 2:

Wie beeinflusste die unternehmerische Mitbestimmung die **Unternehmensentscheidungen** während der Finanz- und Wirtschaftskrise?

Analyse der **Unternehmensentscheidungen** entlang der:

- Beschäftigung
- Investitionen
- Finanzierung
- Strategie

---

Quelle: eigene Darstellung

von deren Auswirkungen. Dies trifft sowohl auf die Kapitalmarkt- als auch auf die operative Performance zu.

Die Ergebnisse der *Analyse der Unternehmensentscheidungen* lassen sich wie folgt zusammenfassen: Wichtige Entscheidungen in mitbestimmten Unternehmen wurden während der Finanz- und Wirtschaftskrise systematisch anders getroffen als in nicht-mitbestimmten Unternehmen. In mitbestimmten Unternehmen kommt eine stärkere Orientierung an langfristigen Unternehmensinteressen zum Vorschein. Dieser Effekt liegt in den Dimensionen Beschäftigung, Investitionen, Finanzierung und Strategie und somit in allen untersuchten Unternehmensentscheidungen vor.

Insgesamt unterstreicht die vorliegende Studie die Potenziale der unternehmerischen Mitbestimmung für die Bewältigung der Folgen unternehmensextern verursachter Schocks wie beispielsweise der Finanz- und Wirtschaftskrise. Für die Diskussion über moderne Corporate-Governance-Strukturen im Allgemeinen und die Rolle der Mitbestimmung im Speziellen können folgende Implikationen abgeleitet werden:

- Vor dem Hintergrund immer volatiler werdender wirtschaftlicher Rahmenbedingungen kann die unternehmerische Mitbestimmung einen Beitrag leisten, mögliche Risiken von strategischen Transformationsprozessen abzufedern.
- Die unternehmerische Mitbestimmung kann während grundlegender Transformationsprozesse ein wichtiger Hebel sein, einen Ausgleich bzw. Kompromiss zwischen den Anforderungen an die Leistungsfähigkeit von Unternehmen und der Wahrung von Arbeitnehmerinteressen zu finden.
- Vor dem Hintergrund der erzielten empirischen Ergebnisse sind Forderungen nach Einschränkungen der unternehmerischen Mitbestimmung mit Blick auf zukünftige Transformationsprozesse kritisch zu hinterfragen. Die Partizipation von Mitarbeitern<sup>1</sup> im Aufsichtsrat sollte im Rahmen von notwendigen Transformationsprozessen auch als Chance verstanden werden.

---

<sup>1</sup> In dieser Publikation verwenden wir keine gegenderten Sprachformen. Mit maskulinen Personenbezeichnungen wie „Mitarbeiter“ oder „Vertreter“ sind selbstverständlich alle Geschlechter gemeint.

# 1 EINLEITUNG

---

Der deutsche Rechtsrahmen sieht für große Kapitalgesellschaften einen mitbestimmten Aufsichtsrat vor, dem eine zentrale Rolle im Sinne der Corporate Governance und Unternehmensführung zufällt (BMAS 2012; DCGK 2018). In Abhängigkeit von der Unternehmensgröße wird per Gesetz die Ausprägung der Mitbestimmung (paritätische Mitbestimmung, Drittelbeteiligung oder keine Mitbestimmung) festgelegt. Durch die Vertreter im Aufsichtsrat verfügen die Mitarbeiter dieser Unternehmen über ein direktes Mitspracherecht bei wichtigen Unternehmensentscheidungen. Diese weitreichenden Befugnisse ergeben sich u.a. durch die unternehmensspezifischen Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte,<sup>2</sup> im Rahmen derer der Vorstand den Aufsichtsrat im Entscheidungsprozess mit einbinden muss.

Diese als „Mitbestimmung im Aufsichtsrat“ bekannte Form der Mitarbeiterbeteiligung wird in der Öffentlichkeit immer wieder kontrovers diskutiert, da über die Wirkung der Mitbestimmung widersprüchliche Meinungen existieren. So sprechen sich einige unternehmensnahe Verbände regelmäßig gegen die unternehmerische Mitbestimmung aus, während sich sowohl arbeitnehmernahe Verbände als auch Governance-Experten häufiger dafür aussprechen.

Empirische Analysen zur Wirkungsweise der Mitbestimmung wären von großem Nutzen, um die öffentliche Diskussion zu unterstützen. Bislang ist der Beitrag der Wissenschaft zu dieser Diskussion jedoch eher begrenzt, da bisherige Arbeiten zu teilweise widersprüchlichen Ergebnissen kommen und oft starken methodischen Schwächen unterliegen. So finden Studien beispielsweise negative Effekte (Gorton/Schmid 2004; Petry 2018), positive Effekte (Lopatta/Böttcher/Jaeschke 2018; Vitols 2006) oder keine eindeutigen Effekte (Balsmeier/Bermig/Dilger 2013; Bermig/Frick 2011) der Mitbestimmung auf die Unternehmensleistung.

Außerdem weisen viele Arbeiten vergleichsweise geringe Beobachtungszahlen durch geringe Quer- wie auch Längsschnitte auf und/oder vernachlässigen weitestgehend den potenziellen „Größen-Bias“ aufgrund der Kausalbeziehung von Unternehmensgröße und Art der Mitbestimmung. Darüber hinaus ist es angesichts des Einflusses des Aufsichtsrats auf die Unterneh-

---

2 Beispiele solcher Geschäfte sind etwa die Durchführung von Investitionen oberhalb eines definierten Volumens, die Verabschiedung der mittelfristigen Beschäftigungs- und Investitionsplanung oder die Realisierung von Firmenübernahmen.

mensführung überraschend, dass im Gegensatz zu möglichen Performancewirkungen kaum Studien vorhanden sind, die die Wirkung der Aufsichtsratsmitbestimmung auf konkrete Unternehmensentscheidungen analysieren.

Mit Blick auf die möglichen ökonomischen Wirkungen der Mitbestimmung im Aufsichtsrat besteht angesichts der anhaltenden Diskussion, der existierenden Forschungsergebnisse, der häufig zu beobachtenden ökonomischen Schwächen bisheriger empirischer Analysen und des ausschließlichen Fokus auf die Performancewirkung noch erheblicher Forschungsbedarf (Bermig/Frick 2011; Gold 2011; Jirjahn 2010).

Im Hinblick auf die der Mitbestimmung nachgesagten nachhaltigen Orientierung (Vitols 2008) stellt die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise mit ihrer Tendenz zu kurzfristig orientiertem Handeln (Campello/Graham/Harvey 2010) einen interessanten Untersuchungsgegenstand dar, der günstigerweise in den anvisierten Beobachtungszeitraum der letzten Jahre fällt. Folglich ist es das Ziel dieser Studie, die Forschungslücke bezüglich der Wirkung von Mitbestimmung auf Unternehmensperformance und -entscheidungen vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise zu schließen und bestehende Forschungsergebnisse auszubauen.

Zur Untersuchung der skizzierten Sachverhalte wird für den Zeitraum von 2006 bis 2013 die Entwicklung von 280 deutschen Börsengesellschaften aus dem *Prime Standard* während der Finanz- und Wirtschaftskrise nachgezeichnet und mit europäischen Wettbewerbern verglichen. Zur Identifikation der Vergleichsunternehmen wird die in der Forschung häufig eingesetzte Propensity-Score-Matching-Methode verwendet. Um möglichst robuste und belastbare Ergebnisse zu erzielen, wird in der Studie eine Vielzahl von State-of-the-Art-Methoden eingesetzt, beispielsweise Fixed-Effects(FE)- und Generalized-Method-of-Moments(GMM)-Ansätze.

Zur Struktur der Studie: **Kapitel 2** behandelt den Stand der theoretischen und empirischen Diskussion zur Wirkung der Mitbestimmung vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise. Dabei wird diese Diskussion aus verschiedenen Perspektiven betrachtet, nämlich der Perspektive der Politik, der Wirtschaft und der Wissenschaft (**Abschnitt 2.1**). Im Anschluss geht es um die besonderen Gegebenheiten der Finanz- und Wirtschaftskrise als Bestandteil des betrachteten Zeitraums (**Abschnitt 2.2**). Unter Berücksichtigung der Erkenntnisse aus den beiden vorangegangenen Abschnitten werden dann Erwartungen an die Auswirkungen der Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise formuliert (**Abschnitt 2.3**).

**Kapitel 3** widmet sich der Anlage der Studie und geht dabei konkret auf

das Untersuchungsdesign inklusive der damit verbundenen Herausforderungen ([Abschnitt 3.1](#)), die umfangreiche Datenbasis ([Abschnitt 3.2](#)), die verwendeten Variablen ([Abschnitt 3.3](#)) und die genutzten Analysemethoden ([Abschnitt 3.4](#)) ein.

[Kapitel 4](#) präsentiert die empirischen Befunde, und zwar unterteilt in Auswirkungen auf die Unternehmensperformance ([Abschnitt 4.1](#)) und auf die Unternehmensentscheidungen ([Abschnitt 4.2](#)). Innerhalb der Unternehmensperformance wird zusätzlich in Kapitalmarktpformance und operative Performance unterschieden; bei den Unternehmensentscheidungen in Beschäftigung, Investitionen, Finanzierung und Strategie.

In [Kapitel 5](#) werden die empirischen Ergebnisse und die Implikationen für Forschung und Unternehmen diskutiert. Abschließend zieht [Kapitel 6](#) ein Fazit und liefert einen Ausblick.

## 2 STAND DER DISKUSSION UND ERWARTUNGEN

---

### 2.1 Diskussion zur Mitbestimmung auf nationaler und europäischer Ebene

In der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts hat sich die Mitbestimmung in Europa stark verbreitet. Als erstes Land führte Deutschland 1951 ein Gesetz zur Mitbestimmung auf Unternehmensebene ein (Montan-MitbestG). Diesem Beispiel folgten besonders in den 1970er und 1980er Jahren zahlreiche weitere europäische Länder (Conchon 2011), so dass heutzutage in 18 der 28 Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) unternehmerische Mitbestimmung per Gesetz verankert ist (Waddington 2018).

Abgesehen von der EU-Gesetzgebung in Bezug auf die *Societas Europaea* (SE) variieren die gesetzlichen Rahmenbedingungen signifikant von Land zu Land. Die Hauptunterschiede liegen einerseits im Schwellenwert für die unternehmerische Mitbestimmung bezüglich der Beschäftigtenzahl und andererseits in den den Arbeitnehmervertretern eingeräumten Rechten (Niedenhoff 2005). Trotz dieser Unterschiede wird das Thema Mitbestimmung auch auf europäischer Ebene ausgiebig diskutiert (Clauwaert et al. 2016; Conchon 2011; ETUI 2017; Gold 2010; Vitols 2008).

Vitols (2008) registriert beispielsweise eine anhaltende Debatte um den stark ausgeprägten Shareholder-Value-Fokus und unterstützt die Idee einer – aus seiner Sicht nachhaltigeren – Unternehmensform mit einer ausgeprägten Partizipation der Mitarbeiter, die den Stakeholder-Gedanken in den Fokus ihres Handelns stellt. Ähnliche Töne werden im Report *Benchmarking Working Europe 2017* (ETUI 2017) angeschlagen, der dem Streben nach immer größeren Gewinnen mit der Folge sozialer Ungleichheit eine engere Einbeziehung der Mitarbeiter gegenüberstellt. In diesem Rahmen wird für mehr unternehmerische Mitbestimmung als Teil eines sozialen Dialogs geworben (ETUI 2017).

Während die unternehmerische Mitbestimmung von Mitarbeitern teilweise auch Unterstützung von der Unternehmensführung erfährt (Hartmann/Hildebrand 2009), stehen einige EU-Mitgliedsländer dieser Mitbestimmung kritisch gegenüber (Conchon 2011; Jackson 2005). So sind manche Mitgliedsländer nicht gewillt, im Rahmen der Rechtsharmonisierung beispielsweise höhere Standards für die unternehmerische Mitbestimmung zu übernehmen oder – im Falle von Ländern ohne gesetzliche Mitbestimmung – diese überhaupt einzuführen (Addison/Schnabel 2011).

Nicht nur wegen der frühen Einführung der Mitbestimmung, sondern besonders auch aufgrund der weitreichenden Gesetze und hohen Anzahl an betroffenen Unternehmen wie Mitarbeitern nimmt Deutschland in puncto Mitbestimmung eine besondere Rolle ein. Es ist daher wenig überraschend, dass die Diskussion um die Mitbestimmung nicht nur auf europäischer Ebene, sondern auch in Deutschland immer wieder intensiv geführt wird (Keller/Werner 2010).

So haben sich beispielsweise vonseiten der Wirtschaftsverbände der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) und die Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (BDA) mehrfach kritisch zu den bestehenden Regelungen geäußert. Exemplarisch sei hier zum einen an das Stern-Interview des damaligen BDI-Präsidenten Michael Rogowski von 2004 (Jörges/Wolf-Doettinchem 2004) und zum anderen an die Diskussion im Zuge der *Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung* im Jahr 2006 erinnert.

In beiden Fällen positionierten sich die Vertreter der Wirtschaftsverbände kritisch gegenüber der Mitbestimmung und plädierten für eine Reform in reduzierter Form. Teile der Arbeitgeberschaft versuchten schließlich, Tatsachen zu schaffen (Nagel 2018), indem Unternehmen unter ausländischen bzw. kombiniert ausländischen Rechtsformen, die nicht von der deutschen Gesetzgebung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat erfasst werden, (neu) gegründet bzw. umfirmiert wurden (Jirjahn 2010; Sick 2010). Kritische Stimmen finden sich aber nicht nur in der Wirtschaft, sondern auch in der akademischen Literatur (Roth 2006).

Andererseits gibt es eine Reihe von Autoren und Kommentatoren, die sich für die bestehende Form der Mitbestimmung im Aufsichtsrat aussprechen und deren Vorteile hervorheben. Hier sei zum einen auf die Unterstützung durch die Politik verwiesen, beispielsweise durch den ehemaligen Wirtschaftsminister Wolfgang Clement und seine Reaktion auf das Interview von Michael Rogowski (Handelsblatt 2004) oder durch die Darstellung der Mitbestimmung als „gute Sache“ durch das Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS 2012). Auch gibt es vermehrt unabhängige Stimmen, die der Mitbestimmung grundsätzlich positiv gegenüberstehen (Höpner 2004; Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung 2006; Bertelsmann Stiftung/Hans-Böckler-Stiftung 1998).

Bestätigung schienen diese Stimmen durch die Robustheit der deutschen Wirtschaft im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise zu erfahren: So waren deutsche Unternehmen – verglichen mit Wettbewerbern anderer Länder – zu Beginn der Krise weniger stark durch das wirtschaftliche Umfeld betroffen

und haben sich im Verlauf der Krise deutlich schneller erholt. Als ein wesentlicher Grund hierfür wurde des Öfteren die konsens- bzw. kompromissorientierte und damit stärker Stakeholder-orientierte Führung deutscher Unternehmen aufgrund der Mitbestimmung angeführt (Herzog-Stein/Horn/Stein 2013).

Vor dem Hintergrund dieser Debatte ist es wenig verwunderlich, dass die Mitbestimmung regelmäßig in den Fokus der politischen Diskussion rückt. Um der Mitbestimmungsdebatte Rechnung zu tragen, berief die Bundesregierung sowohl in den 1960er als auch in den 2000er Jahren die nach ihrem Vorsitzenden benannte Biedenkopf-Kommission ein, deren Berichte samt den darauffolgenden Diskussionen die Unstimmigkeiten zwischen dem Arbeitnehmer- und dem Arbeitgeberlager zum Ausdruck brachten (Höpner/Waclawczyk 2013). Aufgrund der Ausnahmestellung der deutschen Aufsichtsratsmitbestimmung im internationalen Kontext (Baums/Ulmer 2004) wird die Mitbestimmung auch verstärkt Gegenstand von Diskussionen um die Harmonisierung der Unternehmensverfassung im EU-Raum.

Teilweise wird die Diskussion jedoch sehr idealistisch geführt, weshalb es wünschenswert wäre, empirische Evidenz zu schaffen und auszubauen. Diese könnte zu einer systematischeren Darstellung der Auswirkungen der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Unternehmensentwicklung beitragen. Bislang haben sich verschiedene empirische Untersuchungen mit der Wirkung mitbestimmter Aufsichtsräte auf die Unternehmensperformance bzw. ausgewählte Unternehmensentscheidungen auseinandergesetzt. Bedauerlicherweise liefert die Forschung in diesem Punkt kein einheitliches Bild. Im Gegenteil, die bisherigen Arbeiten weisen teilweise sich widersprechende Ergebnisse auf und befeuern die Diskussion um die Mitbestimmung zusätzlich.

So stellen einige Autoren eine negative Wirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat fest (FitzRoy/Kraft 1993; Gorton/Schmid 2004; Petry 2018). Beispielsweise konstatiert Petry (2018) auf Basis einer Event-Studie, die 140 deutsche Unternehmen berücksichtigt, bei Unternehmen, die von der Einführung des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 betroffen waren, eine erkennbare Reduzierung der Aktienkurse. Dies wird als negative Auswirkung der Mitbestimmung auf den Unternehmenswert interpretiert. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Gorton und Schmid (2004), die auf Basis eines Samples von 250 börsennotierten Gesellschaften für die Jahre 1989 bis 1993 ebenfalls einen negativen Zusammenhang zwischen paritätischer Mitbestimmung und der Unternehmensbewertung feststellen.

Dem stehen Arbeiten gegenüber, die entweder keine negativen Effekte (Baums/Frick 1999; Bermig/Frick 2011) oder positive Wirkungen der Mit-



bestimmung bzw. paritätischen Mitbestimmung feststellen (FitzRoy/Kraft 2005; Vitols 2006)<sup>3</sup>. Beispielsweise kommt Vitols (2006) für 504 börsennotierte Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2004 zu dem Ergebnis, dass paritätisch mitbestimmte Unternehmen einen höheren Buchwert als Unternehmen mit Drittelbeteiligung aufweisen. Balsmeier, Bermig und Dilger (2013) konstatieren auf Basis einer Untersuchung von 189 deutschen Unternehmen in den Jahren 1998 bis 2007 einen u-förmigen Verlauf des Einflusses von Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Unternehmensperformance: Zunächst besteht ein positiver Einfluss, der ab einem bestimmten Intensitätsgrad der Mitbestimmung negativ wird, wobei der negative Einfluss nicht in allen ökonomischen Spezifikationen signifikant ist.

Trotz dieser heterogenen Ergebnisse lässt sich ein leichter Trend dahingehend erkennen, dass immer mehr Autoren positive bzw. keine negativen Effekte der Mitbestimmung im Aufsichtsrat – unabhängig von der jeweils konkret betrachteten Performancegröße – identifizieren konnten (Jirjahn 2010).

Mögliche Ursachen für die Heterogenität der Ergebnisse könnten in fundamentalen ökonomischen Problemen liegen, denen die vorliegenden Studien teilweise unterliegen. Zunächst basieren sie zumeist auf einem vergleichsweise kleinen Querschnitt, d. h. sie berücksichtigen nur wenige Unternehmen. Zugleich werden häufig nur relativ kurze Zeiträume (teilweise sogar nur ein Jahr) betrachtet, so dass die Ergebnisse stark von temporären wirtschaftlichen Einflüssen geprägt sind. Diese geringen Quer- und Längsschnitte führen zu einer geringen Varianz der verschiedenen Unternehmenseigenschaften, die neben der Mitbestimmung im Aufsichtsrat ebenfalls einen Einfluss auf die Unternehmensleistung aufweisen können, und somit zu einer eingeschränkten Aussagekraft der Untersuchungen.

Zudem berücksichtigen die meisten bisherigen Studien ausschließlich deutsche Unternehmen. Dies beinhaltet aber das Problem, dass für die meisten mitbestimmten Unternehmen keine sinnvolle Kontrollgruppe vorliegt – z. B. existiert in Deutschland kein Unternehmen, das in Größe und Aufbau der Siemens AG vergleichbar wäre, insbesondere keines, das *nicht* der gesetzlichen Mitbestimmung unterliegt. Die bisherigen Ergebnisse unterliegen des-

---

3 In dieses Spektrum fallen viele Studien, die die Auswirkung der Mitbestimmung nicht mit Blick auf eine buchhalterische oder kapitalmarktorientierte Performancegröße erfassen, sondern anderweitige Vorteile für Unternehmen prüfen. Beispielsweise zeigen die Studien von Kraft und Stank (2004) und Kraft/Stank/Dewenter (2009), dass ein positiver Zusammenhang zwischen der paritätischen Mitbestimmung und der Zahl der Patentanmeldungen besteht, die als Indikator für die Innovationsfähigkeit von Unternehmen interpretiert wird. Andere Studien wiederum finden einen positiven Effekt der unternehmerischen Mitbestimmung auf Produktivitätskennzahlen (FitzRoy/Kraft 2005; Renaud 2007).

halb stets der Gefahr eines sogenannten Größen-Bias<sup>4</sup>, da die Mitbestimmung im Aufsichtsrat abhängig von der Anzahl der Mitarbeiter in Deutschland ist. Dies kann dazu führen, dass trotz der Integration weiterer Größenmerkmale (z. B. der Bilanzsumme) gefundene Ergebnisse nur auf eventuelle, möglicherweise nicht-lineare Größeneffekte, aber nicht auf Effekte der Mitbestimmung zurückzuführen sind.

Auf Basis dieser Betrachtung der Mitbestimmungsdebatte sowie der entsprechenden empirischen Studien mitsamt Ergebnissen und Schwächen lässt sich abschließend die Notwendigkeit weiterer wissenschaftlicher Arbeiten auf diesem Feld begründen. Speziell empirische Untersuchungen mit klarem Fokus auf der Wirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat für die Unternehmensentwicklung zur Überwindung der ökonomischen Herausforderungen können einen wertvollen Beitrag in der Mitbestimmungsdebatte leisten.

## 2.2 Besondere Gegebenheiten der Finanz- und Wirtschaftskrise

Angesichts des berechtigten Interesses an weiteren aktuellen empirischen Studien zu den Auswirkungen der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Unternehmensperformance fällt bei der Betrachtung der letzten Jahre die besondere Bedeutung der Finanz- und Wirtschaftskrise ins Auge. Im Hinblick auf sich verkürzende Industrie- und Wirtschaftszyklen und daraus resultierende volatilere Unternehmensumfelder wird außerdem der Analysebedarf besonderer Situationen wie der Finanz- und Wirtschaftskrise ersichtlich. Bei der Untersuchung vorheriger Krisen wurden häufig drastische Auswirkungen diagnostiziert, z. B. hohe Arbeitslosigkeit, geringe Produktivität und sinkende Aktienkurse, wobei die Ergebnisse durchaus zwischen verschiedenen Ländern variierten (Conyon/Judge/Useem 2011; International Monetary Fund 2009; Johnson et al. 2000).

So hatte auch die 2008 beginnende Finanz- und Wirtschaftskrise massive Auswirkungen auf zahlreiche Privatpersonen, Unternehmen und Regierungen weltweit und war besonders in der Eurozone stark ausgeprägt (Rabinowitz/Shin 2018). Insgesamt wurde sie als verheerendste Finanzkrise seit der

---

4 Der Ausdruck „Bias“ bezeichnet im Rahmen ökonomischer Analysen den Umstand, dass (Schätz-) Ergebnisse aufgrund bestimmter Eigenschaften der zugrunde liegenden Daten (und damit aufgrund der grundsätzlichen Unzulässigkeit der verwendeten Variablen) systematisch verzerrt und damit unbrauchbar sein könnten.

Großen Depression 1929 und stärkster Konjunkturabschwung seit dem Zweiten Weltkrieg wahrgenommen (International Monetary Fund 2009).

Ihren Ursprung nahm die Finanz- und Wirtschaftskrise u.a. im aufgeblähten Immobilienmarkt der USA, dem geringen Zinsniveau, den optimistischen Einschätzungen der Rating-Agenturen bezüglich verbriefter Hypothekenkredite und der lückenhaften Bankenregulierung (Financial Crisis Inquiry Commission 2011). Ein Anstieg des Zinsniveaus und daraus resultierend höhere Ausfallraten bei dem hohen Anteil an variabel verzinsten Hypothekenkrediten waren dann die Auslöser, die zum Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise führten (Rudolph 2010). Durch die Bündelung in strukturierten Anleihen wurden die einzelnen Kreditpositionen am Kapitalmarkt mit verbesserten Ratings gehandelt, was dazu führte, dass die zahlreichen Kreditausfälle auf Banken und Investoren durchschlugen (Financial Crisis Inquiry Commission 2011).

Während die anfängliche Immobilienblase hauptsächlich die USA betraf, übertrugen die aus den Hypothekenkrediten generierten Finanzinstrumente die Folgen auf alle teilhabenden Investoren, die bei der heute weltweiten Verzahnung der Kapitalmärkte bei weitem nicht nur aus den USA stammten (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011). Die Verbreitung der verbrieften Hypothekenkredite – in Form von undurchsichtigen Finanzinstrumenten – zog gepaart mit dem Ausmaß der Kreditausfälle gravierende Auswirkungen für die Weltwirtschaft nach sich (Rudolph 2010). In diesem Kontext gerieten zahlreiche Unternehmen in wirtschaftliche Schieflage, viele mussten Insolvenz anmelden, u.a. Lehman Brothers, AIG und General Motors (Estrada 2011).

Die Mehrheit der wissenschaftlichen Arbeiten zur 2008 beginnenden Finanz- und Wirtschaftskrise beinhalten zwei für unsere Studie sehr relevante Beobachtungen: erstens die deutlichen und umfassenden Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf allen Ebenen und zweitens gravierende länderbezogene Unterschiede bei den Auswirkungen.

### **2.2.1 Auswirkungen**

Wissenschaftliche Arbeiten haben deutliche Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf verschiedenen Ebenen identifiziert, nämlich der Länder-, Unternehmens- und Privatpersonenebene, wobei natürlich eine enge Verflechtung existiert (Ball 2014; Campello/Graham/Harvey 2010; Dietz/Zwick 2018; Elsby/Hobijn/Sahin 2010; Soininen et al. 2012).

Auf *Länderebene* war ein breiter Verfall der Bruttoinlandsprodukte (BIP) zu verzeichnen, begleitet von einem drastischen Einbruch beim globalen Handelsvolumen (Bems/Johnson/Yi 2013). Neben dem Output einer Volkswirtschaft erfährt für gewöhnlich deren Produktivität und Produktionspotenzial besondere Aufmerksamkeit (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011). Neuere Studien gehen daher im Zusammenhang mit ökonomischen Schocks vermehrt auf das Output-Potenzial einer Volkswirtschaft ein, das durch eine Krise verloren geht (Ball 2014; Hall 2015). Ball (2014) stellt fest, dass bei den meisten OECD-Ländern der Rückgang beim Output-Potenzial auf nahezu demselben Level wie der Rückgang beim aktuellen Output liegt. Daraus leitet er für die Länder mit den deutlichsten Konjunkturabschwüngen auch die gravierendsten Langzeitfolgen in Form von einer Reduktion des Output-Potenzials ab.

Des Weiteren führten die sowohl zur Rettung des angeschlagenen Bankensektors als auch zur Wiederbelebung der schwächelnden Konjunktur ausgegebenen Mittel bei vielen Staaten zu einer zusätzlichen Erhöhung der Schuldenquote (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011). Heraus stachen dabei die USA und in der Eurozone Griechenland, die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise hohe Schuldenberge in Relation zur Wirtschaftsleistung anhäuften (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011).

Auf *Unternehmensebene* machten sich infolge der globalen Unsicherheit erhebliche Auftragsrückgänge bemerkbar (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011). Eine weitere Konsequenz war der erschwerte Zugang zum Kapitalmarkt zum Zwecke neuer Investitionen, wodurch potenziell lukrative Investitionen aufgeschoben oder auch aufgehoben werden mussten (Campello/Graham/Harvey 2010). Außerdem stellen Campello, Graham und Harvey (2010) fest, dass die finanziellen Restriktionen der Firmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise zu geringeren Ausgaben für die Belegschaft und das Anlagevermögen führen. Neben geringeren Produktionskapazitäten bedeutet dies also auch weniger Beschäftigung von Arbeitnehmern.

Zur Untermauerung der globalen Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise zeigen Campello, Graham und Harvey (2010) zudem, dass ihre Ergebnisse auch für Europa und Asien gelten, wo die festgestellten Effekte teilweise noch stärker ausgeprägt sind. Einen weiteren Aspekt untersuchen Dietz und Zwick (2018), die die Aus- und Weiterbildungsaktivitäten in deutschen Unternehmen infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Blick nehmen. Dabei stellen sie fest, dass die Anzahl der unternehmerischen Aus-

und Weiterbildungsaktivitäten während der Krise sank und dass speziell Geringqualifizierte unter diesem Effekt leiden (Dietz/Zwick 2018). Langfristig angelegte Investitionen werden also insgesamt deutlich reduziert.

Auf der *Privatpersonenebene* spiegeln sich die negativen Effekte ebenfalls wider. So führte die wirtschaftliche Lage auch zu einer starken Zunahme der Unsicherheit auf dem Arbeitsmarkt; speziell die Entlassung von Mitarbeitern führten auf individueller Ebene zu starken Einschnitten (Burda/Hunt 2011; Elsby/Hobijn/Sahin 2010). Außerdem stellen Dietz und Zwick (2018) speziell für gering qualifizierte Privatpersonen, die tendenziell eher von Entlassungen betroffen waren, eine gewisse Perspektivlosigkeit, denn ohne ausreichende Qualifizierung ist die erfolgreiche Entwicklung einer beruflichen Laufbahn stärker gefährdet.

Darüber hinaus führte der Preisverfall am Aktien- wie auch am Immobilienmarkt auch bei Privatpersonen zu Vermögensverlusten (Rabinowitz/Shin 2018). Ein weiterer Aspekt, der indirekt Privatpersonen betrifft, ist die Staatsverschuldung je Einwohner, die in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich angestiegen ist (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011).

### 2.2.2 Länderbezogene Unterschiede

Neben den gravierenden Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf unterschiedlichen Ebenen wurden wiederholt deutliche Unterschiede zwischen verschiedenen Ländern festgestellt (Ball 2014; Campello/Graham/Harvey 2010; Rabinowitz/Shin 2018; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011). Während die Volkswirtschaften der meisten hoch entwickelten Länder einen starken Einschnitt verzeichneten, gelang es anderen Ländern, den Schaden in Grenzen zu halten (Ball 2014; Rabinowitz/Shin 2018).

In seiner Analyse der Finanz- und Wirtschaftskrise hinsichtlich des langfristig eingebüßten Output-Potenzials<sup>5</sup> stellt beispielsweise Ball (2014) fest, dass die Schweiz und Australien fast keinen langfristigen Schaden genom-

---

5 Als Grundlage für das eingebüßte langfristige Output-Potenzial verwendet Ball (2014) von der OECD publizierte Output-Potenziale. Die OECD berechnet diese auf der Grundlage einer Produktionsfunktion, die langfristige Trends beim Arbeits-Input, Grundkapital und totale Faktorproduktivität berücksichtigt. Durch einen Vergleich der aus dem Jahr 2007 fortgeschriebenen Werte mit den Werten aus 2014 berechnet Ball das eingebüßte Output-Potenzial.

men haben. Im Gegensatz dazu konstatiert Ball einen massiven Einbruch des langfristigen Output-Potenzials von über 30 Prozent für Griechenland, Ungarn und Irland. Für die USA stellt Ball einen Rückgang des Potenzials von 5,3 Prozent und für Deutschland von lediglich 3,4 Prozent fest, also deutlich unter dem durchschnittlichen Potenzialverlust von 8,4 Prozent.

Diese Ergebnisse werfen die Frage auf, worauf die unterschiedlich starken Auswirkungen in den verschiedenen Ländern basieren und inwieweit diese darauf Einfluss nehmen können. In Anlehnung an North (1991) liegt die Vermutung nahe, dass hinter den variierenden Effekten der Einfluss von länderspezifisch institutionellen Faktoren steht. Diese äußerten sich im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise in verschiedener Form, beispielsweise von Regierungen veranlasste Konjunkturprogramme, ein Absenken des Leitzinses oder eine robuste Nachfrage (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011).

Im Hinblick auf Deutschland wurde in diesem Zusammenhang des Öfteren das langfristiger orientierte Unternehmensverhalten aufgrund der Mitbestimmung angeführt, das die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise abgeschwächt haben könnte (Dustmann et al. 2014; Herzog-Stein/Horn/Stein 2013). Dies wäre ein gewichtiges Argument – insbesondere vor dem Hintergrund eines zunehmend volatiler werdenden wirtschaftlichen Umfeldes – in der Diskussion um die Zukunft der Mitbestimmung und ihre Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen. Allerdings ist festzustellen, dass die zugrunde liegenden Argumente bis dato eher anekdotischer Natur denn einer breit angelegten empirischen Studie geschuldet sind.

In diesem Kontext scheint es von größtem gesellschaftspolitischen und wirtschaftlichen Interesse zu untersuchen, ob und inwieweit die Mitbestimmung durch ihren Einfluss auf Unternehmensentscheidungen Auswirkungen auf die Unternehmensperformance während der Finanz- und Wirtschaftskrise hatte. Ausgangspunkt einer solchen Untersuchung soll ein Vergleich der Entwicklung von deutschen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen aus dem *Prime Standard* und von europäischen Wettbewerbern während der zurückliegenden Finanz- und Wirtschaftskrise sein. Um diesem Ziel näher zu kommen, werden im folgenden [Kapitel 2.3](#) Erwartungen bezüglich der Folgen der Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise formuliert.

## 2.3 Erwartungen an die Auswirkungen der Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise

Im Lichte der Diskussion um die generelle Wirkung der Mitbestimmung und angesichts der zahlreichen Einzelbeispiele, dass Mitbestimmung im Aufsichtsrat nachhaltigere Unternehmensführung bewirkt, stellt die Finanz- und Wirtschaftskrise einen interessanten Untersuchungsgegenstand dar: Im Rahmen solcher Krisen tendieren Unternehmen bzw. deren Management häufig dazu, aus einer kurzfristig orientierten Perspektive zu agieren und sich damit langfristige Wachstumsmöglichkeiten zu nehmen (z.B. kurzfristige Entlassungen von Mitarbeitern, Einschränkung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung). Hier wird ein potenzieller Kontrast zwischen den in der Vergangenheit festgestellten kurzfristig orientierten Handlungsweisen in Krisensituationen und der aufgrund der Mitbestimmung langfristigen Orientierung der Unternehmensführung offenbar.

Aufgrund des Konsenses neuerer Ergebnisse, dass Deutschland die Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich besser als andere Länder bewältigt hat, könnte ein entscheidender Faktor gewesen sein, dass langfristig orientierte Arbeitnehmervertreter dem Druck zu kurzfristig orientierten Handlungen entgegengewirkt haben. Entsprechend vermuten einige Studien in den institutionellen Gegebenheiten bezüglich der Mitbestimmung in Deutschland einen Wettbewerbsvorteil für die Überwindung der Finanz- und Wirtschaftskrise (Burda/Hunt 2011; Dustmann et al. 2014; Herzog-Stein/Horn/Stein 2013; Jirjahn/Smith 2018; Masouros 2014).

In Anbetracht des dramatischen Einsturzes des Bruttoinlandsproduktes in Deutschland zu Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise scheint die robuste Entwicklung der deutschen Wirtschaft in der Folge tatsächlich beinahe – wie in einigen Studien titulierte – als „Wunder“ (Burda/Hunt 2011; Herzog-Stein/Horn/Stein 2013; Herzog-Stein/Lindner/Sturm 2018; Möller 2010; Rinne/Zimmermann 2012). Auf der Suche nach den Ursachen für dieses „Wunder“ nennen bisherige Studien das Wort „Mitbestimmung“ nicht explizit, wohl aber die Rolle der übergeordneten Arbeitsmarktinstitutionen (Dustmann et al. 2014; Möller 2010; Rinne/Zimmermann 2012).

Konkret werden bei den positiven Maßnahmen der Arbeitsmarktinstitutionen während der Finanz- und Wirtschaftskrise im Wesentlichen Arbeitszeitkonten (Burda/Hunt 2011; Möller 2010), Kurzarbeit (Herzog-Stein/Horn/Stein 2013; Rinne/Zimmermann 2012) und das Verhalten von Gewerkschaften und Betriebsräten (Möller 2010; Rinne/Zimmermann 2012) genannt. Auffällig ist bei den identifizierten Maßnahmen die inhärente Flexibilität, die

durch reduzierte Arbeitszeiten geschaffen werden konnte, so dass sich die Anzahl der Beschäftigten nur leicht verringerte (Burda/Hunt 2011; Herzog-Stein/Horn/Stein 2013).

Augenscheinlich stehen die von den Arbeitsmarktinstitutionen ausgehenden Maßnahmen in enger Beziehung zur Mitbestimmung, da viele ansonsten nicht in dieser Form hätten durchgesetzt werden können. In ähnlicher Weise heben Fauver und Fuerst (2006) hervor, dass die positive Wirkung von Mitbestimmung in dem von ihnen untersuchten Agency-Kontext besonders stark ausgeprägt ist, wenn ein erhöhter Bedarf an Koordination vorhanden ist – wie es auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise der Fall war.

Mit Hilfe des direkten Mitspracherechts der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat kann die Arbeitnehmerseite wichtige Unternehmensentscheidungen mit Einfluss auf die Unternehmensperformance mitgestalten. Aufgrund des enormen wirtschaftlichen Drucks, der von der Finanz- und Wirtschaftskrise ausging, sahen sich viele Unternehmen zu kurzfristig ausgerichteten Unternehmensentscheidungen gezwungen. An diesem Punkt konnte die Orientierung der Arbeitnehmervertreter auf langfristige Ziele – insbesondere das Überleben des Unternehmens und damit die Sicherung des Arbeitsplatzes – zu einem nachhaltigeren Handeln im Unternehmen führen.

Für mitbestimmte Unternehmen boten sich durch den engen Austausch mit den Arbeitnehmern und deren Mittragen der Entscheidungen weitreichende Möglichkeiten zur Arbeitszeitflexibilisierung und somit zur Eindämmung der Kriseneffekte. Das nachhaltige Handeln seitens der Arbeitnehmervertreter könnte für eine schnellere wirtschaftliche Erholung nach dem Abklingen der Finanz- und Wirtschaftskrise gesorgt haben. Um diesen Effekt ganzheitlicher zu betrachten, soll der Fokus im Folgenden sowohl auf die Kapitalmarktperformance als auch auf die operative Performance der Unternehmen gelegt werden, um so eine allgemeine Aussage über die Unternehmensperformance treffen zu können. Basierend auf den anekdotischen Indikatoren für die Vorteilhaftigkeit der Mitbestimmung im Allgemeinen und während der Finanz- und Wirtschaftskrise im Besonderen kommen wir übergreifend zu folgender *erster Prognose*:

Der negative Effekt der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Unternehmensperformance wird bei mitbestimmten Unternehmen abgeschwächt.

Um einen solchen Effekt besser verstehen zu können, soll aufbauend auf den Ergebnissen untersucht werden, wie dieser Effekt wirken könnte. Zu diesem Zweck soll in Übereinstimmung mit der vorangegangenen Argumentation



ein Blick auf verschiedene Unternehmensentscheidungen geworfen werden, die sowohl von den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat mitgetroffen werden als auch einen Effekt auf die Unternehmensperformance ausüben können. Durch den Einfluss der Mitbestimmung und die stärkere Betonung von Langfristigkeit erwarten wir für mitbestimmte Unternehmen eine nachhaltigere Ausrichtung im Gegensatz zu der aufkommenden kurzfristigen Orientierung im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise (Campello/Graham/Harvey 2010).

Während diese Erwartung mit Blick auf das Gesamtunternehmen generell gilt, sollte sich dieser Effekt in den angesprochenen Bereichen ebenfalls oder sogar noch stärker ausgeprägt beobachten lassen. Aus Gründen der Operationalisierung werden die Bereiche Beschäftigung, Investition, Finanzierung und Strategie deshalb individuell untersucht, um anschließend eine allgemeine Aussage über die Nachhaltigkeit der Unternehmensentscheidungen treffen zu können. Aufgrund des Einflusses der Mitbestimmung und der damit einhergehenden stärkeren Betonung der Nachhaltigkeit in Unternehmensentscheidungen kommen wir die verschiedenen Bereiche übergreifend zu folgender *zweiter Prognose* für das Gesamtunternehmen:

Der negative Effekt der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Unternehmensentscheidungen wird bei mitbestimmten Unternehmen abgeschwächt.

# 3 ZUR ANLAGE DER STUDIE

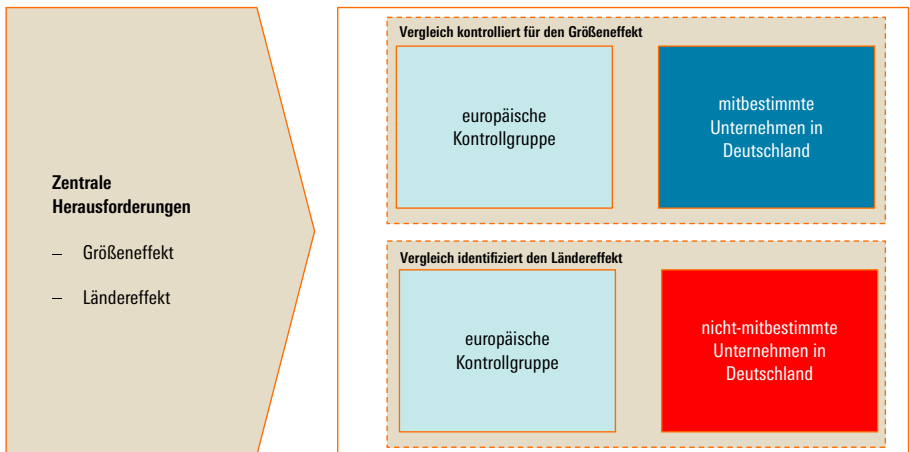
## 3.1 Untersuchungsdesign

Die große empirische Herausforderung dieser Arbeit liegt in der adäquaten Berücksichtigung des Mitbestimmungseffektes, denn für die Forschung zur Mitbestimmung besteht durch die Tatsache, dass die Mitbestimmung im Aufsichtsrat in Deutschland von der Anzahl der Mitarbeiter abhängig ist, ein nicht zu vernachlässigendes Problem: Es ist möglich, dass der gemessene Effekt der Mitbestimmung in Wirklichkeit auf einem Größeneffekt basiert und es sich nur um einen Größen-Bias handelt. Um einen Vergleich für einen potenziellen Größen-Bias bei der Mitbestimmung ausreichend kontrollieren zu können, fehlen in Deutschland allerdings Vergleichsunternehmen, die eine ähnliche Größe aufweisen und einen sinnvollen Vergleich ermöglichen würden.

Neben dem Querschnitt der Stichprobe muss ein ausreichend weiter Längsschnitt gewählt werden, um die Wirkungen der Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise überprüfen zu können. Ziel ist es da-

Abbildung 2

### Zentrale Herausforderungen der empirischen Analyse

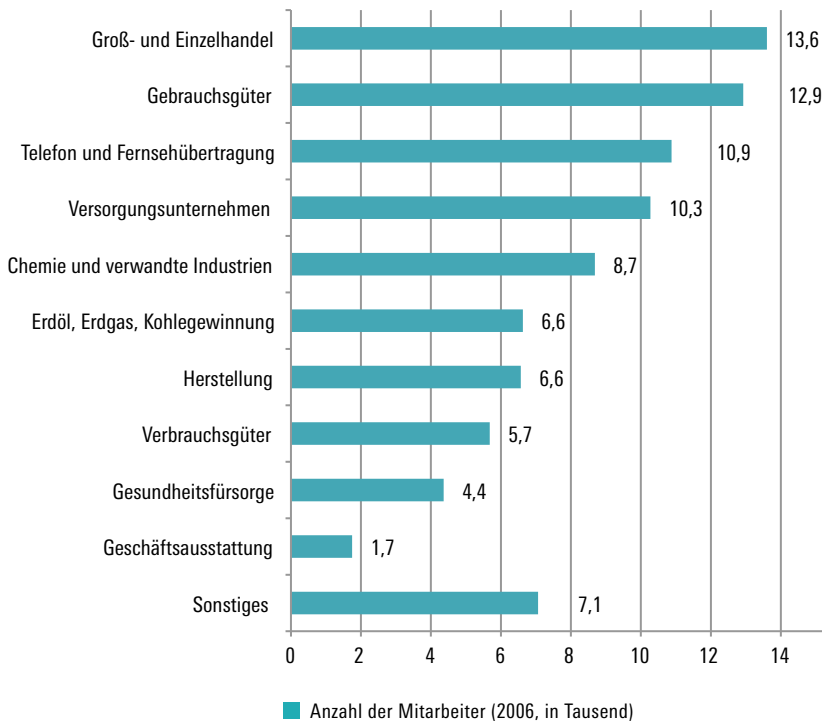


Quelle: eigene Darstellung

her, auf Basis eines ausreichend großen europäischen Samples über einen längeren Zeitraum hinweg den Effekt der Mitbestimmung bei deutschen Unternehmen klar zu bestimmen. Dieses Vorgehen hat den Vorteil, dass sowohl der angesprochene Größeneffekt als auch mögliche Ländereffekte berücksichtigt werden können (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 3

### Identifizierung und Auswahl der europäischen Kontrollunternehmen



Quelle: eigene Darstellung

Anmerkungen:

- börsennotierte europäische Gesellschaften aus EU 15–LU+CH: Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Griechenland, Italien, Irland, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien, Vereinigtes Königreich
- Propensity Score Matching basierend auf: Unternehmensgröße im Jahr 2006, Branchenzugehörigkeit (Fama French 12), Diversifizierungsgrad im Jahr 2006

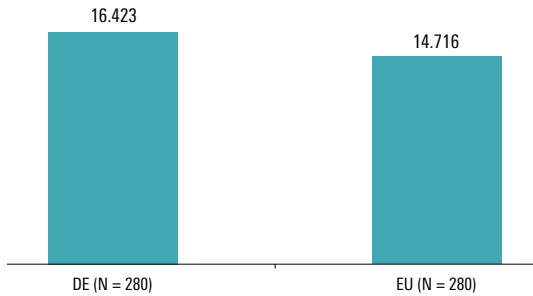
Methodischer Eckpfeiler der vorliegenden Studie ist die Propensity-Score-Matching-Methode, mit Hilfe derer für Unternehmen in Deutschland entsprechende Vergleichsunternehmen auf europäischer Ebene identifiziert wurden (vgl. [Abbildung 3](#)). Dies geschah entlang der Dimensionen Unternehmensgröße (Anzahl der Mitarbeiter), Branchenzugehörigkeit (Fama French 12) und Diversifizierungsgrad (Entropiemaß der Produktdiversifikation). Während die Übereinstimmung bei der Branchenzugehörigkeit 100 Prozent betragen muss, wurden bei der Unternehmensgröße und dem Diversifizierungsgrad die nächstliegenden Werte ausgewählt.

Abbildung 4

### Beispiele aus der gematchten Stichprobe

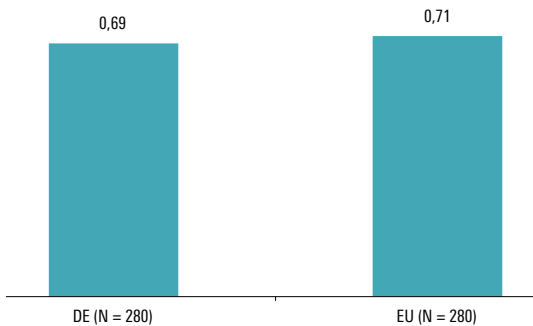
#### Anzahl der Mitarbeiter

(Mittelwertdifferenz: -1.707)



#### Differenzierungsgrad

(Mittelwertdifferenz: 0,02)



	MAN	Faurecia
Mitarbeiter	53.715	65.682
Diversifizierung	1,11	1,23

	Continental	Michelin
Mitarbeiter	85.224	115.755
Diversifizierung	1,28	0,95

	RWE	Enel
Mitarbeiter	68.534	58.548
Diversifizierung	1,04	1,11

	Siemens	ABB
Mitarbeiter	475.000	108.000
Diversifizierung	2,22	1,84

Quelle: eigene Darstellung

Anmerkung: alle Angaben für 2006

Zur Veranschaulichung des Matching-Prozesses wurden vier Fälle prominenter deutscher Unternehmen ausgewählt (vgl. [Abbildung 4](#)). Bei der Betrachtung der vier Unternehmen MAN, Continental, RWE und Siemens und speziell bei letzterem werden die Schwierigkeiten bei der Suche nach einem sinnvollen Vergleichsunternehmen nachvollziehbar, da selbst auf europäischer Ebene nur eine kleine Anzahl an Kandidaten infrage kommt. Der Vergleich der Mittelwerte zwischen dem deutschen Sample (DE) und der europäischen Vergleichsgruppe (EU) zeigt mit  $-1.700$  bei der Anzahl der Mitarbeiter und  $0,02$  bei der Produktdiversifikation relativ gesehen nur geringe Abweichungen und deutet auf ein erfolgreiches Matching hin.

### 3.2 Datenbasis

Ausgangsstichprobe sind die im deutschen *Prime Standard* gelisteten Aktiengesellschaften (342 Unternehmen), so dass u. a. Unternehmen aus dem DAX, MDAX, TecDAX und SDAX enthalten sind (vgl. [Abbildung 5](#)). Dadurch finden sich sowohl Aktiengesellschaften in der Stichprobe, die unter die paritätische Mitbestimmung fallen, als auch solche, die unter die Drittelbeteiligung fallen. Ausgeschlossen von der Analyse wurden dem Standardvorgehen in der Forschung entsprechend Aktiengesellschaften aus der Finanzbranche und Unternehmen mit einer ausländischen Wertpapierkennnummer (ISIN). Außerdem wurden Unternehmen ausgeschlossen, die fehlende oder negative Werte bei zentralen Kennzahlen aufweisen (z. B. negatives Eigenkapital oder eine fehlende Bilanzsumme).

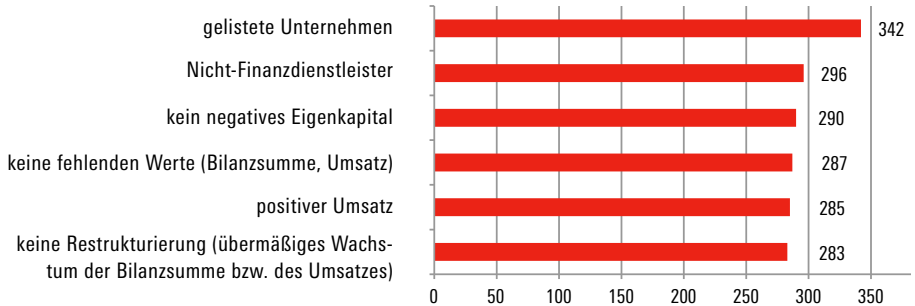
Nach Bereinigung der Ausgangsstichprobe beinhaltete das deutsche Sample 280 Unternehmen. In der Folge wurden den deutschen Unternehmen mittels Propensity-Score-Matching-Methode Vergleichsunternehmen aus einem umfangreichen europäischen Datensatz entlang vergleichbarer Charakteristika zugeordnet, die sich jedoch im Grad der Mitbestimmung unterscheiden.

Der europäische Datensatz bestand aus allen börsenelisteten Gesellschaften in Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Griechenland, Italien, Irland, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien und dem Vereinigten Königreich. Demnach umfasst der Querschnitt der Stichprobe 280 deutsche Gesellschaften sowie zusätzlich als Kontrollgruppe 280 vergleichbare europäische Unternehmen, also insgesamt 560 Unternehmen.

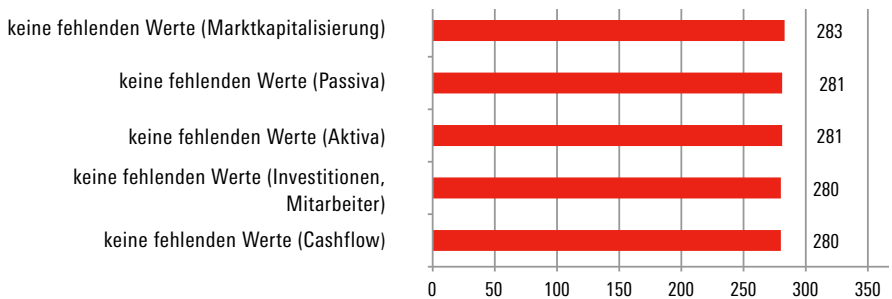
Um die Finanz- und Wirtschaftskrise angemessen zu berücksichtigen, erstreckt sich der Beobachtungszeitraum auf die Jahre 2006 bis 2013. Die weiter

## Auswahl der relevanten Prime-Standard-Unternehmen

### Grundlegende Auswahlkriterien



### Spezifische Auswahlkriterien



Quelle: eigene Darstellung

gewählten Quer- und Längsschnitte sollten eine ausreichend starke Varianz der verschiedenen Unternehmenseigenschaften gewährleisten, die – neben der Mitbestimmung im Aufsichtsrat – ebenfalls einen Einfluss auf die Unternehmensperformance und die Unternehmensentscheidungen aufweisen, was die Aussagekraft der Untersuchungen zusätzlich erhöht.

Um die notwendigen Daten für die Unternehmen der Stichprobe zu erheben, wurden neben kommerziellen Datenbanken auch verschiedene Informationsquellen manuell genutzt. Der Großteil der Daten – die Finanzdaten der Unternehmen – stammt aus der kommerziellen Datenbank *Datastream/Worldscope*. Ergänzt werden diese durch die M&A-spezifischen Daten aus der

Datenbank *SDC Platinum*. Manuell erfasst wurden die Daten für die Mitbestimmung und die Größe der Aufsichtsräte, wofür primär die Geschäftsberichte, im Weiteren auch eine ausgedehnte Internetrecherche als Datengrundlage dienten.

### 3.3 Variablen

Ausgehend von den definierten Stichproben und der verfügbaren Datenbasis werden im Folgenden die notwendigen Variablen zur Überprüfung des Effektes der Mitbestimmung auf die Unternehmensführung beschrieben. Diese beinhalten neben den zentralen Einflussgrößen Krisenjahre und Mitbestimmung samt den entsprechenden abhängigen Variablen zur Unternehmensperformance und den Unternehmensentscheidungen auch eine umfangreiche Auswahl an Kontrollvariablen zur Abdeckung potenzieller Störfaktoren (vgl. [Anhang](#)).

#### 3.3.1 Variablen zur Definition der Krisenjahre

Der bisherigen Literatur zur Finanz- und Wirtschaftskrise folgend werden die Jahre 2008 und 2009 der Krise zugeordnet (Ball 2014; Bliss/Cheng/Denis 2015; Burda/Hunt 2011; Conyon/Judge/Useem 2011; Cull/Martinez Peria 2013; Dietz/Zwick 2018; Krenn/Papouschek/Gächter 2014; Munir 2011; Roggemann 2010). Entsprechend wird die binäre Variable „Krise“ erstellt, die in den Jahren 2008–2009 den Wert 1 annimmt und ansonsten den Wert 0. Analog werden die binären Variablen „Prä-Krise“, die Jahre 2006–2007 betreffend, und „Post-Krise“ für die Jahre 2010–2013 definiert.

#### 3.3.2 Variablen zur Mitbestimmung

Zur exakteren Untersuchung des Mitbestimmungseffektes werden zwei unterschiedliche Variablen generiert, eine binäre Variable „MB<sub>D</sub>“ und eine kategoriale Variable „MB“. MB<sub>D</sub> weist mitbestimmten Unternehmen den Wert 1 und Unternehmen ohne Mitbestimmung den Wert 0 zu. Bei MB ist die Unterscheidung etwas granularer und folgt der Logik der unterschiedlichen Mitbestimmungsarten basierend auf der Gesetzgebung in der Form, dass Unternehmen mit stärkerer Mitbestimmung einen höheren Wert zugeteilt be-

kommen. Konkret erhalten Unternehmen mit paritätischer Mitbestimmung den Wert 2, Unternehmen mit Drittelbeteiligung den Wert 1 und Unternehmen ohne Mitbestimmung nach wie vor den Wert 0.

### 3.3.3 Variablen zur Unternehmensperformance

Die Unternehmensperformance wird in dieser Studie aus zwei verschiedenen Perspektiven betrachtet, der des Kapitalmarktes und der des operativen Geschäfts. Das Ziel dieses Vorgehens ist es, jeweils die Gesamtpformance des Unternehmens abzubilden. Innerhalb der beiden Performancearten wird wiederum auf verschiedene Variablen gesetzt, um diese möglichst ganzheitlich zu betrachten und beurteilen zu können.

Bezüglich der Kapitalmarktpformance werden die „Aktienrendite“ und „Tobin's Q“ verwendet, wobei die Aktienrendite der Unternehmen über verschiedene Dimensionen hinweg verglichen wird. Die Aktienrendite ergibt sich aus der Kursentwicklung und der gezahlten Dividende einer Aktienanlage. Im Speziellen werden neben den kumulierten Aktienrenditen auch Aktienrenditen in einer dynamischen Portfolioanalyse verwendet, außerdem werden die Standardabweichungen betrachtet. Bezüglich der operativen Performance wird die Rentabilität, abgebildet durch den „Return on Asset“ (ROA), und die Umsatzrentabilität in Form des „Return on Sales“ (ROS) gemessen. Der ROA stellt das Verhältnis des EBIT zur Bilanzsumme dar und der ROS das Verhältnis des EBIT zum Umsatz.

### 3.3.4 Variablen zu Unternehmensentscheidungen

Die Unternehmensentscheidungen während der Finanz- und Wirtschaftskrise sollen mit Fokus auf die Dimensionen Beschäftigung, Investitionen, Finanzierung und Strategie untersucht werden. Dabei ist die zugrunde liegende Idee, dass diese Entscheidungen sowohl von den Arbeitnehmern im Aufsichtsrat beeinflusst werden als auch einen Effekt auf die Unternehmensperformance ausüben können. Gleichzeitig bilden sie ein breites Spektrum an wichtigen Unternehmensentscheidungen ab.

- In der Dimension *Beschäftigung* werden dazu das „Wachstum der Mitarbeiterzahl“, „Entlassungen (in Höhe von über 20%)“ und das „Arbeitsentgelt“ analysiert. Die Variable „Wachstum der Mitarbeiterzahl“ repräsentiert die jährliche Veränderung der Mitarbeiterzahlen, die Variable



„Entlassungen (in Höhe von über 20%)“ ist eine binäre Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn mehr als 20 Prozent der Mitarbeiter entlassen werden, und ansonsten den Wert 0, „Arbeitsentgelt“ sind die industrieadjustierten Arbeitskosten je Mitarbeiter.

- In der Dimension *Investitionen* werden „Investitionen in F&E“, „Investitionen in Sachanlagen“ und „Investitionen in Sachanlagen und F&E“ betrachtet. Die Variablen ergeben sich jeweils aus der Höhe der Investitionen im Verhältnis zum Umsatz.
- In der Dimension *Finanzierung* werden Unternehmensentscheidungen mit Bezug zum Fremd- und Eigenkapital betrachtet. Bezüglich des Fremdkapitals werden die Variablen „langfristige Verschuldung“ und „Eigenkapitalüberdeckung“ berechnet. Die „langfristige Verschuldung“ ergibt sich aus dem Verhältnis des langfristigen Fremdkapitals zur Bilanzsumme. Die „Eigenkapitalüberdeckung“ ergibt sich aus dem Verhältnis des langfristigen Fremdkapitals zum Eigenkapital. Bezüglich des Eigenkapitals werden die Variablen „Dividenden-Dummy“ und „Aktienrückkäufe-Dummy“ kreiert, die den Wert 1 annehmen, wenn es eine Dividendenausschüttung bzw. ein Aktienrückkauf im entsprechenden Jahr gab, und ansonsten den Wert 0.
- In der Dimension *Strategie* werden die Variablen „strategischer Wandel“, „Nettovermögen aus Akquisition“ und „diversifizierender M&A-Dummy“ erforscht. Die Variable „strategischer Wandel“ ist in Anlehnung an eine Vielzahl von Studien (Carpenter 2000; Finkelstein/Hambrick 1990; Oehmichen/Schrapp/Wolff 2017; Zhang/Rajagopalan 2010) als die Veränderung der Allokation finanzieller Mittel im Unternehmen definiert. Diese umfasst Veränderungen im Anlagevermögen, den Gemeinkosten, den Vorräten und der Verschuldung. Die Variable „Nettovermögen aus Akquisition“ ist die entsprechende Größe skaliert durch die Bilanzsumme. Die Variable „diversifizierender M&A-Dummy“ ist eine binäre Variablen, die den Wert 1 annimmt, wenn ein entsprechender M&A im jeweiligen Jahr durchgeführt wurde, und ansonsten den Wert 0.

### 3.3.5 Kontrollvariablen

In Abhängigkeit vom Untersuchungskontext variieren die inkludierten Kontrollvariablen in den Regressionen. Insgesamt wird deswegen für die vorliegende Studie eine große Anzahl an Kontrollvariablen definiert, die im Folgenden beschrieben werden.

- Im Bereich *Performance* werden die Variablen „CF/SLS“, „ROIC“ und „ROE“ erstellt. Die Variable „CF/SLS“ bildet das Verhältnis des operativen Cashflow zum Umsatz ab. Die Variablen „ROIC“ und „ROE“ sind die Ratio des EBIT zum investierten Kapital (ROIC) bzw. zum Eigenkapital (ROE).
- Im Bereich *Finanzierung* werden die Variablen „Verschuldung“, „Liquidität“, „Auszahlungsquote“, „Aktienrückkäufe“ und „Dividendenquote“ ergänzt. Die Variable „Verschuldung“ ergibt sich aus dem Verhältnis von Fremdkapital zur Bilanzsumme. Die Variable „Liquidität“ ist das Ergebnis des Verhältnisses von Liquiditätsbeständen zur Bilanzsumme. Die „Auszahlungsquote“ ist das Verhältnis der Höhe der Aktienrückkäufe und Dividenden zum operativen Cashflow, „Aktienrückkäufe“ und „Dividendenquote“ werden ebenfalls jeweils ins Verhältnis zum operativen Cashflow gesetzt.
- Im Bereich *Strategie* wird neben den Variablen „strategischer Wandel“, „Nettovermögen aus Akquisition“ und „diversifizierender M&A-Dummy“ die Variable „M&A-Investitionen“ erstellt. Diese berechnet sich als das Nettovermögen aus Akquisition im Verhältnis zum Umsatz des akquirierenden Unternehmens.
- Für die *Unternehmensgröße* werden die Variablen „Marktkapitalisierung“, „Bilanzsumme“ und „Umsatz“ geschaffen. Diese Variablen werden jeweils als der natürliche Logarithmus der entsprechenden Größe generiert.
- Die weiteren Kontrollvariablen betreffen verschiedene *Charakteristika der Unternehmen*. Das „Marktwert-Buchwert-Verhältnis“ ergibt sich aus dem Verhältnis von Marktkapitalisierung zum Eigenkapital. Die Variable „Volatilität der Profitabilität“ berechnet sich als eine 3-Jahres-Volatilität in ROE. Die Variable „Umsatzwachstum“ bildet die jährliche Veränderung des Umsatzes ab. „Immaterialität“ sind die immateriellen Vermögenswerte skaliert durch den Umsatz, während „Tangibilität“ aus dem Anlagevermögen skaliert durch die Bilanzsumme resultiert. Die Variable „Kapitalintensität“ ist als das Verhältnis der Mitarbeiterzahl zum Anlagevermögen definiert.
- Das *Risiko des Unternehmens* betreffend werden die Variablen „Unternehmensrisiko“ und „idiosynkratisches Risiko“ inkludiert. Die Variable „Unternehmensrisiko“ ergibt sich aus der Gesamtvarianz der wöchentlichen Aktienrenditen gemessen auf jährlicher Basis, während die Variable „idiosynkratisches Risiko“ die unerklärte Varianz der wöchentlichen Aktienrenditen ebenfalls gemessen auf jährlicher Basis ist.

- Der „Diversifizierungsgrad“ der Unternehmen wird mit Hilfe des Entropiemaßes der Produktdiversifikation berechnet. Im Hinblick auf die Investoren der Unternehmen wird die Variable „Eigentümerkonzentration“ als der Gesamtanteil der Paketaktionäre definiert. Schließlich wird die Variable „Aufsichtsratsgröße“ als der natürliche Logarithmus der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder berücksichtigt.

### 3.3.6 Deskriptive Analysen

In [Tabelle 1](#) finden sich deskriptive Analysen zu einigen der aufgeführten Variablen, die zentrale Unternehmenscharakteristika widerspiegeln und die untersuchte Stichprobe beschreiben. Dabei werden die deskriptiven Statistiken für deutsche und europäische Unternehmen getrennt voneinander ausgewiesen, um nochmals die mit Hilfe der Propensity-Score-Matching-Methode identifizierten europäischen Unternehmen mit der deutschen Stichprobe zu vergleichen.

Die deskriptiven Analysen zeigen, dass 46,5 bzw. 30,6 Prozent der untersuchten deutschen Unternehmen mitbestimmt bzw. paritätisch mitbestimmt ist. Folglich herrscht bereits innerhalb der deutschen Stichprobe ein hohes Maß an Varianz bei der Mitbestimmung. Wie durch das Untersuchungsdesign beabsichtigt, wurden zur besseren Identifizierung des Mitbestimmungseffektes nur europäische Vergleichsunternehmen ausgewählt, die keine Mitbestimmung aufweisen.

Bezüglich der *Matching-Dimensionen* kann neben der 100-prozentigen Übereinstimmung bei der Industriezugehörigkeit der Unternehmen auch bei der Unternehmensgröße und dem Diversifizierungsgrad zwischen den deutschen und den gematchten europäischen Unternehmen kein statistisch signifikanter Unterschied gefunden werden. So verfügen die deutschen Unternehmen im Mittelwert (Median) über 18.759 (1.290) Beschäftigte und die europäischen Unternehmen über 18.428 (1.199) Beschäftigte. Bei der Diversifizierung haben deutsche Unternehmen einen Mittelwert (Median) von 0,674 (0,684) beim Entropiemaß und europäische Unternehmen 0,716 (0,687). Etwas anders gestaltet sich das Bild bei der Eigentümerkonzentration, wo deutsche Unternehmen signifikant höhere Werte aufweisen. Für die deutschen Unternehmen liegt diese im Durchschnitt bei 37,0 Prozent und bei europäischen Unternehmen bei 33,7 Prozent.

Im Hinblick auf die *Unternehmensperformance* kann zwischen den beiden Unternehmensgruppen bei den abgebildeten Variablen „Aktienrendite“,

„Tobin's Q“ und „EBIT“ kein statistisch signifikanter Unterschied festgestellt werden. Während deutsche Unternehmen im Durchschnitt (Median) eine Aktienrendite von 6,2 Prozent (7,3 Prozent) aufweisen, kommen europäische Unternehmen auf 5,9 Prozent (7,1 Prozent). Beim „Tobin's Q“ zeigt sich ein gegensätzliches Bild, das bei europäischen Unternehmen leicht höhere Werte für Mittelwert und Median beschreibt. Beim EBIT wiederum liegen die deutschen Unternehmen mit einem Mittelwert (Median) von 0,114 (0,052) vor ihren europäischen Konkurrenten mit 0,092 (0,000).

Mit Blick auf die *Unternehmensentscheidungen* sind über die betrachteten Variablen klare Tendenzen zu erkennen, die konsistent mit der Beobachtung sind, dass deutsche Unternehmen im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise langfristiger orientierte Entscheidungen treffen. Die daraus resultierenden Unterschiede bei den Ausprägungen der Variablen sind überwiegend statistisch signifikant. So verzeichnen deutsche Unternehmen im Durchschnitt (Median) mit 3,4 Prozent (3,1 Prozent) „Wachstum der Mitarbeiterzahl“ größeren Zuwachs als europäische Unternehmen mit 2,2 Prozent (2,3 Prozent). Jedoch indiziert der t-Test an dieser Stelle keine statistische Signifikanz. Ähnliches zeigt sich bei der Variable „Investitionen“, bei der ebenfalls kein statistisch signifikanter Unterschied vorliegt, aber der Mittelwert und Median für deutsche Unternehmen über dem der europäischen Unternehmen liegt.

Bezüglich der „langfristigen Verschuldung“ und des „strategischen Wandels“ liefern die deskriptiven Analysen Evidenz für Unterschiede der beiden Unternehmensgruppen mit hoher bis sehr hoher statistischer Signifikanz. Bei der „langfristigen Verschuldung“ werden die deutlichen Unterschiede auch bei Betrachtung des Mittelwertes (Medians) offenbar, der für deutsche Unternehmen bei 12,6 Prozent (9,3 Prozent) liegt und für europäische Unternehmen bei 13,8 Prozent (10,8 Prozent). In Hinblick auf den strategischen Wandel zeigt sich, dass die deutschen Unternehmen der Stichprobe mit einem Mittelwert (Median) von  $-0,063$  ( $-0,054$ ) weniger Veränderungen aufweisen als die europäischen Unternehmen mit  $-0,055$  ( $-0,051$ ).

### 3.4 Analysemethoden

Zur statistisch robusten Identifizierung der Wirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise ist der Einsatz von State-of-the-Art-Methodik aus dem Bereich der Ökonometrie erforderlich. Da die Unternehmensperformance und die betrachteten Unternehmensentscheidungen in der Realität – neben der Mitbestimmung – von

## Deskriptive Analysen

Variable	Kommentar	N	deutsche Unternehmen		
			Mittelwert	Median	SD
Matching-Dimensionen					
Mitbestimmung	0 1	2.014	0,465	0,000	0,499
paritätische Mitbestimmung	0 1	2.014	0,306	0,000	0,461
Unternehmensgröße	Mitarbeiter in Tausend	1.986	18,759	1,290	60,107
Diversifizierungsgrad	Entropiemaß	1.987	0,674	0,684	1,638
Eigentümerkonzentration		2.229	0,370	0,352	0,291
Unternehmensperformance					
Aktienrendite		1.999	0,062	0,073	0,141
Tobin's Q		2.009	1,403	1,222	0,604
EBIT		2.203	0,114	0,052	0,556
Unternehmensentscheidungen					
Wachstum der Mitarbeiterzahl		1.975	0,034	0,031	0,229
Investitionen		1.981	0,138	0,073	0,238
langfristige Verschuldung		2.004	0,126	0,093	0,128
strategischer Wandel		2.007	-0,063	-0,054	0,083

Quelle: eigene Darstellung

Tabelle 1

N	europäische Unternehmen			t-Test	
	Mittelwert	Median	SD	t-Wert	p-Wert
1.877	0,000	0,000	0,000	—	—
1.877	0,000	0,000	0,000	—	—
1.824	18,428	1,199	64,566	-0,164	0,870
1.808	0,716	0,687	0,450	1,055	0,291
2.220	0,337	0,348	0,286	-3,860	0,000
1.856	0,059	0,071	0,138	-0,788	0,431
1.880	1,414	1,258	0,601	0,569	0,570
2.196	0,092	0,000	0,561	-1,321	0,187
1.803	0,022	0,023	0,287	-1,351	0,177
1.836	0,130	0,063	0,232	-1,018	0,309
1.879	0,138	0,108	0,135	2,796	0,005
1.869	-0,055	-0,051	0,104	2,454	0,014

zahlreichen weiteren Faktoren beeinflusst werden, müssen auch bei den Analysen zahlreiche erklärende Einflüsse berücksichtigt werden.

Neben einer großen Zahl von Kontrollvariablen, die in die Untersuchung integriert werden, werden mit Hilfe der verwendeten Verfahren zusätzlich zeitkonstante nicht-beobachtbare Effekte berücksichtigt, u.a. Fixed-Effects(FE)- und Generalized-Method-of-Moments(GMM)-Ansätze. Um die Robustheit der Ergebnisse wie auch der abgeleiteten Bewertungen zu überprüfen, werden die Analysen in zahlreichen verschiedenen multivariaten Regressionsanalysen durchgeführt. Im Speziellen werden zur Untersuchung der Unternehmensperformance sowohl Querschnittanalysen (Methode der kleinsten Quadrate [OLS] und Quantil-Regressionen) als auch Panel-Analysen eingesetzt, zur Untersuchung der Unternehmensentscheidungen System-GMM- und Probit-Regressionen.

## 4 MITBESTIMMUNG VOR DEM HINTERGRUND DER FINANZ- UND WIRTSCHAFTSKRISE - EINE EMPIRISCHE ANALYSE

---

### 4.1 Auswirkungen auf die Unternehmensperformance

Aufgrund der gegenteiligen Meinungen und teilweise widersprüchlichen empirischen Ergebnisse bezüglich der unternehmerischen Mitbestimmung zielt die vorliegende Studie darauf ab, den Effekt der Mitbestimmung auf die Unternehmensperformance während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 näher zu beleuchten. Basierend auf den bisherigen Erkenntnissen zur Mitbestimmung und zur Finanz- und Wirtschaftskrise wurde in [Kapitel 2.3](#) die Erwartung formuliert, dass der negative Effekt der Krise auf die Unternehmensperformance bei mitbestimmten Unternehmen abgeschwächt würde. Zur ganzheitlicheren Betrachtung der Unternehmensperformance wird dabei – wie häufig in der Literatur – zwischen der Kapitalmarkt- und der operativen Performance unterschieden.

Eine Zusammenfassung der Ergebnisse der Wirkung der unternehmerischen Mitbestimmung auf die Unternehmensperformance unterteilt in Kapitalmarkt- und operative Performance ist in [Abbildung 6](#) dargestellt.

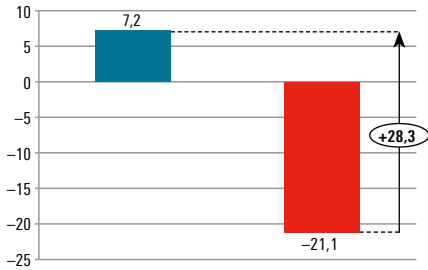
Allgemein zeigt die Analyse der Unternehmensperformance für mitbestimmte Unternehmen ein deutlich positiveres Bild während der Finanz- und Wirtschaftskrise als für ihre nicht-mitbestimmten Pendanten. Bei der Kapitalmarktpfomance verzeichnen mitbestimmte Unternehmen über den betrachteten Zeitraum hinweg höhere Renditen, weisen geringere Kapitalmarktschwankungen auf und unterliegen in ihrer Unternehmensbewertung einem weniger drastischen Verfall. Bei der operativen Performance zeigen die Ergebnisse, dass für mitbestimmte Unternehmen die Rentabilität (ROA) weniger fällt – sowohl während als auch nach der Finanz- und Wirtschaftskrise – und dass die Umsatzrentabilität (ROS) für mitbestimmte Unternehmen zumindest auf Vorkrisenniveau bleibt, während Unternehmen ohne Mitbestimmung einen Rückgang durch die Finanz- und Wirtschaftskrise zu beklagen haben.



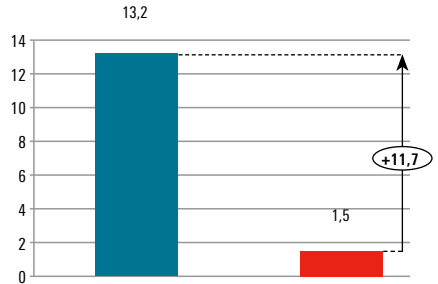
# Mitbestimmung und Unternehmensperformance

## Kapitalmarkt-Performance

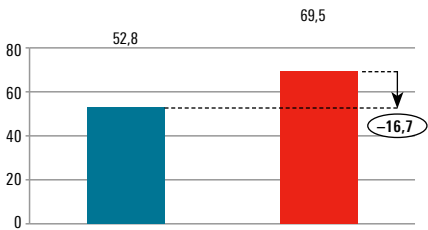
**Kumulierte Aktienrendite**  
(in Prozent, 2006–2011)



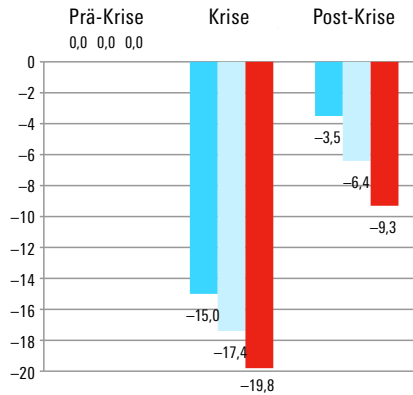
**Dynamische Portfolioanalyse**  
(in Prozent, 2006–2011, gleichgewichtetes Portfolio)



**Standardabweichung**  
der kumulierten Aktienrenditen (2006–2011)



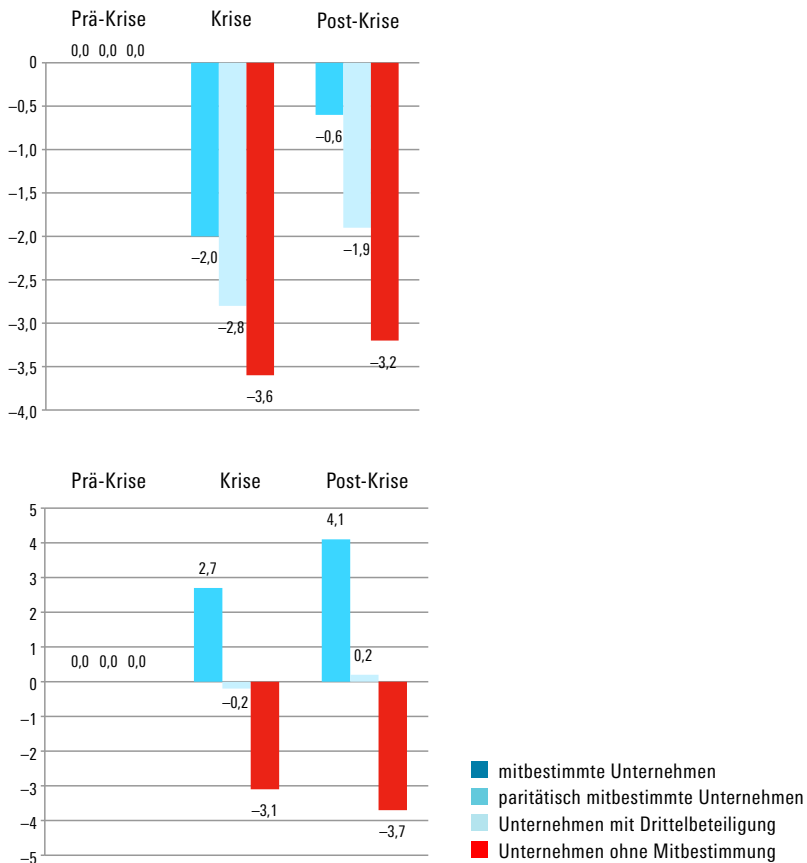
**Tobin's Q**



Anmerkung: Stichprobe: deutsche Unternehmen plus gematchte europäische Unternehmen

Quelle: eigene Darstellung

Operative Performance



### 4.1.1 Kapitalmarktperformance

Im Folgenden sollen die Ergebnisse der Analyse der Kapitalmarktperformance näher betrachtet werden. Dazu werden zunächst drei deskriptive Analysen der Aktienrendite betrachtet und anschließend mehrere multivariate Regressionen mit der Aktienrendite und Tobin's Q als abhängigen Variablen in verschiedenen Spezifikationen durchgeführt.

Die erste deskriptive Analyse der Aktienrendite bezieht sich auf die durchschnittlich kumulierten Aktienrenditen in der deutschen und der europäischen Stichprobe – eine kritische Größe für Investoren und somit auch für Unternehmen (vgl. [Abbildung 7](#)). Der beobachtete Zeitraum von 2006 bis 2011<sup>6</sup> wurde so gewählt, dass zwei Jahre vor der Krise, zwei Jahre während der Krise und zwei Jahre nach der Krise in die Stichprobe einfließen.

Für mitbestimmte Unternehmen ergibt sich im betrachteten Zeitraum eine Rendite von 7,2 Prozent. Im Vergleich dazu weisen Unternehmen ohne Mitbestimmung in Deutschland eine Rendite von –18,1 Prozent auf, was einem Unterschied von 25,3 Prozentpunkten entspricht. Noch deutlicher fällt der Unterschied zwischen mitbestimmten Unternehmen in Deutschland und Unternehmen ohne Mitbestimmung auf europäischem Level mit 28,3 Prozentpunkte aus, da deren Rendite im betrachteten Zeitraum sogar bei –21,1 Prozent liegt.

Die zweite deskriptive Analyse der Aktienrendite nimmt Bezug auf die Volatilität der Unternehmen am Kapitalmarkt, also einen Indikator für Risiko und Unsicherheit, der anhand der Standardabweichung der kumulierten Aktienrendite wird (vgl. [Abbildung 8](#)). Im Zeitraum 2006–2011 beträgt der Mittelwert der Standardabweichung der Aktienrendite für mitbestimmte Unternehmen 52,8. Im Gegensatz dazu weisen Unternehmen ohne Mitbestimmung in Deutschland deutlich höhere Schwankungen mit einem Wert von 75,9 auf, während die Schwankungen bei Unternehmen ohne Mitbestimmung in Europa bei 69,5 und somit in der Mitte der beiden Vergleichsgruppen liegen. Der Vergleich der deutschen mitbestimmten Unternehmen mit deutschen Unternehmen ohne Mitbestimmung ergibt also eine Differenz von 23,1 und mit europäischen Unternehmen ohne Mitbestimmung eine Differenz von 16,7.

---

6 Für die ersten drei deskriptiven Analysen der Kapitalmarktperformance wurde abweichend vom Großteil der Studie der Zeitraum 2006–2011 gewählt, da dieser den Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise stärker repräsentiert. Ergänzend wurden die Analysen auch für den ansonsten genutzten Zeitraum 2006–2013 durchgeführt, wobei ähnliche Ergebnisse zu beobachten waren.

Die dritte deskriptive Analyse der Aktienrendite beinhaltet eine dynamische Portfolioanalyse (gleichgewichtetes Portfolio), in der die Aktienrenditen der Unternehmen mit der Rendite ähnlicher Unternehmen im selben Zeitraum verglichen werden (vgl. *Abbildung 9*). Für mitbestimmte Unternehmen zeigen die Ergebnisse eine Rendite von 13,2 Prozent für den betrachteten Zeitraum. Deutsche Unternehmen ohne Mitbestimmung können eine Rendite von 1,2 Prozent ausweisen, also eine Differenz von 12,0 Prozentpunkten zu mitbestimmten Unternehmen. Ähnlich verhält es sich mit europäischen Unternehmen ohne Mitbestimmung, die eine Rendite von 1,5 Prozent verzeichnen und somit eine Differenz von 11,7 Prozentpunkten im Vergleich zu mitbestimmten Unternehmen in Deutschland aufweisen.

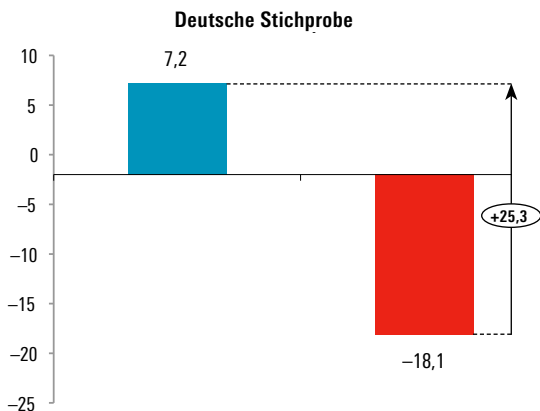
Die ersten multivariaten Regressionen zur Kapitalmarktperformance untersuchen den Einfluss der unternehmerischen Mitbestimmung auf die Aktienrendite im Zeitraum von 2006 bis 2013 und somit vor, während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise (vgl. *Tabelle 2*). Dabei werden zahlreiche verschiedene Spezifikationen getestet, um möglichst robuste und belastbare Ergebnisse zu erzielen. Die Spezifikationen 1 bis 5 analysieren den Effekt in der deutschen Stichprobe, die Spezifikationen 6 bis 10 den in der gematchten Stichprobe, in der die deutschen Unternehmen durch vergleichbare europäische Unternehmen ergänzt werden. Für beide Stichproben werden die Analysen als OLS-Regressionen (Spezifikationen 1 und 6) und Quantil-Regressionen durchgeführt (Spezifikationen 2–5 und 7–10).

In den Ergebnissen der Analyse der Aktienrendite zeigt sich mit Blick auf mitbestimmte Unternehmen bereits in der Zeit *vor der Krise* ein konsistent positiver Effekt im Vergleich zu Unternehmen ohne Mitbestimmung, und zwar in Form des Interaktionsterms „Prä-Krise $\times$ MB<sub>D</sub>“. Dieser Effekt ist außerdem in der überwiegenden Zahl der Spezifikationen statistisch signifikant.

Auch für die Zeit *während der Krise* lässt sich ein positiver Effekt der Mitbestimmung auf die Aktienrendite feststellen, wie der Interaktionsterm „Krise $\times$ MB<sub>D</sub>“ illustriert. Die entsprechenden Koeffizienten sind erneut konsistent positiv und teilweise statistisch signifikant.

Für die Zeit *nach der Finanz- und Wirtschaftskrise* beschreibt der durchgehend positive und mehrheitlich statistisch signifikante Interaktionsterm „Post-Krise $\times$ MB<sub>D</sub>“ erneut eine positivere Entwicklung für mitbestimmte Unternehmen als für Unternehmen ohne Mitbestimmung. Auffällig über alle Effekte hinweg ist, dass bei der gematchten Stichprobe statistisch signifikantere Ergebnisse erzielt werden.

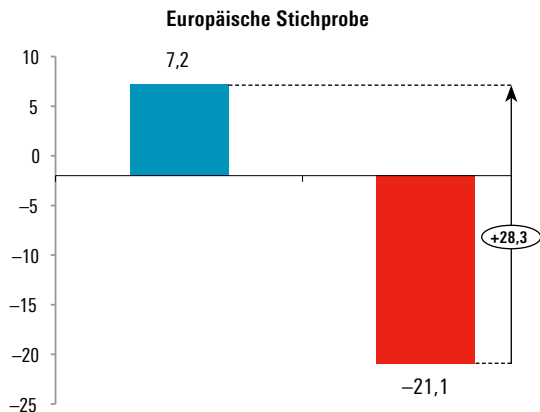
Kumulierte Aktienrenditen (in Prozent, 2006–2011)



**Median-Regression: Signifikanzniveau von 5 %**

- Quantil-Regression (Referenzwert: 0,5-Quantil)
- robuste Standardfehler
- Konfidenzniveau von 95 %

**Wilcoxon-Rangsummentest: Signifikanzniveau von 5 %**



**Median-Regression: Signifikanzniveau von 1 %**

- Quantil-Regression (Referenzwert: 0,5-Quantil)
- robuste Standardfehler
- Konfidenzniveau von 95 %

**Wilcoxon-Rangsummentest: Signifikanzniveau von 1 %**

■ mitbestimmte Unternehmen  
 ■ Unternehmen ohne Mitbestimmung

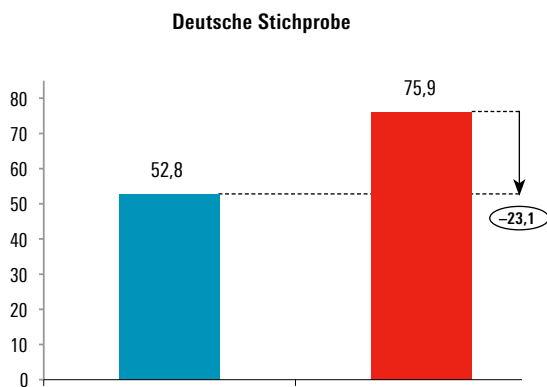
Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Abbildung vergleicht die durchschnittlichen kumulierten Aktienrenditen (Median) je Stichprobe von mitbestimmten und nicht-mitbestimmten Unternehmen im Zeitraum 2006–2011 (auf jährlicher Basis). Zur weiteren Überprüfung der deskriptiven Ergebnisse wurden eine Quantil-Regression und ein Wilcoxon-Rangsummentest durchgeführt. Die Quantil-Regression, bei der die kumulierten Aktienrenditen auf einen Mitbestimmungs-Dummy regressiert werden, zeigt eine positive Korrelation zwischen den beiden Variablen. Für diese Regression erhält der Mitbestimmungs-Dummy den Wert 1 bei den mitbestimmten Unternehmen, ansonsten den Wert 0.

Der Wilcoxon-Mann-Whitney-Test ist ein parameterfreier statistischer Test zur Überprüfung der Gleichheit der Verteilung zweier unabhängiger Stichproben. Die Ergebnisse können der Abbildung entnommen werden.

Zu den in der europäischen Stichprobe berücksichtigten Ländern siehe [Kapitel 3.2](#).

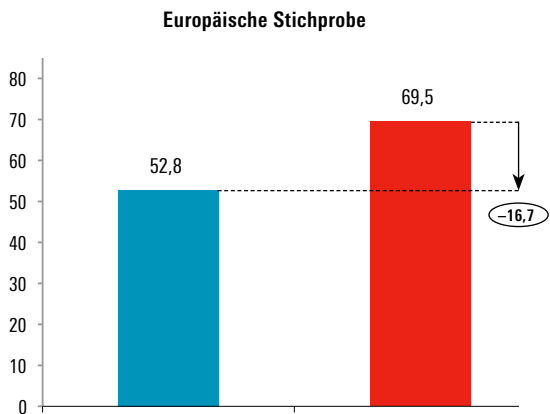
## Standardabweichung der kumulierten Aktienrenditen (2006–2011)

**Einfacher Test auf Varianzgleichheit: Signifikanzniveau von 1 %**

- Test auf Gleichheit der Standardabweichungen zweier Gruppen

**Robuster Test auf Varianzgleichheit: Signifikanzniveau von 1 %**

- Levene-Test-Statistik (Mittelwert): Signifikanzniveau von 1 %
- Levene-Test-Statistik (Median): Signifikanzniveau von 5 %
- Levene-Test-Statistik (10 % getrimmter Mittelwert): Signifikanzniveau von 5 %

**Einfacher Test auf Varianzgleichheit: Signifikanzniveau von 1 %**

- Test auf Gleichheit der Standardabweichungen zweier Gruppen

**Robuster Test auf Varianzgleichheit: Signifikanzniveau von 5 %**

- Levene-Test-Statistik (Mittelwert): Signifikanzniveau von 5 %
- Levene-Test-Statistik (Median): Signifikanzniveau von 10 %
- Levene-Test-Statistik (10 % getrimmter Mittelwert): Signifikanzniveau von 10 %

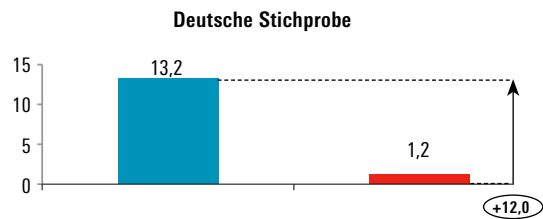
■ mitbestimmte Unternehmen  
 ■ Unternehmen ohne Mitbestimmung

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Abbildung vergleicht die durchschnittliche Standardabweichung der kumulierten Aktienrenditen (Mittelwert) je Stichprobe von mitbestimmten und nicht-mitbestimmten Unternehmen im Zeitraum 2006–2011.

Zur weiteren Überprüfung der deskriptiven Ergebnisse wurden zusätzlich Tests auf Varianzgleichheit durchgeführt, deren Ergebnisse der Abbildung entnommen werden können. Zu den in der europäischen Stichprobe berücksichtigten Ländern siehe [Kapitel 3.2](#).

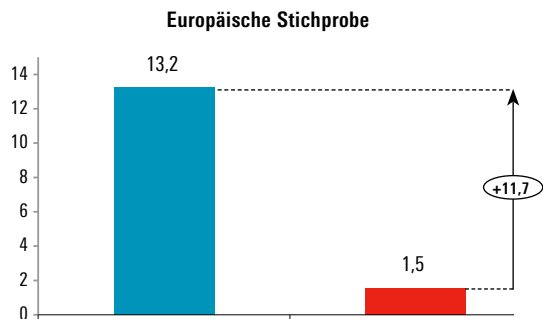
**Dynamische Portfolioanalyse (in Prozent, 2006–2011, gleichgewichtetes Portfolio)**



**Welch-t-Test auf Mittelwertgleichheit: Signifikanzniveau von 5%**

**OLS-Regression: Signifikanzniveau von 5%**

- Kontrollvariablen: gelaggte Unternehmensgröße (gemessen als natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung), gelaggtes Marktwert-Buchwert-Verhältnis, Momentum
- robuste Standardfehler



**Welch-t-Test auf Mittelwertgleichheit: Signifikanzniveau von 1%**

**OLS-Regression: Signifikanzniveau von 1%**

- Kontrollvariablen: gelaggte Unternehmensgröße (gemessen als natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung), gelaggtes Marktwert-Buchwert-Verhältnis, Momentum
- robuste Standardfehler, Ländereffekte

- mitbestimmte Unternehmen
- Unternehmen ohne Mitbestimmung

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen:

Die Abbildung zeigt die Ergebnisse der dynamischen Portfolioanalyse (gleichgewichtetes Portfolio) basierend auf den kumulierten Aktienrenditen je Stichprobe von mitbestimmten und nicht-mitbestimmten Unternehmen im Zeitraum 2006–2011 (auf jährlicher Basis). Zur weiteren Überprüfung der deskriptiven Ergebnisse wurde ein Welch-t-Test auf Mittelwertgleichheit und eine OLS-Regression durchgeführt.

Der Welch-t-Test auf Mittelwertgleichheit ist ein Zweistichprobentest unter der Annahme, dass zwei Stichproben mit ungleichen Standardabweichungen in beiden Grundgesamtheiten vorliegen. Die Ergebnisse können der Abbildung entnommen werden.

Die OLS-Regression, bei der die kumulierten Aktienrenditen des gleichgewichteten Portfolios auf einen Mitbestimmungs-Dummy und mehrere wesentliche Kontrollvariablen (siehe Abbildung) regressiert werden, zeigt eine positive Korrelation zwischen der Mitbestimmung und den Aktienrenditen. Für diese Regression erhält der Mitbestimmungs-Dummy den Wert 1 bei den mitbestimmten Unternehmen, ansonsten den Wert 0.

Zu den in der europäischen Stichprobe berücksichtigten Ländern siehe [Kapitel 3.2](#).

Die weiteren multivariaten Regressionen bezüglich der Kapitalmarktperformance analysieren den Einfluss der unternehmerischen Mitbestimmung auf „Tobin’s Q“ vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise (vgl. Tabelle 3). Die vorgenommenen OLS-Regressionen unterscheiden sich in verschiedenen Aspekten. So variieren die Stichproben zwischen der deutschen Stichprobe (Spezifikation 1) und der gematchten europäischen Stichprobe (Spezifikationen 2–7), beim Zeitraum zwischen 2006–2009 (Spezifikationen 1,2 und 4) und 2006–2013 (Spezifikationen 3 und 5–7), bei der Berechnung der abhängigen Variable (Spezifikationen 1–5 gegenüber Spezifikationen 6 und 7) und bei der Art der Mitbestimmungsvariable zwischen der Dummy-Variable (Spezifikationen 1–3 und 6) und der kategorialen Variable (Spezifikationen 4, 5 und 7).

Wie zu erwarten zeigt sich in den Ergebnissen generell ein negativer und statistisch hoch signifikanter Effekt der Krise auf „Tobin’s Q“, und dies über alle Spezifikationen hinweg. Durch die Mitbestimmung wird dieser negative Einfluss jedoch abgeschwächt, wie an den Interaktionstermen zwischen „Krise“ und den Mitbestimmungsvariablen zu erkennen ist. Dieses Ergebnis ist in allen Spezifikationen statistisch signifikant und erweist sich somit als sehr robust. Ausgehend von der Zeit nach der Finanz- und Wirtschaftskrise ergibt sich ebenfalls ein negativer und statistisch höchst signifikanter Effekt auf „Tobin’s Q“ in sämtlichen Spezifikationen, und erneut wird dieser negative Effekt durch die Mitbestimmung reduziert. Die Interaktionsterme zwischen „Post-Krise“ und den Mitbestimmungsvariablen belegen dies mit statistisch hoher Signifikanz in den entsprechenden Spezifikationen.

Insgesamt lässt sich für die Kapitalmarktperformance festhalten, dass die negativen Effekte der Finanz- und Wirtschaftskrise mittels der unternehmerischen Mitbestimmung aufgefangen werden konnten, was sich in höheren Renditen, geringerer Volatilität und geringerem Verfall bei den Unternehmensbewertungen im Vergleich zu Unternehmen ohne Mitbestimmung niederschlägt.

### 4.1.2 Operative Performance

Im Folgenden soll genauer auf die Ergebnisse der Analyse der operativen Performance eingegangen werden. In diesem Rahmen wird mittels multivariater OLS-Regressionen der Einfluss der Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise sowohl auf die Rentabilität (ROA) als auch auf die Umsatzrentabilität (ROS) getestet.



**Analyse der Aktienrenditen**

<b>Spezifikation</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>
<b>Stichprobe</b>	<b>deutsche Stichprobe</b>				
<b>Zeitraum</b>	<b>2006–2013</b>				
<b>Methode</b>	<b>OLS</b>	<b>QREG-10%</b>	<b>QREG-25%</b>	<b>QREG-50%</b>	<b>QREG-75%</b>
<b>abhängige Variable</b>	<b>Aktienrendite</b>				
Prä-Krise × MB <sub>D</sub>	0,483*	0,597**	0,173	0,112	0,945***
	[1,721]	[2,413]	[0,863]	[0,545]	[3,284]
Krise × MB <sub>D</sub>	0,386	0,502**	0,140	0,020	0,703**
	[1,358]	[2,019]	[0,695]	[0,097]	[2,431]
Post-Krise × MB <sub>D</sub>	0,459	0,580**	0,178	0,023	0,765***
	[1,608]	[2,392]	[0,906]	[0,115]	[2,710]
Kontrollvariablen	ja	ja	ja	ja	ja
Industrieeffekte	ja	ja	ja	ja	ja
Ländereffekte	nein	nein	nein	nein	nein
# Beobachtungen	1.708	1.708	1.708	1.708	1.708
Adj. R2	0,228				

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der multivariaten Regression, bei der die Aktienrenditen auf einen Mitbestimmungs-Dummy und weitere Kontrollvariablen regressiert werden. Die abhängige Variable ist die Aktienrendite, die sich aus der Kursentwicklung und einer zwischenzeitlich gezahlten Dividende ergibt. In alle Spezifikationen wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: Unternehmensgröße (gemessen als natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung), Marktwert-Buchwert-Verhältnis, idiosynkratisches Risiko und dessen Interaktionen mit den Variablen „Krise“ und „MB<sub>D</sub>“. In allen Spezifikationen wird für die fixen Industrie- bzw. Länder-

Tabelle 2

(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
gematchte Stichprobe				
2006–2013				
OLS	QREG-10%	QREG-25%	QREG-50%	QREG-75%
Aktienrendite				
0,425*	0,662***	0,243	0,166	0,717***
[1,901]	[3,524]	[1,602]	[0,945]	[3,148]
0,272	0,571***	0,229	0,092	0,508**
[1,182]	[3,004]	[1,492]	[0,515]	[2,201]
0,389*	0,563***	0,274*	0,147	0,586***
[1,703]	[3,049]	[1,832]	[0,852]	[2,619]
ja	ja	ja	ja	ja
ja	ja	ja	ja	ja
ja	ja	ja	ja	ja
3.192	3.192	3.192	3.192	3.192
0,205				

effekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Industrien und Länder kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die OLS/QREG-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.192 Beobachtungen.

**OLS-Regressionen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf Tobin's Q**

<b>Spezifikation</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>
<b>Stichprobe</b>	<b>deutsche Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>	
<b>Zeitraum</b>	<b>2006–2009</b>	<b>2006–2009</b>	<b>2006–2013</b>
<b>Methode</b>	<b>OLS</b>	<b>OLS</b>	<b>OLS</b>
<b>abhängige Variable</b>	<b>Tobin's Q (Definition I)</b>		
Krise	-0,169*** [-7,997]	-0,196*** [-15,983]	-0,198*** [-14,693]
Krise × MB <sub>D</sub>	0,042* [1,776]	0,059*** [3,142]	0,057*** [2,992]
Krise × MB			
Post-Krise			-0,089*** [-5,164]
Post-Krise × MB <sub>D</sub>			0,050** [2,169]
Post-Krise × MB			
Kontrollvariablen	ja	ja	ja
Unternehmenseffekte	ja	ja	ja
# Beobachtungen	1.060	2.060	3.768
# Unternehmen	280	558	559
Adj. R2	0,381	0,411	0,232

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten OLS-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Kapitalmarktperformance. In den Spezifikationen 1 bis 5 ist „Tobin's Q“ die abhängige Variable, die durch das Verhältnis von Bilanzsumme minus Buchwert des Eigenkapitals plus Marktwert des Eigenkapitals zur Bilanzsumme gemessen wird. In den Spezifikationen 6 und 7 wird Tobin's Q durch das Verhältnis von Bilanzsumme minus Buchwert des Eigenkapitals plus Marktwert des Eigenkapitals zur Summe von 0,9 × Bilanzsumme und 0,1 × Marktwert des Gesamtvermögens gemessen. In alle Spezifikationen wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelagte Kontrollvariablen aufgenommen: Unternehmensgröße (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme), ROIC, Immaterialität, Kapitalintensität,

(4)	(5)	(6)	(7)
gematchte Stichprobe		gematchte Stichprobe	
2006–2009	2006–2013	2006–2013	2006–2013
OLS	OLS	OLS	OLS
Tobin's Q (Definition II)			
-0,197***	-0,198***	-0,228***	-0,228***
[-15,474]	[-14,238]	[-14,210]	[-13,769]
		0,067***	
		[3,003]	
0,027***	0,024**		0,028**
[2,780]	[2,422]		[2,394]
	-0,093***	-0,100***	-0,105***
	[-5,178]	[-4,859]	[-4,874]
		0,058**	
		[2,122]	
	0,029**		0,033**
	[2,384]		[2,299]
ja	ja	ja	ja
ja	ja	ja	ja
2.060	3.768	3.768	3.768
558	559	559	559
0,411	0,232	0,227	0,227

Eigenkapitalüberdeckung, Auszahlungsquote, Sachanlageninvestitionen, F&E-Investitionen, M&A-Investitionen und strategischer Wandel. In allen Spezifikationen wird für die fixen Unternehmenseffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Unternehmen kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die OLS-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.768 Beobachtungen.

Die ersten OLS-Regressionen zur operativen Performance nutzen ROA als abhängige Variable (vgl. Tabelle 4), variieren aber ähnlich wie die vorherigen Analysen bei der Stichprobe zwischen der deutschen Stichprobe (Spezifikation 1) und der gematchten Stichprobe (Spezifikationen 2–5), beim Zeitraum zwischen 2006–2009 (Spezifikationen 1, 2 und 4) und 2006–2013 (Spezifikationen 3 und 5) und bei der Art der Mitbestimmungsvariable (Spezifikationen 1–3 gegenüber Spezifikationen 4 und 5).

In den Ergebnissen lässt sich über alle Spezifikation hinweg ein negativer und statistisch signifikanter Einfluss der Krise auf die abhängige Variable ROA beobachten. Dieser Einfluss wird allerdings von der Mitbestimmung abgeschwächt, wie von den Interaktionstermen zwischen „Krise“ und den Mitbestimmungsvariablen dargestellt und in vier der fünf Spezifikationen statistisch signifikant abgesichert. Für die Zeit unmittelbar nach der Finanz- und Wirtschaftskrise zeigt sich ebenfalls ein statistisch signifikanter negativer Einfluss auf die Rentabilität, der erneut von der Mitbestimmung abgefedert wird. Die entsprechenden Koeffizienten sind auf hohem bis sehr hohem Niveau statistisch signifikant.

Die folgenden OLS-Regressionen zur operativen Performance verwenden ROS als abhängige Variable und variieren bei den Spezifikationen aus Gründen der Vergleichbarkeit in exakt gleichem Maße wie die Regressionen bezüglich ROA, und zwar bei der Stichprobe, dem Zeitraum und der Art der Mitbestimmungsvariable (vgl. Tabelle 5).

Die Ergebnisse zeigen einen überwiegend statistisch signifikant negativen Effekt der Krise auf die Umsatzrentabilität. Dieser negative Effekt wird mittels der Mitbestimmung reduziert und teils sogar kompensiert, wie die Interaktionsterme zwischen „Krise“ und den Mitbestimmungsvariablen über alle Spezifikationen auf einem sehr hohen statistischen Signifikanzniveau implizieren. Für die Zeit nach der Finanz- und Wirtschaftskrise lässt sich ein statistisch signifikanter und negativer Effekt auf die Umsatzrentabilität erkennen, auf den die Mitbestimmung auch in diesen Regressionen einen reduzierenden und sogar kompensierenden Effekt ausübt, der statistische Signifikanz auf höchstem Niveau aufweist.

Insgesamt lässt sich im Hinblick auf die operative Performance feststellen, dass die negativen Einflüsse der Finanz- und Wirtschaftskrise mit Hilfe der unternehmerischen Mitbestimmung aufgefangen und teilweise auch kompensiert werden konnten. Während mitbestimmte Unternehmen einen Anstieg der Rentabilität und Umsatzrentabilität während und nach der Krise verzeichnen können, stagnierten Unternehmen ohne Mitbestimmung oder erfuhren gar Rückgänge bei den Indikatoren für die operative Performance.

Tabelle 4

## OLS-Regressionen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf ROA

Spezifikation	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Stichprobe	deutsche Stichprobe	gematchte Stichprobe		gematchte Stichprobe	
Zeitraum	2006–2009	2006–2009	2006–2013	2006–2009	2006–2013
Methoden	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
abhängige Variable	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
Krise	-0,025* [-1,654]	-0,033*** [-4,205]	-0,035*** [-4,872]	-0,034*** [-4,197]	-0,036*** [-4,819]
Krise × MB <sub>D</sub>	0,017 [1,301]	0,014* [1,704]	0,014* [1,707]		
Krise × MB				0,008* [1,885]	0,008* [1,916]
Post-Krise			-0,030*** [-4,209]		-0,032*** [-4,216]
Post-Krise × MB <sub>D</sub>			0,024*** [2,602]		
Post-Krise × MB					0,013*** [2,670]
Kontrollvariablen	ja	ja	ja	ja	ja
Unternehmens- effekte	ja	ja	ja	ja	ja
# Beobachtungen	1.052	2.028	3.705	2.028	3.705
# Unternehmen	280	554	557	554	557
Adj. R2	0,092	0,088	0,051	0,089	0,052

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten OLS-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die operative Performance. ROA ist die abhängige Variable, die durch das Verhältnis des EBIT zur Bilanzsumme gemessen wird. In alle Spezifikationen wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: Unternehmensgröße (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme), Immaterialität, Kapitalintensität, langfristige Verschuldung, Dividendenquote, Aktienrückkäufe, Sachanlageninvestitionen, Diversifizierungsgrad, strategischer Wandel und Eigentümerkonzentration. In allen Spezifikationen wird für die fixen Unternehmenseffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Unternehmen kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die OLS-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.705 Beobachtungen.

## OLS-Regressionen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf ROS

Spezifikation	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Stichprobe	deutsche Stichprobe	gematchte Stichprobe	gematchte Stichprobe	gematchte Stichprobe	gematchte Stichprobe
Zeitraum	2006– 2009	2006– 2009	2006– 2013	2006– 2009	2006– 2013
Methode	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
abhängige Variable	ROS	ROS	ROS	ROS	ROS
Krise	-0,046 [-0,945]	-0,046* [-1,888]	-0,028 [-1,633]	-0,049* [-1,952]	-0,031* [-1,761]
Krise × MB <sub>0</sub>	0,072*** [2,662]	0,043*** [3,165]	0,051*** [3,092]		
Krise × MB				0,024*** [3,173]	0,029*** [3,069]
Post-Krise			-0,033* [-1,870]		-0,037** [-2,042]
Post-Krise × MB <sub>0</sub>			0,068*** [3,355]		
Post-Krise × MB					0,039*** [3,428]
Kontrollvariablen	ja	ja	ja	ja	ja
Unternehmenseffekte	ja	ja	ja	ja	ja
# Beobachtungen	1.051	2.026	3.702	2.026	3.702
# Unternehmen	280	554	557	554	557
Adj. R2	0,075	0,056	0,032	0,057	0,032

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten OLS-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die operative Performance. ROS ist die abhängige Variable, die durch das Verhältnis des EBIT zum Umsatz gemessen wird. In alle Spezifikationen wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: Unternehmensgröße (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme), Immaterialität, Kapitalintensität, langfristige Verschuldung, Dividendenquote, Aktienrückkäufe, Sachanlageninvestitionen, Diversifizierungsgrad, strategischer Wandel und Eigentümerkonzentration. In allen Spezifikationen wird für die fixen Unternehmenseffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Unternehmen kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die OLS-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.702 Beobachtungen.

## 4.2 Auswirkungen auf die Unternehmensentscheidungen

Im Zusammenhang mit der Wirkung der Mitbestimmung auf die Unternehmensperformance liegt die Frage nahe, wie dieser Effekt vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise zustande kommt. Um den Performance-Effekt besser zu verstehen, werden im Folgenden Unternehmensentscheidungen aus verschiedenen Bereichen untersucht, die zum einen von den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat mitgetroffen werden und zum anderen einen Effekt auf die Unternehmensperformance ausüben können.

Konkret handelt es sich um die zentralen Bereiche Beschäftigung, Investitionen, Finanzierung und Strategie. In jedem der genannten Bereiche sollen Entscheidungen untersucht werden, die die nachhaltige Orientierung der Arbeitnehmerseite potenziell widerspiegeln und somit den während der Finanz- und Wirtschaftskrise verbreiteten Tendenzen zu kurzfristig orientiertem Handeln gegenüberstehen (vgl. [Abbildung 10](#)).

Abbildung 10

### Übersicht der analysierten Unternehmensentscheidungen

<p style="text-align: center;"><b>Beschäftigung</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Wachstum der Mitarbeiterzahl</li> <li>– Entlassungen in Höhe von über 20%</li> <li>– industrieadjustiertes Arbeitsentgelt</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Investitionen</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionen in F&amp;E</li> <li>– Investitionen in Sachanlagen</li> <li>– Investitionen in Sachanlagen und F&amp;E</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Finanzierung</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– langfristige Verschuldung</li> <li>– Dividendenausschüttungen</li> <li>– Aktienrückkäufe</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Strategie</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– strategischer Wandel</li> <li>– Nettovermögen aus Akquisition</li> <li>– diversifizierende M&amp;A</li> </ul>

Quelle: eigene Darstellung

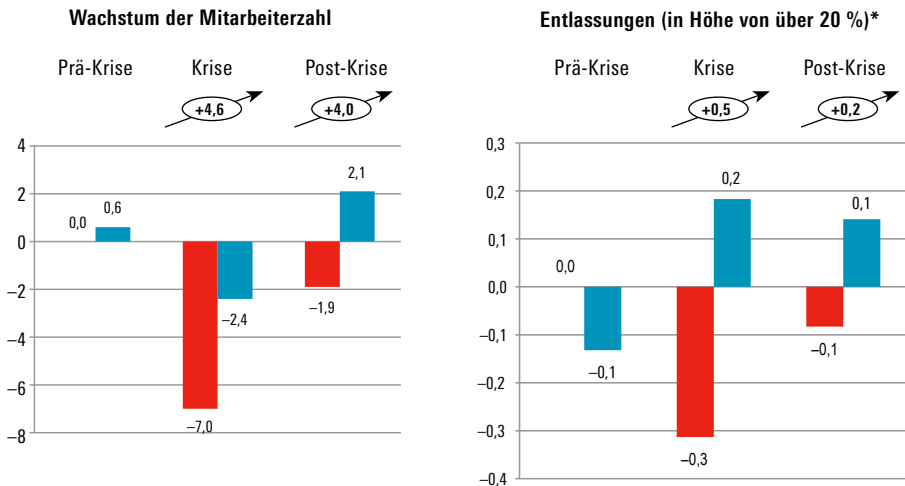


### 4.2.1 Beschäftigung

In der Dimension *Beschäftigung* werden Unternehmensentscheidungen vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise betrachtet, die in enger Verbindung zum Arbeitnehmer stehen. Dabei handelt es sich um das Wachstum der Mitarbeiterzahl, die Entlassungen (in Höhe von über 20%) und das industrieadjustierte Arbeitsentgelt. Konkret werden die Auswirkungen der unternehmerischen Mitbestimmung auf diese Unternehmensentscheidungen mit Hilfe von System-GMM- und Probit-Regressionen untersucht. Wie auch in den folgenden Analysen bildet die gematchte Stichprobe die Grundlage der Regressionen, um die Ländereffekte zu berücksichtigen.

Auf den ersten Blick scheinen Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Beschäftigungsverhältnisse im Durchschnitt in paritätisch mitbestimmten Unternehmen während der Krise systematisch anders auszufallen

#### Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Beschäftigung



Quelle: eigene Darstellung

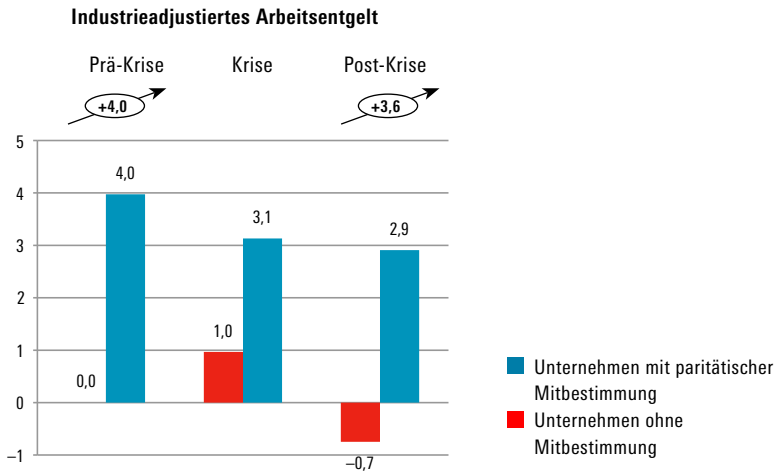
Anmerkungen: Die Analyse unterscheidet zwischen den Zeitperioden „Prä-Krise“, „Krise“ und „Post-Krise“, die sich auf die Jahre 2006–2007, 2008–2009 bzw. 2010–2013 beziehen. Die Unterschiede innerhalb der Perioden werden separat ausgewiesen. Für die zugrunde liegenden Regressionsanalysen wird auf die Spezifikationen in [Tabelle 6](#), für die Variablendefinitionen auf den [Anhang](#) verwiesen.

\*Koeffizienten der Probit-Regression (negative Koeffizienten dargestellt)

als in Unternehmen ohne Mitbestimmung (vgl. [Abbildung 11](#)). Dabei lassen sich Indizien für die allgemeine Wahrnehmung erkennen, dass durch die Krise in Unternehmen ohne Mitbestimmung eine Tendenz zu kurzfristig orientiertem Handeln Einzug gehalten hat, während dies bei Unternehmen mit paritätischer Mitbestimmung nicht der Fall zu sein scheint.

Die Regressionen in der Dimension *Beschäftigung* analysieren den Effekt der Mitbestimmung auf die Beschäftigungsverhältnisse in Unternehmen vor, während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise (vgl. [Tabelle 6](#)). Speziell werden die abhängigen Variablen „Wachstum der Mitarbeiterzahl“ (Spezifikation 1), „Entlassungen in Höhe von über 20%“ (Spezifikation 2) und „industrieadjustiertes Arbeitsentgelt“ (Spezifikation 3) zur Analyse herangezogen. Darüber hinaus wird, wie in allen folgenden Analysen zu den Unternehmensentscheidungen, einheitlich die kategoriale Mitbestimmungsvariable verwendet.

Abbildung 11



**GMM-/Probit-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf die Beschäftigung**

<b>Spezifikation</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>
<b>Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>
<b>Zeitraum</b>	<b>2006–2013</b>	<b>2006–2013</b>	<b>2006–2013</b>
<b>Methode</b>	<b>System GMM</b>	<b>Probit</b>	<b>System GMM</b>
<b>abhängige Variable</b>	<b>Wachstum der Mitarbeiterzahl</b>	<b>Entlassungen (in Höhe von über 20%)</b>	<b>industrieadjustiertes Arbeitsentgelt</b>
Prä-Krise x MB	0,003 [0,244]	0,066 [0,597]	1,987** [2,333]
Krise	-0,070*** [-5,048]	0,313*** [3,065]	0,968 [0,960]
Krise x MB	0,023** [1,963]	-0,248** [-2,054]	1,082 [1,201]
Post-Krise	-0,019 [-0,891]	0,083 [0,835]	-0,748 [-0,522]
Post-Krise x MB	0,020* [1,667]	-0,112 [-0,924]	1,828** [1,961]
Kontrollvariablen	ja	ja	ja
Industrieeffekte	ja	ja	ja
Ländereffekte	ja	ja	ja
# Beobachtungen	3.585	3.642	3.269
# Unternehmen	528	549	514
Hansen p-Wert	0,105		0,160
AR(1) p-Wert	0,000		0,000
AR(2) p-Wert	0,972		0,140

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten GMM-/Probit-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Beschäftigung. In alle Spezifikationen wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: abhängige Variable (in Spezifikation 1 und 3), Unternehmensgröße (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme), Verschuldung, Profitabilität (ROE), Diversifizierung, Immaterialität, Kapitalintensität, Eigentümerkonzentration, Volatilität der Profitabilität (in Spezifikation 3), Dividenden-Dummy (in Spezifikation 3). In allen Spezifikationen wird für die fixen Industrie- bzw. Ländereffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Industrien und Länder kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die GMM-/Probit-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.642 Beobachtungen.

Im Hinblick auf die *Mitarbeiterzahlen* liefern die Regressionen für die Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise aufgrund fehlender statistischer Signifikanzen keine eindeutigen Ergebnisse. Anhand der Koeffizienten der Variablen „Krise“ lassen sich für die Zeit der Krise konsistent negative Entwicklungen bei der Anzahl der Beschäftigten erkennen. Allerdings sind diese Entwicklungen für mitbestimmte Unternehmen deutlich schwächer ausgeprägt, wie an den Interaktionstermen „Krise × MB“ in den Spezifikationen 1 und 2 abzulesen ist. Für die Zeit nach der Krise stabilisieren sich in Unternehmen ohne Mitbestimmung die Werte für Mitarbeiterwachstum und breit angelegte Entlassungen im Wesentlichen auf dem Vorkrisenniveau, wohingegen in Unternehmen mit Mitbestimmung ein Mehr an Mitarbeitern zu verzeichnen ist.

Bezüglich der *Bezahlung* der Beschäftigten zeigen die Daten im Vorfeld der Krise in mitbestimmten Unternehmen eine signifikant höhere Durchschnittsvergütung als in Unternehmen ohne Mitbestimmung. Dieser Unterschied schwächt sich jedoch während der Finanz- und Wirtschaftskrise ab und wird auch statistisch gesprochen insignifikant. Im Nachgang der Krise zeigt sich wieder das Vorkrisenbild, bei dem eindeutige Unterschiede im Arbeitsentgelt zwischen Unternehmen mit Mitbestimmung und solchen ohne Mitbestimmung vorliegen.

### 4.2.2 Investitionen

In der Dimension *Investitionen* werden Unternehmensentscheidungen im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise betrachtet, die Aussagen über das Investitionsverhalten der Unternehmen zulassen. Speziell wird dabei auf die Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E), die Investitionen in Sachanlagen und das gesamte Investitionsvolumen eingegangen. Zur Analyse der Wirkung der Mitbestimmung auf diese Unternehmensentscheidungen wird die Methode der System-GMM-Regressionen angewandt. Die Ergebnisse in dieser Dimension entsprechen der Beobachtung, dass paritätisch mitbestimmte Unternehmen im Rahmen der Krise in ihrem Investitionsverhalten deutlich konstanter waren als Unternehmen ohne Mitbestimmung (vgl. [Abbildung 12](#)).

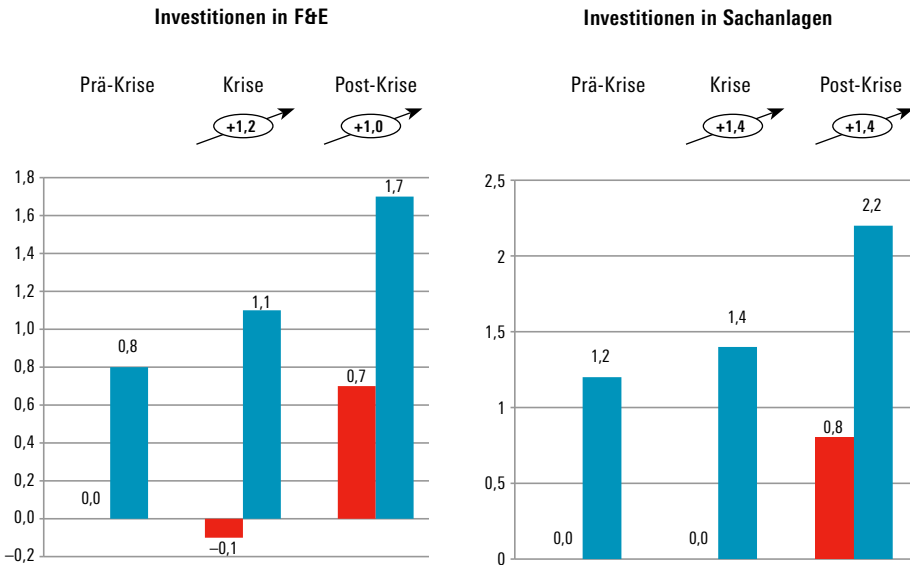
Die Regressionen zur Dimension *Investitionen* widmen sich dem Effekt der Mitbestimmung auf das Investitionsverhalten der Unternehmen (vgl. [Tabelle 7](#)). Dazu werden die abhängigen Variablen „Investitionen in F&E“ (Spezifikationen 1 und 4), „Investitionen in Sachanlagen“ (Spezifikationen 2

und 5) und „Investitionen in Sachanlagen und F&E“ (Spezifikationen 3 und 6) untersucht.

Die Ergebnisse zeigen für die Zeit *vor der Finanz- und Wirtschaftskrise* in Form des Interaktionsterms „Prä-Krise×MB“ über mehrere Spezifikationen hinweg, dass mitbestimmte Unternehmen generell mehr investieren. Diese Ergebnisse beziehen sich sowohl auf Investitionen in F&E wie in Sachanlagen als auch auf eine breitere Messung von Investitionen, die Investitionen sowohl in F&E als auch in Sachanlagen berücksichtigt.

Wie über die verschiedenen Spezifikationen zu erkennen ist, übt die *Krise* einen negativen und häufig statistisch signifikanten Effekt auf die Investitionen aus. Der Interaktionsterm „Krise×MB“ zeigt jedoch konsistent über alle

## Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Investitionen



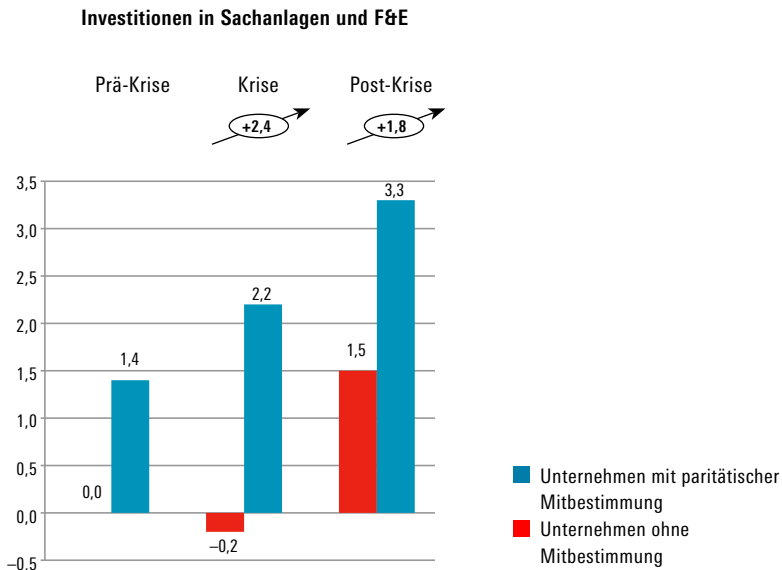
Quelle: eigene Darstellung

Anmerkungen: Die Analyse unterscheidet zwischen den Zeitperioden „Prä-Krise“, „Krise“ und „Post-Krise“, die sich auf die Jahre 2006–2007, 2008–2009 bzw. 2010–2013 beziehen. Die Unterschiede innerhalb der Perioden werden separat ausgewiesen. Für die zugrunde liegenden Regressionsanalysen wird auf die Spezifikationen in [Tabelle 7](#), für die Variablendefinitionen auf den [Anhang](#) verwiesen.

Spezifikationen hinweg, dass der negative Kriseneffekt mittels der Mitbestimmung aufgefangen wird, dass also mitbestimmte Unternehmen während der Krise signifikant mehr investieren als Unternehmen ohne Mitbestimmung.

Für die Zeit *nach der Krise* ergibt sich kein komplett eindeutiges Bild. Die Regressionsergebnisse liefern aber (mit Ausnahme von Spezifikation 4 und 6) starke Indizien dafür, dass die Investitionen nach der Krise über alle Unternehmen hinweg wieder anziehen. Für mitbestimmte Unternehmen ist dieser Befund noch eindeutiger, da der Koeffizient des Interaktionsterms „Post-Krise×MB“ in allen Spezifikationen positiv ist und ebenfalls häufige Signifikanzen aufweist.

Abbildung 12



**GMM-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf Investitionen**

<b>Spezifikation</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>
<b>Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>
<b>Zeitraum</b>	<b>2006–2013</b>	<b>2006–2013</b>	<b>2006–2013</b>
<b>Methode</b>	<b>System GMM</b>	<b>System GMM</b>	<b>System GMM</b>
<b>abhängige Variable</b>	<b>Investitionen in F&amp;E [Definition I]</b>	<b>Investitionen in Sachanlagen [Definition I]</b>	<b>Investitionen in Sachanlagen und F&amp;E [Definition I]</b>
Prä-Krise × MB	0,004** [2,244]	0,006*** [2,851]	0,007* [1,813]
Krise	-0,001 [-0,538]	0,000 [-0,093]	-0,002 [-0,428]
Krise × MB	0,006*** [2,882]	0,007** [2,562]	0,012** [2,545]
Post-Krise	0,007** [2,181]	0,008*** [2,670]	0,015*** [2,675]
Post-Krise × MB	0,005* [1,850]	0,007** [2,360]	0,009* [1,880]
Kontrollvariablen	ja	ja	ja
Industrieeffekte	ja	ja	ja
Ländereffekte	ja	ja	ja
# Beobachtungen	3.469	3.469	3.469
# Unternehmen	515	515	515
Hansen p-Wert	0,111	0,320	0,145
AR(1) p-Wert	0,004	0,000	0,001
AR(2) p-Wert	0,184	0,347	0,153

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten GMM-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Investitionen. In Spezifikation 1 und 4 sind „Investitionen in F&E“ die abhängige Variable, die durch das Verhältnis von Investitionen in F&E zum Umsatz (zum investierten Kapital) gemessen wird. In Spezifikation 2 und 5 sind „Investitionen in Sachanlagen“ die abhängige Variable, die durch das Verhältnis von Investitionen in Sachanlagen zum Umsatz (zum investierten Kapital) gemessen wird. In Spezifikation 3 und 6 sind „Investitionen in Sachanlagen und F&E“ die abhängige Variable, die durch das Verhältnis von der Summe der Investitionen in Sachanlagen und F&E zum Umsatz (zum investierten Kapital) gemessen wird. In alle Spezifikationen wurden außer der gelagten abhängigen Variable zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: Unternehmensgröße (natürlicher

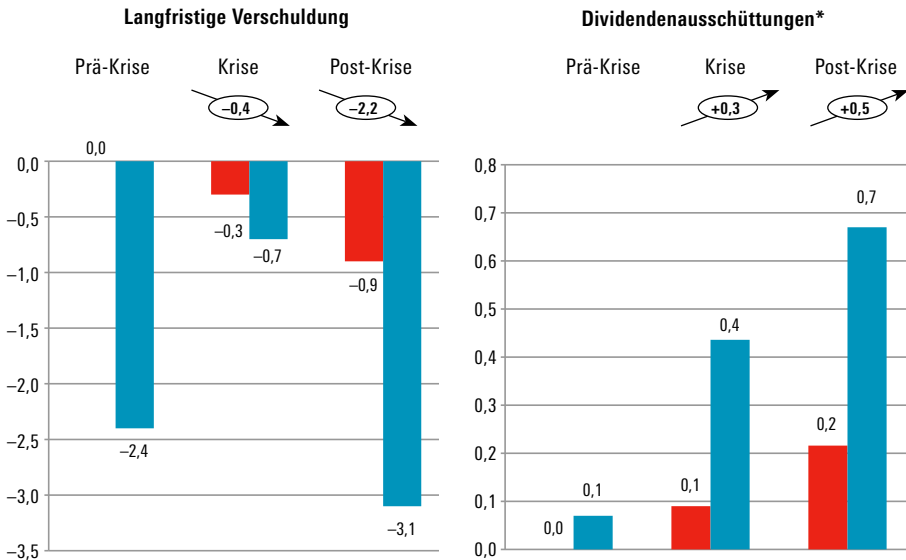
Tabelle 7

(4) gematchte Stichprobe 2006–2013 System GMM Investitionen in F&E [Definition II]	(5) gematchte Stichprobe 2006–2013 System GMM Investitionen in Sachanlagen [Definition II]	(6) gematchte Stichprobe 2006–2013 System GMM Investitionen in Sachanlagen und F&E [Definition II]
0,009	0,006	0,023
[1,267]	[0,942]	[1,602]
-0,010**	-0,013**	-0,022**
[-1,987]	[-2,110]	[-2,466]
0,017*	0,016*	0,035**
[1,740]	[1,917]	[2,021]
-0,001	0,001	-0,005
[-0,189]	[0,141]	[-0,323]
0,012	0,008	0,023
[1,268]	[0,902]	[1,237]
ja	ja	ja
ja	ja	ja
ja	ja	ja
3.467	3.467	3.467
515	515	515
0,231	0,149	0,159
0,004	0,001	0,004
0,358	0,475	0,594

Logarithmus des Umsatzes), Profitabilität (gemessen als Verhältnis des operativen Cashflow zum Umsatz), Marktwert-Buchwert-Verhältnis, Eigenkapitalüberdeckung, idiosynkratisches Risiko und Eigentümerkonzentration. In allen Spezifikationen wird für die fixen Industrie- bzw. Ländereffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Industrien und Länder kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die GMM-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.469 Beobachtungen.



## Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Finanzierung



Quelle: eigene Darstellung

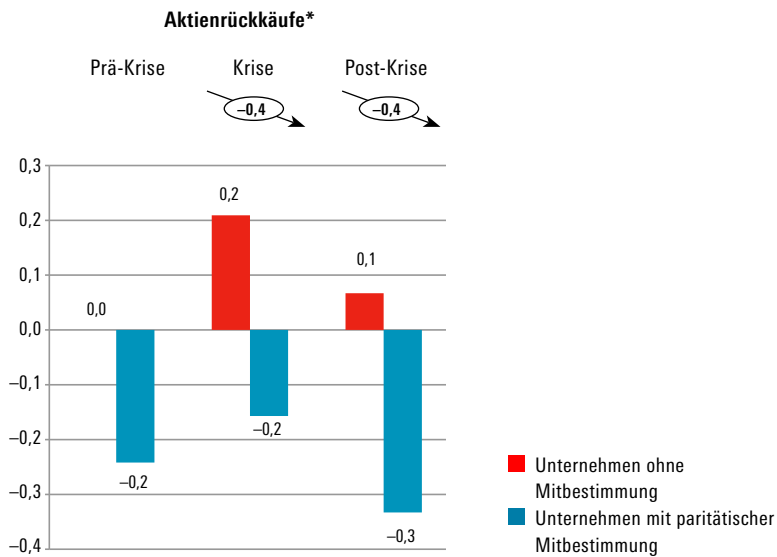
Anmerkungen: Die Analyse unterscheidet zwischen den Zeitperioden „Prä-Krise“, „Krise“ und „Post-Krise“, die sich auf die Jahre 2006–2007, 2008–2009 bzw. 2010–2013 beziehen. Die Unterschiede innerhalb der Perioden werden separat ausgewiesen. Für die zugrunde liegenden Regressionsanalysen wird auf die Spezifikationen in [Tabelle 8](#), für die Variablen- definitionen auf den [Anhang](#) verwiesen.

\*Koeffizienten der Probit-Regression

### 4.2.3 Finanzierung

In der Dimension *Finanzierung* werden Unternehmensentscheidungen im Kontext der Finanz- und Wirtschaftskrise analysiert, die in enger Verbindung zu Fremd- und Eigenkapital stehen. Konkret wird dabei auf Fremdkapitalseite auf die langfristige Verschuldung eingegangen und auf der Eigenkapitalseite auf Dividendenausschüttungen und Aktienrückkaufprogramme. Zur exakten Bestimmung des Mitbestimmungseffektes auf diese Unternehmensentscheidungen werden System-GMM- und Probit-Regressionen angewandt. Der Überblick über die Ergebnisse in der Dimension *Finanzierung* stellt dar, dass paritätisch mitbestimmte Unternehmen ihre langfristige Verschuldung

Abbildung 13



nach der Krise anscheinend schneller abbauen als Unternehmen ohne Mitbestimmung (vgl. [Abbildung 13](#)).

Die Regressionen in der Dimension *Finanzierung* untersuchen den Effekt der Mitbestimmung auf das Finanzierungsverhalten von Unternehmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise (vgl. [Tabelle 8](#)). Dazu werden auch an dieser Stelle verschiedene Spezifikationen hinsichtlich der Stichprobe, der Methode und der abhängigen Variablen getestet. Die Spezifikationen 1 und 2 untersuchen unterschiedliche Varianten der abhängigen Variablen „langfristige Verschuldung“ mit Hilfe von System-GMM-Regressionen. Die Spezifikationen 3 und 4 verwenden aufgrund der binären abhängigen Variablen „Dividenden-Dummy“ und „Aktienrückkäufe-Dummy“ Probit-Regressionen.

**GMM-/Probit-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf die Finanzierung**

<b>Spezifikation</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>
<b>Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>
<b>Zeitraum</b>	<b>2006–2013</b>	<b>2006–2013</b>
<b>Methode</b>	<b>System GMM</b>	<b>System GMM</b>
<b>abhängige Variable</b>	<b>langfristige Verschuldung [Definition I]</b>	<b>langfristige Verschuldung [Definition II]</b>
Prä-Krise × MB	-0,012** [-2,236]	-0,079** [-2,100]
Krise	-0,003 [-1,162]	-0,017 [-0,527]
Krise × MB	-0,002 [-0,376]	-0,057 [-1,287]
Post-Krise	-0,009* [-1,684]	-0,116** [-2,416]
Post-Krise × MB	-0,011** [-1,960]	-0,091** [-1,972]
Kontrollvariablen	ja	ja
Industrieeffekte	ja	ja
Ländereffekte	ja	ja
# Beobachtungen	3.762	3.616
# Unternehmen	555	524
Hansen p-Wert	0,564	0,100
AR(1) p-Wert	0,000	0,000
AR(2) p-Wert	0,107	0,137

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten GMM-/Probit-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Finanzierung. In Spezifikation 1 und 2 ist „langfristige Verschuldung“ die abhängige Variable, die durch das Verhältnis des langfristigen Fremdkapitals zur Bilanzsumme (zum Eigenkapital) gemessen wird. In Spezifikation 3 sind Dividenden die abhängige Variable, die durch einen „Dividenden-Dummy“ gemessen wird. In Spezifikation 4 sind Aktienrückkäufe die abhängige Variable, die durch einen „Aktienrückkäufe-Dummy“ gemessen wird. In alle Spezifikationen wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: abhängige Variable (in Spezifikation 1 und 2), Industriedurchschnitt Verschuldung (gemessen als durchschnittliche [langfristige] Verschuldung pro Industriejahr, in Spezifikation 1 und 2), Verschuldung (gemessen als Verhältnis vom langfristigen Fremdkapital zur

Tabelle 8

(3) gematchte Stichprobe 2006–2013 Probit Dividenden-Dummy	(4) gematchte Stichprobe 2006–2013 Probit Aktienrückkäufe-Dummy
0,035	–0,121
[0,287]	[–1,288]
0,090	0,209***
[1,321]	[3,044]
0,173	–0,183**
[1,506]	[–2,162]
0,216**	0,067
[2,414]	[0,870]
0,227**	–0,200**
[2,059]	[–2,349]
ja	ja
ja	ja
ja	ja
3.493	3.638
523	525

Bilanzsumme, in Spezifikation 3 und 4), Unternehmensgröße (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme), Profitabilität (ROA), Tobin's Q, Tangibilität, Liquidität, Unternehmensrisiko. In allen Spezifikationen wird für die fixen Industrie- bzw. Ländereffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Industrien und Länder kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die GMM-/Probit-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.762 Beobachtungen.

Bezüglich der *Fremdkapitalseite* zeigen die Ergebnisse der Regressionen für die Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise, dass mitbestimmte Unternehmen einen geringeren langfristigen Verschuldungsgrad aufweisen. Dieser Effekt ist nicht nur konsistent über die beiden Spezifikationen 1 und 2, sondern auch statistisch signifikant. Im Hinblick auf die Verschuldung über alle Unternehmen hinweg liefert die Variable „Krise“ keine statistisch signifikante Evidenz über den Effekt der Krisenjahre. Ähnliches gilt für die mitbestimmten Unternehmen während der Krise, wobei die Indizien insgesamt eher für eine geringere Verschuldungen sprechen.

Für die Zeit nach der Finanz- und Wirtschaftskrise beschreibt die Variable „Post-Krise“ sinkende Schuldenstände auf statistisch signifikantem Niveau. Dieser Effekt ist bei mitbestimmten Unternehmen noch deutlich verstärkt, wie der Interaktionsterm „Post-Krise $\times$ MB“ erkennen lässt, der bei beiden Spezifikationen negativ und statistisch signifikant ist.

Bei der *Eigenkapitalseite* weisen die Probit-Regressionen in Form des Interaktionsterms „Prä-Krise $\times$ MB“ für mitbestimmte Unternehmen in der Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise weniger Aktienrückkäufe und mehr Dividendenausschüttungen aus. Diese Beobachtungen sind jedoch statistisch nicht signifikant und zeigen höchstens Indikationen auf. Für die Zeit der Krise ist ein positiver, allerdings nicht signifikanter Effekt bei den Dividendenausschüttungen zu vermerken, der für mitbestimmte Unternehmen stärker ist, aber knapp außerhalb des Signifikanzniveaus von 10 Prozent liegt.

Im Hinblick auf die Aktienrückkäufe zeichnet sich ein eindeutigeres Bild ab – und zwar zahlen Unternehmen ohne Mitbestimmung deutlich häufiger Geld in Form von Aktienrückkäufen an ihre Aktionäre aus als mitbestimmte Unternehmen, wie an den Koeffizienten der Variablen „Krise“ und „Krise $\times$ MB“ zu erkennen ist. In der Nachkrisenzeit findet sich bei den Aktienrückkäufen zwar kein klares Ergebnis, aber für die Dividendenausschüttungen weist die Variable „Post-Krise“ einen positiven und statistisch hoch signifikanten Effekt auf. Unternehmen setzen also nach der Krise stärker auf Dividendenauszahlungen, während Aktienrückkäufe in etwa auf das Vorkrisenniveau zurückfallen. Analog zur Wirkung der Mitbestimmung während der Krise finden wir beim Interaktionsterm „Post-Krise $\times$ MB“ unterschiedliche Vorzeichen der statistisch hoch signifikanten Koeffizienten für die beiden abhängigen Variablen. Diese implizieren für mitbestimmte Unternehmen in der Zeit nach der Krise weniger Aktienrückkäufe und mehr Dividendenausschüttungen als für Unternehmen ohne Mitbestimmung. Für mitbestimmte Unternehmen ähneln sich die Ergebnisse während und nach der Krise also stark.

#### 4.2.4 Strategie

In der Dimension *Strategie* werden Unternehmensentscheidungen vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise untersucht, die die strategischen Veränderungen in einem Unternehmen betreffen. Dazu werden der strategische Wandel, das Investitionsvolumen in M&As und diversifizierende M&As betrachtet. Zur Identifizierung des Mitbestimmungseffektes auf diese Unternehmensentscheidungen wird auf System-GMM- und Probit-Regressionen zurückgegriffen. Der Ergebnisüberblick für die Dimension *Strategie* lässt erkennen, dass paritätisch mitbestimmte Unternehmen ihr Geschäftsportfolio im Laufe der Krise weniger stark verändern als Unternehmen ohne Mitbestimmung (vgl. [Abbildung 14](#)).

Die Regressionen zur Dimension *Strategie* gehen dem Mitbestimmungseffekt auf verschiedene strategische Entscheidungen in Unternehmen über den Zeitraum 2006–2013 nach (vgl. [Tabelle 9](#)). Wie in den anderen Dimensionen werden auch hier verschiedene Spezifikationen geprüft. Die Unterschiede bestehen in der abhängigen Variable zwischen „strategischer Wandel“ (Spezifikation 1), „Nettovermögen aus Akquisition“ (Spezifikation 2) und „diversifizierender M&A-Dummy“ (Spezifikation 3) und in der Methode zwischen System-GMM-Regressionen (Spezifikationen 1 und 2) und einer Probit-Regression (Spezifikation 3).

Beim *strategischen Wandel* der Unternehmen vor der Finanz- und Wirtschaftskrise zeigen die Regressionsergebnisse in Spezifikation 1, dass sich mitbestimmte Unternehmen weniger stark verändern als Unternehmen ohne Mitbestimmung, wobei dieser Effekt knapp außerhalb des 10-Prozent-Signifikanzniveaus liegt.

Während die Krise generell zu signifikant mehr Wandel in den Unternehmen führt, zeigt der Interaktionsterm „Krise×MB“, dass dieser Effekt nur für Unternehmen ohne Mitbestimmung gilt und mitbestimmte Unternehmen sogar auf strategische Veränderungen verzichten.

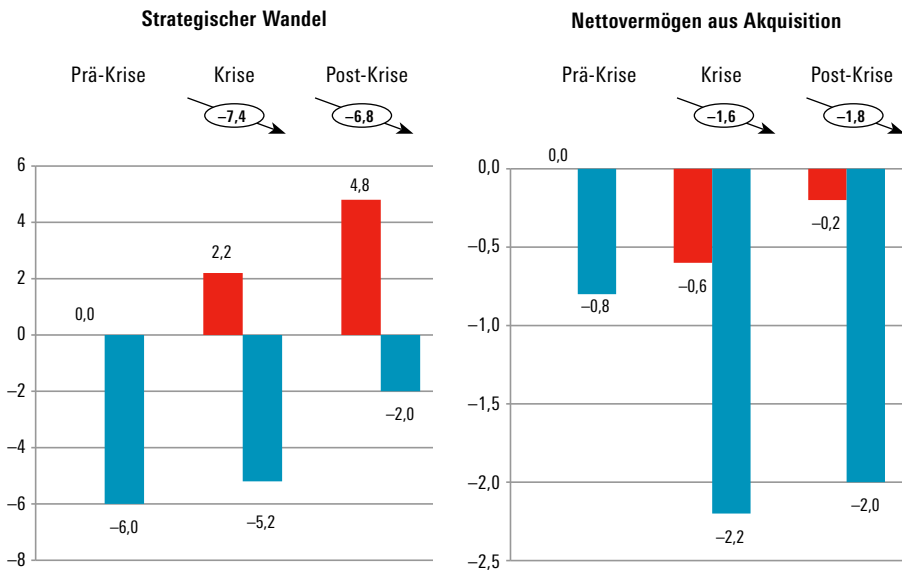
Nach der Krise setzt sich dieser Trend fort: Es findet sich ein noch stärkerer Effekt der Variable „Post-Krise“ mit höchster statistischer Signifikanz, und der Effekt „Post-Krise×MB“ ist ähnlich stark ausgeprägt wie „Krise×MB“. Insgesamt initiieren also Unternehmen ohne Mitbestimmung auch in der Nachkrisenzeit strategischen Wandel im Gegensatz zu mitbestimmten Unternehmen stärker.

In Hinblick auf die *M&A-Aktivitäten* der Unternehmen vor der Finanz- und Wirtschaftskrise liefern die Regressionen keine eindeutigen Ergebnisse über die beiden abhängigen Variablen in Spezifikation 2 und 3 hinweg. So

zeigt die Variable „Prä-Krise×MB“ für das Investitionsvolumen in M&As ein negatives Vorzeichen und für diversifizierende M&As ein positives Vorzeichen, wobei beide keine statistische Signifikanz aufweisen.

Für die Zeit der Krise verzeichnen beide Spezifikationen einen negativen Effekt und liegen nah am bzw. innerhalb des 10-Prozent-Signifikanzniveaus. Wie der Interaktionsterm „Krise×MB“ weiter verdeutlicht, ist die zu Zeiten der Krise geringere M&A-Aktivität speziell bei mitbestimmten Unternehmen noch ausgeprägter.

## Unternehmensentscheidungen hinsichtlich der Strategie



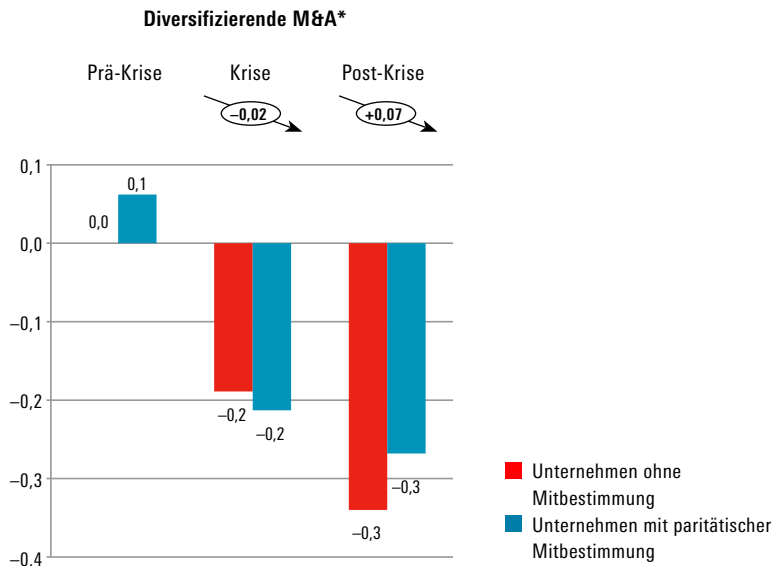
Quelle: eigene Darstellung

Anmerkungen: Die Analyse unterscheidet zwischen den Zeitperioden „Prä-Krise“, „Krise“ und „Post-Krise“, die sich auf die Jahre 2006–2007, 2008–2009 bzw. 2010–2013 beziehen. Die Unterschiede innerhalb der Perioden werden separat ausgewiesen. Für die zugrunde liegenden Regressionsanalysen wird auf die Spezifikationen in [Tabelle 9](#), für die Variablendefinitionen auf den [Anhang](#) verwiesen.

\*Koeffizienten der Probit-Regression

Bezüglich der Zeit nach der Krise beschreiben die Koeffizienten für die Variable „Post-Krise“ einen negativen Effekt auf M&A-Aktivitäten („Nettovermögen aus Akquisition“ und „diversifizierender M&A-Dummy“), wobei lediglich der Effekt auf diversifizierende M&As statistisch signifikant ist. Für mitbestimmte Unternehmen stellt der Interaktionsterm „Post-Krise×MB“ dar, dass diese das Investitionsvolumen in M&As auch nach der Krise stark reduzieren, während sie diversifizierenden M&As das Vorkrisenniveau erreichen.

Abbildung 14





**GMM-/Probit-Regressionen zum Einfluss der Mitbestimmung auf die Strategie**

<b>Spezifikation</b>	<b>(1)</b>
<b>Stichprobe</b>	<b>gematchte Stichprobe</b>
<b>Zeitraum</b>	<b>2006–2013</b>
<b>Methode</b>	<b>System GMM</b>
<b>abhängige Variable</b>	<b>strategischer Wandel</b>
Prä-Krise × MB	–0,030 [–1,553]
Krise	0,022** [2,346]
Krise × MB	–0,037** [–1,978]
Post-Krise	0,048*** [3,675]
Post-Krise × MB	–0,034* [–1,766]
Kontrollvariablen	ja
Industrieeffekte	ja
Ländereffekte	ja
# Beobachtungen	2.783
# Unternehmen	421
Hansen p-Wert	0,102
AR(1) p-Wert	0,000
AR(2) p-Wert	0,806

Quelle: eigene Analyse

Anmerkungen: Die Tabelle berichtet die Ergebnisse der multivariaten GMM-/Probit-Schätzungen zur Auswirkung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat auf die Strategie. In Spezifikation 1 ist „strategischer Wandel“ die abhängige Variable, die durch die Veränderung der Allokation finanzieller Mittel im Unternehmen gemessen wird. In Spezifikation 2 ist „Nettovermögen aus Akquisition“ die abhängige Variable, die durch die entsprechende Größe skaliert durch die Bilanzsumme gemessen wird. In Spezifikation 3 sind diversifizierende M&A die abhängige Variable, die durch einen „diversifizierenden M&A-Dummy“ gemessen wird. In alle Spezifikationen wurden folgende (nicht berichtete) gelaggte Kontrollvariablen aufgenommen: abhängige Variable (in Spezifikation 1 und 2), Unternehmensgröße (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme), langfristige Verschuldung, Profitabilität (ROE), Volatilität der

Tabelle 9

(2) gematchte Stichprobe 2006–2013 System GMM Nettovermögen aus Akquisition	(3) gematchte Stichprobe 2006–2013 Probit diversifizierender M&A-Dummy
-0,004	0,031
[-0,645]	[0,260]
-0,006	-0,189*
[-1,538]	[-1,908]
-0,008**	-0,012
[-2,399]	[-0,105]
-0,002	-0,340***
[-0,476]	[-3,621]
-0,009***	0,036
[-2,862]	[0,304]
ja	ja
ja	ja
ja	ja
2.815	3.532
427	535
0,569	
0,000	
0,920	

Profitabilität, Diversifizierung, Umsatzwachstum, Liquidität. In Spezifikation 3 wurden zusätzlich folgende (nicht berichtete) Kontrollvariablen aufgenommen: Eigentümerkonzentration und Aufsichtsratsgröße. In allen Spezifikationen wird für die fixen Industrie- bzw. Ländereffekte mittels der Dummy-Variablen für die jeweiligen Industrien und Länder kontrolliert. Darüber hinaus werden heteroskedastizitätsrobuste, auf Unternehmensebene geclusterte Standardfehler eingesetzt. In der Tabelle sind die GMM-/Probit-Koeffizienten und die t-Statistiken in Klammern angegeben. \*\*\*, \*\* und \* bezeichnen die statistische Signifikanz bei 1%, 5% bzw. 10%. Die Analyse umfasst den Zeitraum 2006–2013 mit insgesamt 3.532 Beobachtungen.

## 5 DISKUSSION DER EMPIRISCHEN ERGEBNISSE

---

Die deutsche wie auch die internationale Forschung zur unternehmerischen Mitbestimmung erbrachte in der Vergangenheit sehr unterschiedliche Ergebnisse hinsichtlich der Wirkung auf die Unternehmensperformance. Zur regelmäßig aufkommenden öffentlichen Diskussion um Wirkung und Nutzen der unternehmerischen Mitbestimmung sollten die empirischen Analysen in dieser Studie einen fundierten Beitrag leisten, der die Rolle der Mitbestimmung präzisiert. Zu diesem Zweck werden im Folgenden die empirischen Ergebnisse<sup>7</sup> der Analyse der Unternehmensperformance wie auch der Unternehmensunterscheidungen zusammengefasst und diskutiert. Anschließend wird in [Kapitel 6](#) auf Implikationen für Forschung, Unternehmen und Politik eingegangen.

Die Ergebnisse der *Analyse der Unternehmensperformance* ([Kapitel 4.1](#)) weisen für mitbestimmte Unternehmen eine robustere Performance während der Finanz- und Wirtschaftskrise aus. Dies trifft sowohl auf den Kapitalmarkt als auch auf die operativen Kennzahlen zu. Anscheinend gelang es mitbestimmten Unternehmen, die negativen Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise besser aufzufangen und sich schneller von diesen zu erholen.

Im Hinblick auf die *Kapitalmarktperformance* ([Kapitel 4.1.1](#)) sind über den betrachteten Zeitraum hinweg signifikant positivere Resultate bei mitbestimmten Unternehmen festzustellen. So verzeichnen mitbestimmte Unternehmen höhere Renditen im Allgemeinen wie auch im Vergleich zu ähnlichen Unternehmen am Markt. Außerdem weisen sie über den betrachteten Zeitraum hinweg eine geringere Volatilität am Kapitalmarkt auf, was aufgrund der geringeren Schwankungen ein Mehr an Stabilität bedeutet.

Auch die Unternehmensbewertungen von mitbestimmten Unternehmen unterliegen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise einer geringeren Reduktion als die Bewertungen von Unternehmen ohne Mitbestimmung. Außerdem lässt sich diesbezüglich festhalten, dass paritätisch mitbestimmte Unternehmen besser dastehen als Unternehmen mit Drittelbeteiligung, die wiederum vor Unternehmen ohne Mitbestimmung liegen.

---

7 Allen empirischen Ergebnissen liegt ein Betrachtungszeitraum zugrunde, der die Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 mit einschließt. Die getroffenen Aussagen können sich folglich nur auf die Wirkung der unternehmerischen Mitbestimmung im Kontext der Krise beziehen und eignen sich nicht zur Verallgemeinerung.

Im Hinblick auf die *operative Performance* (Kapitel 4.1.2) zeigen die Ergebnisse ein ähnliches Bild wie bei der Kapitalmarktperformance, nämlich dass mitbestimmte Unternehmen die Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich besser überstehen. So erfahren mitbestimmte Unternehmen bei der Rentabilität im Vergleich zum Vorkrisenniveau geringere Einbußen und können diese nach der Krise schneller wieder steigern. Ein ähnliches Verhältnis zeigen die Ergebnisse bei der Umsatzrentabilität, die bei paritätisch mitbestimmten Unternehmen während der Krise sogar steigt, während Unternehmen mit Drittelbeteiligung in und nach der Krise keine wesentliche Veränderung zum Vorkrisenniveau aufweisen. Anders verhält es sich bei Unternehmen ohne Mitbestimmung, die während der Krise zunächst eine Reduzierung der Umsatzrentabilität erleiden und diesen Trend auch unmittelbar nach der Krise nicht stoppen können.

Die Ergebnisse der *Analyse der Unternehmensentscheidungen* (Kapitel 4.2) zeigen, dass wichtige Entscheidungen in mitbestimmten Unternehmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise systematisch anders getroffen wurden als in Unternehmen ohne Mitbestimmung. Diese Evidenz erstreckt sich über sämtliche untersuchten Dimensionen von Unternehmensentscheidungen. Offensichtlich ist bei mitbestimmten Unternehmen eine stärkere langfristige Orientierung wirksam, wie es der Einfluss der Arbeitnehmer auf Aufsichtsratsebene auch erwarten lässt.

In der Dimension *Beschäftigung* (Kapitel 4.2.1) ist zu erkennen, dass mitbestimmte Unternehmen während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise weniger Mitarbeiter entlassen haben und dabei vor allem auf substantielle Entlassungen verzichtet haben. Zugleich zeigen die Daten vor der Krise in mitbestimmten Unternehmen eine signifikant höhere Durchschnittsvergütung, wobei sich dieser Unterschied während der Krise abschwächt. Nach der Krise zeigt sich jedoch wieder das Vorkrisenbild. Die konstanten Mitarbeiterzahlen in mitbestimmten Unternehmen könnten ein wesentlicher Faktor dafür gewesen sein, dass die ursprünglichen Produktionskapazitäten im Anschluss an die Krise schnell wieder erreicht wurden.

In der Dimension *Investitionen* (Kapitel 4.2.2) zeigen die Analysen, dass mitbestimmte Unternehmen sowohl ihre Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie Sachanlagen als auch das Gesamtvolumen trotz der Finanz- und Wirtschaftskrise aufrechterhalten, während Unternehmen ohne Mitbestimmung diese Investitionen zurückfahren. Somit halten mitbestimmte Unternehmen ihren Vorsprung bei den Investitionen gegenüber Unternehmen ohne Mitbestimmung auch während der Krise aufrecht. Für beide Gruppen lässt sich nach der Krise ein starker Anstieg sämtlicher Investitionen

beobachten, allerdings erreichen mitbestimmte Unternehmen auch hier höhere Investitionsvolumen. Grundsätzlich ist im Hinblick auf wichtige Zukunftsinvestitionen zu konstatieren, dass mitbestimmte Unternehmen während der Krise stärker daran festhalten, was ein weiterer wichtiger Faktor sein könnte, warum es mitbestimmten Unternehmen in kürzerer Zeit gelingt, an ihre vorherige Performance anzuknüpfen.

In der Dimension *Finanzierung* (Kapitel 4.2.3) zeigen die Ergebnisse in der Zeit der Finanz- und Wirtschaftskrise insgesamt weniger langfristige Fremdkapitalaufnahmen sowie mehr Dividendenausschüttungen und Aktienrückkaufprogramme. Während bei mitbestimmten Unternehmen eine deutliche Tendenz zu Dividendenausschüttungen zu beobachten ist, verzichten sie in höherem Maße als nicht-mitbestimmte Unternehmen auf Aktienrückkäufe. Nach der Krise reduzieren besonders die mitbestimmten Unternehmen ihre langfristige Verschuldung, so dass sich die Verhältnisse in etwa auf Vorkrisenniveau stabilisieren. Darüber hinaus hat das Ausmaß an Dividendenausschüttungen bei allen Unternehmen weiter zugenommen, wobei auch hier die mitbestimmten Unternehmen herausstechen. Auf Aktienrückkäufe im großen Stil verzichten die mitbestimmten Unternehmen hingegen auch nach der Krise.

In der Dimension *Strategie* (Kapitel 4.2.4) lassen die Tests erkennen, dass mitbestimmte Unternehmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise weniger strategische Änderungen vollziehen. Dies zeigt sich in einem geringeren Investitionsvolumen in M&A und einer geringeren Anzahl an diversifizierenden M&As im Vergleich zu Unternehmen ohne Mitbestimmung. Mitbestimmte Unternehmen ändern ihr Portfolio also auch in Zeiten der Krise in geringerem Maße als nicht-mitbestimmte Unternehmen und weisen somit – wie in den anderen Dimensionen der Unternehmensentscheidungen – eine höhere Kontinuität auf.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse einerseits eine robustere Performance mitbestimmter Unternehmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise und andererseits systematische Unterschiede bei den Unternehmensentscheidungen, die bei mitbestimmten Unternehmen eine langfristigere Orientierung erkennen lassen. Der Beitrag der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat könnte also den von der Krise ausgehenden Druck zu kurzfristig orientierten Handlungen durch eine langfristigere Orientierung der Unternehmensführung aufgefangen haben.

Angesichts der positiveren Performance der mitbestimmten Unternehmen während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise liegt es daher nahe,

die Ursache hierfür in der unternehmerischen Mitbestimmung zu vermuten. Damit liefert die Studie Anhaltspunkte, dass die deutsche Wirtschaft aufgrund der großen Verbreitung der Mitbestimmung eine vergleichsweise robuste Entwicklung während der und im Anschluss an die Finanz- und Wirtschaftskrise erfahren hat.

## 6 FAZIT UND AUSBLICK

---

Ziel der vorliegenden empirischen Studie ist es, die Wirkung der unternehmerischen Mitbestimmung auf die Unternehmensführung in deutschen Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 zu analysieren. Anlass für die Studie ist die widersprüchlich geführte Diskussion um die Mitbestimmung in Politik und Wissenschaft wie auch in Wirtschafts- und Arbeitnehmerverbänden.

Grundlage für die Studie bilden die in den Jahren 2006–2013 im deutschen *Prime Standard* gelisteten Aktiengesellschaften, ergänzt durch vergleichbare europäische Unternehmen zur präziseren Identifizierung des Mitbestimmungseffektes. Mit Hilfe dieses speziellen Untersuchungsdesigns, einer breiten Datengrundlage und zahlreichen multivariaten Regressionsanalysen sollen methodische Schwächen bisheriger Studien zum Thema Mitbestimmung verringert und den Ergebnissen der vorliegenden Studie eine stärkere Validität verliehen werden.

Um im Rahmen der regelmäßig aufkommenden Diskussion um Wirkung und Nutzen der unternehmerischen Mitbestimmung einen Beitrag zu leisten, werden in der vorliegenden Studie neben der Unternehmensperformance auch die Unternehmensentscheidungen während der Finanz- und Wirtschaftskrise untersucht.

Die Ergebnisse der Analyse der *Unternehmensperformance* zeigen aufseiten der mitbestimmten Unternehmen, die die negativen Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise besser aufgefangen und sich schneller von diesen erholt haben, eine robustere Performance. Diese schlägt sich sowohl in der *Kapitalmarktperformance* (höhere Rendite, geringere Volatilität und positivere Unternehmensbewertung) als auch der *operativen Performance* (positivere Entwicklung der Rentabilität und der Umsatzrentabilität) nieder.

Die Ergebnisse der Analyse der *Unternehmensentscheidungen* zeigen systematische Unterschiede zwischen mitbestimmten und nicht-mitbestimmten Unternehmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise auf, wobei bei mitbestimmten Unternehmen eine langfristige Orientierung zu erkennen ist. Diese Resultate erstrecken sich bei den mitbestimmten Unternehmen über alle untersuchten Dimensionen: *Beschäftigung* (weniger Entlassungen bei frühzeitigen Arbeitsentgeltanpassungen), *Investitionen* (höhere Investitionen in F&E und Sachanlagen), *Finanzierung* (geringere langfristige Verschuldung und weniger Aktienrückkäufe) sowie *Strategie* (weniger strategische Änderungen und geringeres M&A-Volumen).

- Die Studie liefert wichtige Ergebnisse für Unternehmen und Forschung:
- Die unternehmerische Mitbestimmung hat beim letzten exogenen Schock in Form der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 geholfen, kurzfristiges Verhalten zu reduzieren und ein schnelleres Umschalten in den Wachstumsmodus zu ermöglichen. Ausgehend von zunehmend volatiler und komplexer werdenden Wettbewerbssituationen von Unternehmen erscheint die unternehmerische Mitbestimmung als ein geeignetes Instrument, Transformationsprozesse erfolgreich zu bewältigen. In diesem Kontext kann die unternehmerische Mitbestimmung die Möglichkeit bieten, Risiken im Hinblick auf die Unternehmenssituation wie auch auf die individuelle Situation von Arbeitnehmern besser abzufangen – und damit auch die Volkswirtschaft als Ganzes zu schützen.
  - Zweitens zeigt die Studie, dass die unternehmerische Mitbestimmung ein vorteilhaftes Instrument im Rahmen der Kommunikation zwischen Eigentümern und Mitarbeitern zur Kompromissfindung ist. Offenbar lassen sich mit Hilfe der unternehmerischen Mitbestimmung leichter Kompromisse zwischen den Anforderungen an die Leistungsfähigkeit der Unternehmen und der sozialen Sicherung der Arbeitnehmer finden. Einerseits wiesen mitbestimmte Unternehmen in der Finanz- und Wirtschaftskrise bessere Resultate bei der Kapitalmarkt- wie auch bei der operativen Performance auf, andererseits wurde bei den Unternehmensentscheidungen nach wie vor ein besonderes Augenmerk auf die langfristige Existenzsicherung gelegt.
  - Drittens liefert die Studie empirisch fundierte Argumente für die regelmäßig aufkommende Diskussion um Wirkung und Nutzen der unternehmerischen Mitbestimmung. Insgesamt sollte die öffentliche Wahrnehmung des Themas „unternehmerische Mitbestimmung und der Beitrag der Arbeit“ in Zukunft weniger von anekdotischen Fallbeispielen getrieben werden. Perspektivisch sollten stattdessen vermehrt methodisch fundierte und auf einer breiten Datengrundlage basierende Studienergebnisse im Fokus der Diskussion stehen.

Vor dem Hintergrund der erzielten empirischen Ergebnisse in dieser Studie sollten Forderungen nach Änderungen bzw. Anpassungen des deutschen Mitbestimmungsrechts, vor allem mit Blick auf künftige Transformationsprozesse, kritisch hinterfragt werden. Letztlich sollte die Partizipation von Mitarbeitern im Aufsichtsrat im Rahmen von zukünftigen Transformationsprozessen damit nicht als Hindernis, sondern als Chance verstanden werden.



## 7 ANHANG: VARIABLENDEFINITION UND -QUELLEN

Variable	Definition	Quelle
Prä-Krise	eine binäre Variable, die den Wert 1 für den Zeitraum 2006–2007 und ansonsten den Wert 0 erhält	–
Krise	eine binäre Variable, die den Wert 1 für den Zeitraum 2008–2009 und ansonsten den Wert 0 erhält	–
Post-Krise	eine binäre Variable, die den Wert 1 für den Zeitraum 2010–2013 und ansonsten den Wert 0 erhält	–
MB <sub>D</sub>	eine binäre Variable, die den Wert 1 bei mitbestimmten Unternehmen und ansonsten den Wert 0 erhält	Geschäftsberichte
MB	eine kategoriale Variable, die den Wert 2 bei paritätisch mitbestimmten Unternehmen, den Wert 1 bei mitbestimmten Unternehmen und ansonsten den Wert 0 erhält	Geschäftsberichte
<b>Performance</b>		
Aktienrendite	die Rendite einer Aktienanlage zwischen zwei Jahren, die sich aus der Kursentwicklung und einer zwischenzeitlich gezahlten Dividende ergibt	Datastream/ Worldscope
Tobin's Q	das Verhältnis von Bilanzsumme minus Buchwert des Eigenkapitals plus Marktwert des Eigenkapitals zur Bilanzsumme	Datastream/ Worldscope
ROA	das Verhältnis von EBIT zur Bilanzsumme	Datastream/ Worldscope
ROS	das Verhältnis von EBIT zum Umsatz	Datastream/ Worldscope
CF/SLS	das Verhältnis vom operativen Cashflow zum Umsatz	Datastream/ Worldscope
ROIC	das Verhältnis von EBIT zum investierten Kapital	Datastream/ Worldscope
ROE	das Verhältnis von EBIT zum Eigenkapital	Datastream/ Worldscope
<b>Beschäftigung</b>		
Wachstum der Mitarbeiterzahl	die jährliche Veränderung der Mitarbeiterzahl	Datastream/ Worldscope
Entlassungen (in Höhe von über 20%)	eine binäre Variable, die den Wert 1 bei Entlassungen in Höhe von über 20% und ansonsten den Wert 0 erhält	Datastream/ Worldscope
Arbeitsentgelt	Arbeitskosten pro Mitarbeiter (industrieadjustiert)	Datastream/ Worldscope

<b>Variable</b>	<b>Definition</b>	<b>Quelle</b>
<b>Investitionen</b>		
Investitionen in F&E	das Verhältnis von Investitionen in Forschung und Entwicklung zum Umsatz	Datastream/ Worldscope
Investitionen in Sachanlagen	das Verhältnis von Investitionen in Sachanlagen zum Umsatz	Datastream/ Worldscope
Investitionen in Sachanlagen und F&E	das Verhältnis der Summe der Investitionen in Sachanlagen und Forschung und Entwicklung zum Umsatz	Datastream/ Worldscope
<b>Finanzierung</b>		
langfristige Verschuldung	das Verhältnis von langfristigem Fremdkapital zur Bilanzsumme	Datastream/ Worldscope
Eigenkapitalüberdeckung	das Verhältnis von langfristigem Fremdkapital zum Eigenkapital	Datastream/ Worldscope
Dividenden-Dummy	eine binäre Variable, die den Wert 1 bei Dividenden im entsprechenden Jahr und ansonsten den Wert 0 erhält	Datastream/ Worldscope
Aktienrückkäufe-Dummy	eine binäre Variable, die den Wert 1 bei Aktienrückkäufen im entsprechenden Jahr und ansonsten den Wert 0 erhält	Datastream/ Worldscope
Verschuldung	das Verhältnis von Fremdkapital zur Bilanzsumme	Datastream/ Worldscope
Liquidität	das Verhältnis von Liquiditätsbeständen zur Bilanzsumme	Datastream/ Worldscope
Auszahlungsquote	das Verhältnis von Aktienrückkäufen und Dividenden zum operativen Cashflow	Datastream/ Worldscope
Aktienrückkäufe	das Verhältnis von Aktienrückkäufen zum operativen Cashflow	Datastream/ Worldscope
Dividendenquote	das Verhältnis von Dividenden zum operativen Cashflow	
<b>Strategie</b>		
strategischer Wandel	eine Veränderung in der Allokation finanzieller Mittel, die die Veränderungen im Anlagevermögen, den Gemeinkosten, den Vorräten und der Verschuldung umfasst	Datastream/ Worldscope
Nettovermögen aus Akquisition	das Verhältnis von Nettovermögen aus Akquisitionen zum Umsatz	Datastream/ Worldscope
Diversifizierender M&A-Dummy	eine binäre Variable, die den Wert 1 bei diversifizierenden M&A-Transaktionen im entsprechenden Jahr und ansonsten den Wert 0 erhält	SDC Platinum

<b>Variable</b>	<b>Definition</b>	<b>Quelle</b>
Unternehmenscharakteristika		
Marktkapitalisierung (ln)	der natürliche Logarithmus der Marktkapitalisierung	Datastream/Worldscope
Bilanzsumme (ln)	der natürliche Logarithmus der Bilanzsumme	Datastream/Worldscope
Umsatz (ln)	der natürliche Logarithmus des Umsatzes	Datastream/Worldscope
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	das Verhältnis von Marktkapitalisierung zum Eigenkapital	Datastream/Worldscope
Volatilität der Profitabilität	die 3-Jahres-Volatilität in ROE	Datastream/Worldscope
Umsatzwachstum	die jährliche Veränderung des Umsatzes	Datastream/Worldscope
Immaterialität	das Verhältnis von immateriellen Vermögenswerten zum Umsatz	Datastream/Worldscope
Tangibilität	das Verhältnis von Anlagevermögen zur Bilanzsumme	Datastream/Worldscope
Kapitalintensität	das Verhältnis von Mitarbeiterzahl zum Anlagevermögen	Datastream/Worldscope
Unternehmensrisiko	die Gesamtvarianz der wöchentlichen Aktienrenditen (gemessen auf jährlicher Basis)	Datastream/Worldscope
idiosynkratisches Risiko	die unerklärte Varianz der wöchentlichen Aktienrenditen (gemessen auf jährlicher Basis)	Datastream/Worldscope
Diversifizierungsgrad	das Entropiemaß der Produktdiversifikation	Datastream/Worldscope
Eigentümerkonzentration	der Gesamtanteil der Paketaktionäre	Datastream/Worldscope
Aufsichtsratsgröße	der natürliche Logarithmus der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder	Geschäftsberichte

# LITERATUR

- ddison, John T./Schnabel, Claus (2011):** Worker directors: A German product that did not export? In: *Industrial Relations* 50, H. 2, S. 354–374.
- Ball, Laurence M. (2014):** Long-term damage from the Great Recession in OECD countries. NBER Working Paper 20185.
- Balsmeier, Benjamin/Bermig, Andreas/Dilger, Alexander (2013):** Corporate governance and employee power in the boardroom: An applied game theoretic analysis. In: *Journal of Economic Behavior & Organization* 91, S. 51–74.
- Baums, Theodor/Frick, Bernd (1999):** The market value of the codetermined firm. In: Blair, Margaret M./Roe, Mark J. (Hrsg.): *Employees and Corporate Governance*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, S. 206–239.
- Baums, Theodor/Ulmer, Peter (Hrsg.) (2004):** Unternehmens-Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedstaaten. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH.
- Bems, Rudolfs/Johnson, Robert C./Yi, Kei-Mu (2013):** The great trade collapse. In: *Annual Review of Economics* 5, H. 1, S. 375–400.
- Bermig, Andreas/Frick, Bernd (2011):** Mitbestimmung und Unternehmensperformance – Der Einfluss von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat auf den Unternehmenswert. In: *Die Betriebswirtschaft* 71, H. 3, S. 281–304.
- Bertelsmann Stiftung/Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (1998):** Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen. Bilanz und Perspektiven. Bericht der Kommission Mitbestimmung.
- Bliss, Barbara A./Cheng, Yingmei/Denis, David J. (2015):** Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. In: *Journal of Financial Economics* 115, H. 3, S. 521–540.
- BMAS (Bundesministerium für Arbeit und Soziales) (Hrsg.) (2012):** Mitbestimmung – eine gute Sache.
- Burda, Michael C./Hunt, Jennifer (2011):** What explains the German labor market miracle in the Great Recession? NBER Working Paper 17187.
- Campello, Murillo/Graham, John R./Harvey, Campbell R. (2010):** The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. In: *Journal of Financial Economics* 97, H. 3, S. 470–487.
- Carpenter, Mason A. (2000):** The price of change: the role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. In: *Journal of Management* 26, H. 6, S. 1179–1198.
- Clauwaert, Stefan/Spiegelaere, Stan De/Hoffmann, Aline/Jagodzinski, Romuald/Ponce, Aida/Schömann, Isabelle/Vitols, Sigurt (2016):** A social Europe needs workers' participation. In: Jepsen, M. (Hrsg.): *Benchmarking Working Europe 2016*, Brussels: ETUI, S. 55–70.
- Conchon, Aline (2011):** Board-level employee representation rights in Europe: Facts and trends, Brussels: ETUI.
- Conyon, Martin/Judge, William Q./Useem, Michael (2011):** Corporate governance and the 2008–09 financial crisis. In: *Corporate Governance: An International Review* 19, H. 5, S. 399–404.
- Cull, Robert/Martinez Peria, Maria Soledad (2013):** Bank ownership and lending patterns during the 2008–2009 financial crisis: Evidence from Latin America and Eastern Europe. In: *Journal of Banking and Finance* 37, H. 12, S. 4861–4878.
- DCGK (Deutscher Corporate Governance Kodex) (Hrsg.) (2018):** Deutscher Corporate Governance Kodex.

- Dietz, Daniel/Zwick, Thomas (2018):** Training in the Great Recession – Evidence from an individual perspective. ZEW Discussion Papers 18-037.
- Dustmann, Christian/Fitzenberger, Bernd/Schönberg, Uta/Spitz-Oener, Alexandra (2014):** From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy. In: Journal of Economic Perspectives 28, H. 1, S. 167–188.
- Elsby, Michael W./Hobijn, Bart/Sahin, Aysegül (2010):** The labor market in the Great Recession. NBER Working Paper 15979.
- Estrada, Edward J. (2011):** The immediate and lasting impacts of the 2008 economic collapse – Lehman Brothers, General Motors, and the secured credit markets. In: University of Richmond Law Review 45, S. 1111–1142.
- ETUI (European Trade Union Institute for Research) (Hrsg.) (2017):** Benchmarking Working Europe 2017, Brussels: ETUI.
- Fauver, Larry/Fuerst, Michael E. (2006):** Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. In: Journal of Financial Economics 82, H. 3, S. 673–710.
- Financial Crisis Inquiry Commission (Hrsg.) (2011):** The Financial Crisis Inquiry Report.
- Finkelstein, Sydney/Hambrick, Donald C. (1990):** Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. In: Administrative Science Quarterly 35, H. 3, S. 484–503.
- FitzRoy, Felix R./Kraft, Kornelius (1993):** Economic effects of codetermination. In: The Scandinavian Journal of Economics 95, H. 3, S. 365–375.
- FitzRoy, Felix R./Kraft, Kornelius (2005):** Co-determination, efficiency, and productivity. In: British Journal of Industrial Relations 43, H. 2, S. 233–247.
- Gold, Michael (2010):** Employee participation in the EU: The long and winding road to legislation. In: Economic and Industrial Democracy 31, H. 4, S. 9–23.
- Gold, Michael (2011):** „Taken on board“: An evaluation of the influence of employee board-level representatives on company decision-making across Europe. In: European Journal of Industrial Relations 17, H. 1, S. 41–56.
- Gorton, Gary/Schmid, Frank A. (2004):** Capital, labor, and the firm: A study of German codetermination. In: Journal of the European Economic Association 2, H. 5, S. 863–905.
- Hall, Robert E. (2015):** Quantifying the lasting harm to the US Economy from the financial crisis. In: NBER Macroeconomics Annual 29, H. 1, S. 71–128.
- Handelsblatt (Hrsg.) (2004):** Clement will Mitbestimmung im Aufsichtsrat verteidigen, [www.handelsblatt.com/2420094.html](http://www.handelsblatt.com/2420094.html) (Abruf am 28.10.2018).
- Hartmann, Jens/Hildebrand, Jan (2009):** Mitbestimmung ist ein Standortvorteil, [www.welt.de/welt\\_print/wirtschaft/article4967853.html](http://www.welt.de/welt_print/wirtschaft/article4967853.html) (Abruf am 20.10.2018).
- Herzog-Stein, Alexander/Horn, Gustav A./Stein, Ulrike (2013):** Macroeconomic implications of the German short-time work policy during the great recession. In: Global Policy 4, H. 1, S. 30–40.
- Herzog-Stein, Alexander/Lindner, Fabian/Sturn, Simon (2018):** The German employment miracle in the Great Recession: the significance and institutional foundations of temporary working-time reductions. In: Oxford Economic Papers 70, H. 1, S. 206–224.
- Höpner, Martin (2004):** Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss – Die Mitbestimmungsdebatte im Licht der sozialwissenschaftlichen Forschung. In: Industrielle Beziehungen 11, H. 4, S. 347–379.

- Höpner, Martin/Waclawczyk, Maximilian (2013):** Opportunismus oder Ungewissheit? Die Arbeitgeberhaltungen zum mitbestimmten Aufsichtsrat. In: Industrielle Beziehungen 20, H. 1, S. 54–76.
- International Monetary Fund (Hrsg.) (2009):** What's the damage? Medium-term output dynamics after financial crises, IMF Working Papers 09/245.
- Jackson, Gregory (2005):** Employee representation in the board compared: A fuzzy sets analysis of corporate governance, unionism and political institutions. In: Industrielle Beziehungen 12, H. 3, S. 252–279.
- Jirjahn, Uwe (2010):** Ökonomische Wirkungen der Mitbestimmung in Deutschland: Ein Update, Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Jirjahn, Uwe/Smith, Stephen C. (2018):** Nonunion employee representation: Theory and the German experience with mandated works councils. In: Annals of Public and Cooperative Economics 89, H. 1, S. 201–233.
- Johnson, Simon/Boone, Peter/Breach, Alasdair/Friedman, Eric (2000):** Corporate governance in the Asian financial crisis. In: Journal of Financial Economics 58, H. 1–2, S. 141–186.
- Jörges, Hans-Ulrich/Wolf-Doettinchem, Lorenz (2004):** Mitbestimmung. „Ein Irrtum der Geschichte“, [www.stern.de/wirtschaft/news/mitbestimmung-ein-irrtum-der-geschichte-531082.html](http://www.stern.de/wirtschaft/news/mitbestimmung-ein-irrtum-der-geschichte-531082.html) (Abruf am 25.10.2018).
- Keller, Berndt/Werner, Frank (2010):** Industrial democracy from a European perspective: The example of SEs. In: Economic and Industrial Democracy 31, H. 4S, S. 40–54.
- Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung (2006):** Bericht der Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung.
- Kraft, Kornelius/Stank, Jörg (2004):** Die Auswirkungen der gesetzlichen Mitbestimmung auf die Innovationsaktivität deutscher Unternehmen. In: Schmollers Jahrbuch 124, S. 421–449.
- Kraft, Kornelius/Stank, Jörg/Dewenter, Ralf (2009):** Co-determination and innovation. In: Cambridge Journal of Economics 35, H. 1, S. 145–172.
- Krenn, M./Papouschek, U./Gächter, A. (2014):** Die Verbesserung der Erwerbchancen gering Qualifizierter durch lernförderliche Gestaltung einfacher Arbeit. Endbericht zum Forschungsprojekt, Nürnberg: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung.
- Lopatta, Kerstin/Böttcher, Katarina/Jaeschke, Reemda (2018):** When labor representatives join supervisory boards: empirical evidence of the relationship between the change to parity codetermination and working capital and operating cash flows. In: Journal of Business Economics 88, H. 1, S. 1–39.
- Masouros, Pavlos E. (2014):** Corporate governance and the Great Recession: An alternative explanation for Germany's success in the post-2008 world. In: The Dovensmidt Quarterly, H. 1/2014, Nr. 8.
- Möller, Joachim (2010):** The German labor market response in the world recession – demystifying a miracle. In: Zeitschrift für Arbeitsmarktforschung 42, H. 4, S. 325–336.
- Munir, Kamal A. (2011):** Financial crisis 2008–2009: What does the silence of institutional theorists tell us? In: Journal of Management Inquiry 20, H. 2, S. 114–117.
- Nagel, Lars-Marten (2018):** Delivery Hero holt Arbeitnehmer in den Aufsichtsrat, [www.handelsblatt.com/21193464.html](http://www.handelsblatt.com/21193464.html) (Abruf am 26.10.2018).
- Niedenhoff, Horst-Udo (2005):** Mitbestimmung im europäischen Vergleich. In: IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung 32, H. 2, S. 3–17.
- North, Douglass C. (1991):** Institutions. In: The Journal of Economic Perspectives 5, H. 1, S. 97–112.

**Oehmichen, Jana/Schrapp, Sebastian/Wolff, Michael (2017):** Who needs experts most? Board industry expertise and strategic change – a contingency perspective. In: Strategic Management Journal 38, H. 3, S. 645–656.

**Petry, Stefan (2018):** Mandatory worker representation on the board and its effect on shareholder wealth. In: Financial Management 47, H. 1, S. 25–54.

**Rabinowitz, Kate/Shin, Youjin (2018):** The Great Recession's great hangover. [www.washingtonpost.com/graphics/2018/business/great-recession-10-years-out/?noredirect=on&utm\\_term=.388ab9c2bcc3](http://www.washingtonpost.com/graphics/2018/business/great-recession-10-years-out/?noredirect=on&utm_term=.388ab9c2bcc3) (Abruf am 26.10.2018).

**Renaud, Simon (2007):** Dynamic efficiency of supervisory board codetermination in Germany. In: Labour 21, H. 4–5, S. 689–712.

**Rinne, Ulf/Zimmermann, Klaus F. (2012):** Another economic miracle? The German labor market and the Great Recession. In: IZA Journal of Labor Policy 1, H. 1, S. 1–21.

**Roggemann, Herwig (2010):** Mitarbeiterbeteiligung und Eigentum: Ein Diskussionsbeitrag zur Wirtschaftskrise. Berlin: BWV, Berliner Wissenschafts-Verlag.

**Roth, Markus (2006):** Stärkung der betrieblichen Altersvorsorge als Ausweg aus der verfahrenen Mitbestimmungsdebatte. In: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 110, H. 4, S. 30–35.

**Rudolph, Bernd (2010):** Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze. In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 39, H. 1, S. 1–47.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Hrsg.) (2011): Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahresgutachten 2011/2012. [www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/publikationen/jahresgutachten.html](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/publikationen/jahresgutachten.html) (Abruf am 10.10.2018).

**Sick, Sebastian (2010):** Mitbestimmungsrelevante Unternehmen mit ausländischen/kombiniert ausländischen Rechtsformen. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

**Soininen, Juha/Puumalainen, Kaisu/Sjögrén, Helena/Syrjä, Pasi (2012):** The impact of global economic crisis on SMEs: Does entrepreneurial orientation matter? In: Management Research Review 35, H. 10, S. 927–944.

**Vitols, Sigurt (2006):** Ökonomische Auswirkungen der paritätischen Mitbestimmung: Eine ökonometrische Analyse, Gutachten im Auftrag des DGB Bundesvorstandes, Bereich Mitbestimmung und Unternehmenspolitik, Berlin: DGB.

**Vitols, Sigurt (2008):** The evolving European system of corporate governance: implications for worker participation. In: Transfer: European Review of Labour and Research 14, H. 1, S. 27–43.

**Waddington, Jeremy (2018):** European board-level employee representation – National variations in influence and power. The Netherlands: Kluwer Law International B. V.

**Zhang, Yan/Rajagopalan, Nandini (2010):** Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. In: Strategic Management Journal 31, H. 3, S. 334–346.





---

Die vorliegende Studie untersucht die Rolle der unternehmerischen Mitbestimmung während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009, indem sie Unternehmensperformance und -entscheidungen analysiert. Insgesamt zeigt sich die Unternehmensperformance mitbestimmter Unternehmen nicht nur während der Krise robuster als bei nicht-mitbestimmten Unternehmen, sie erholt sich auch schneller von den Auswirkungen. In engem Zusammenhang damit kommt bei den Unternehmensentscheidungen mitbestimmter Unternehmen eine langfristige Orientierung zum Vorschein. Diese Ergebnisse sind wichtig für die Diskussion um die Rolle der Mitbestimmung.

---

[WWW.BOECKLER.DE](http://WWW.BOECKLER.DE)

ISBN 978-3-86593-339-3