



HHL

LEIPZIG
GRADUATE SCHOOL
OF MANAGEMENT

Dissertation

Managermyopie in deutschen Unternehmen

Eine empirische Analyse

Michael Berger

E-Mail: michael.berger@hhl.de

Abstract:

Unterlassen die Vorstände deutscher Unternehmen wirtschaftlich sinnvolle Investitionen, um einer auf Quartalszahlen fokussierten Financial Community befriedigende Ergebnisse präsentieren zu können? In der vorliegenden Arbeit wird die Frage nach der Existenz von solch kurzfristigem Verhalten, bezeichnet als Managermyopie bzw. Managerial Myopia, sowie den Einflussfaktoren auf dieses Verhalten gestellt. Zur Beantwortung wurden eine postalische, anonymisierte Fragebogenumfrage unter den Finanzvorständen der CDAX-Unternehmen mit einer Rücklaufquote von 21% sowie teilstrukturierte Interviews durchgeführt. Die Ergebnisse liefern deutliche Hinweise auf die Existenz von kurzfristigem Verhalten. Die Faktoren Kapitalmarktdruck, Unternehmensgröße und Fremdkapitalquote besitzen einen statistisch messbaren Einfluss auf kurzfristiges Verhalten. Die Untersuchung liefert direkte Erkenntnisse über Kapitalmarktdruck, das tatsächlich ausgeübte Maß von kurzfristigem Verhalten und die aktuelle Debatte über die verpflichtende Einführung von Quartalsberichterstattung.

**MANAGERMYOPIE IN DEUTSCHEN
UNTERNEHMEN**

EINE EMPIRISCHE ANALYSE

DISSERTATION

ZUR ERLANGUNG DES AKADEMISCHEN GRADES DR. RER. OEC.

AN DER

HHL LEIPZIG GRADUATE SCHOOL OF MANAGEMENT

VORGELEGT VON

MICHAEL BERGER

ERSTGUTACHTER: PROF. DR. ARNIS VILKS

LEHRSTUHL FÜR MIKROÖKONOMIE

HHL LEIPZIG GRADUATE SCHOOL OF MANAGEMENT

ZWEITGUTACHTER: ASSOCIATE PROF. DR. PETER KESTING

CENTRE OF ORGANIZATIONAL RENEWAL AND EVOLUTION

AARHUS UNIVERSITY

MÜNCHEN, 21.05.2012

INHALTSVERZEICHNIS

Seite

INHALTSVERZEICHNIS	I
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	IV
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VI
TABELLENVERZEICHNIS.....	VII
I. EINLEITUNG	1
1. HINTERGRUND.....	1
2. PROBLEMSTELLUNG, RELEVANZ UND NEUIGKEITSGRAD DER ARBEIT	3
3. AUFBAU DER ARBEIT.....	5
II. GRUNDLAGEN	7
1. MANAGERMYOPIE: BEGRIFFSBESTIMMUNG	7
2. AUSPRÄGUNGSFORMEN VON MANAGERMYOPIE	11
2.1. Aufwendungsmyopie	12
2.1.1. Forschung und Entwicklung	13
2.1.2. Werbung.....	14
2.1.3. Personalentwicklung	16
2.1.4. Sonstige Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie.....	17
2.2. Ertragsmyopie	17
2.2.1. Preiserhöhungen.....	18
2.2.2. Preissenkungen.....	19
2.2.3. Markenerweiterungen	22
2.2.4. Nutzung neuer Distributionskanäle.....	23
III. LITERATURÜBERBLICK	26
1. EINORDNUNG DER MANAGERMYOPIE-LITERATUR INNERHALB DER CORPORATE-FINANCE-LITERATUR.....	26
2. EINORDNUNG DER MANAGERMYOPIE-LITERATUR INNERHALB DER ACCOUNTING-LITERATUR.....	33
2.1. Einordnung der Managermyopie-Literatur innerhalb der angloamerikanischen Accounting-Literatur.....	33
2.2. Einordnung der Managermyopie-Literatur innerhalb der deutschen Accounting-Literatur.....	35
3. „ANECDOTAL EVIDENCE“.....	37
4. THEORETISCHE ARBEITEN	42
5. EMPIRISCHE ARBEITEN	53
5.1. Analysen von Aufwendungen.....	53
5.2. Analysen von Kapitalaufnahmen.....	58
5.3. Umfragen und Experimente.....	62

5.4.	Sonstige.....	64
6.	ZUSAMMENFASSENDER WÜRDIGUNG DES VORHANDENEN MATERIALS.....	69
6.1.	Würdigung des vorhandenen theoretischen Materials.....	69
6.2.	Würdigung des vorhandenen empirischen Materials.....	71
IV.	METHODIK.....	74
1.	FRAGESTELLUNGEN UND HYPOTHESEN.....	74
1.1.	Fragestellungen.....	75
1.1.1.	Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen.....	76
1.1.2.	Existenz von Kapitalmarktdruck auf deutsche Unternehmen.....	79
1.2.	Hypothesen.....	80
1.2.1.	Kapitalmarktdruck.....	81
1.2.2.	Berichtsfrequenz.....	82
1.2.3.	Strategische Langfristinvestoren.....	84
1.2.4.	Fremdfinanzierung.....	85
1.2.5.	Unternehmensgröße.....	86
1.2.6.	Industriezugehörigkeit.....	87
2.	DURCHFÜHRUNG DER UNTERSUCHUNG.....	88
2.1.	Methode der Datenerhebung.....	88
2.1.1.	Begründung der Methode der Datenerhebung.....	88
2.1.2.	Einordnung des gewählten Untersuchungsdesigns.....	91
2.2.	Durchführung der Fragebogenumfrage.....	93
2.2.1.	Untersuchungsobjekte, angestrebte Grundgesamtheit und Beobachtungsobjekte.....	93
2.2.2.	Auswahlgesamtheit.....	94
2.2.3.	Fragebogenentwicklung.....	95
2.2.4.	Versendung und Rücklauf der Fragebögen, Inferenzpopulation.....	96
2.3.	Durchführung der Interviewserie.....	98
2.4.	Operationalisierung der verwendeten Variablen.....	99
2.4.1.	Operationalisierung von Managermyopie.....	99
2.4.2.	Operationalisierung von Kapitalmarktdruck.....	103
2.4.3.	Operationalisierung der demographischen Variablen.....	104
3.	BESCHREIBUNG DER INFERENZPOPULATION DER FRAGEBOGENUMFRAGE.....	107
3.1.	Eigenschaften der an der Fragebogenumfrage teilnehmenden Unternehmen.....	107
3.2.	Verzerrungen der Inferenzpopulation.....	109
3.2.1.	Analyse des Coverage-Bias.....	109
3.2.2.	Analyse des Non-Response-Bias.....	110
3.2.3.	Analyse des Social-Desirability-Bias.....	114
3.2.4.	Analyse des Informant-Bias.....	117
3.2.5.	Analyse der Verzerrung durch Mißverständnis.....	118
4.	ZUSAMMENFASSUNG DER METHODIK.....	119
V.	ERGEBNISSE.....	122
1.	DESKRIPTIVE ANALYSE.....	122
1.1.	Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen.....	122
1.2.	Existenz von Aufwendungsmyopie in deutschen Unternehmen.....	124

1.3.	Existenz verschiedener Ausprägungen von Aufwendungsmyopie in deutschen Unternehmen.....	126
1.4.	Existenz von Ertragsmyopie in deutschen Unternehmen	128
1.5.	Existenz verschiedener Ausprägungen von Ertragsmyopie in deutschen Unternehmen.....	129
1.6.	Existenz von Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen.....	131
2.	INFERENZSTATISTISCHE ANALYSE	133
2.1.	Kapitalmarktdruck und Managermyopie	133
2.2.	Berichtsfrequenz und Kapitalmarktdruck	137
2.3.	Berichtsfrequenz und Managermyopie	139
2.4.	Strategische Langfristinvestoren und Kapitalmarktdruck	140
2.5.	Strategische Langfristinvestoren und Managermyopie	141
2.6.	Fremdkapitalquote und Kapitalmarktdruck	142
2.7.	Fremdkapitalquote und Managermyopie	144
2.8.	Unternehmensgröße und Kapitalmarktdruck.....	145
2.9.	Unternehmensgröße und Managermyopie	147
2.10.	Industriezugehörigkeit und Kapitalmarktdruck	148
2.11.	Industriezugehörigkeit und Managermyopie	152
VI.	DISKUSSION UND AUSBLICK.....	156
1.	ZUSAMMENFASSUNG UND DISKUSSION DER ERGEBNISSE.....	156
2.	FAZIT	162
3.	LIMITATIONEN DER VORLIEGENDEN ARBEIT	163
4.	STÄRKEN DER VORLIEGENDEN ARBEIT.....	164
5.	ZUKÜNFTIGE FORSCHUNG	165
6.	AUSBLICK.....	167
	ANHANG 1: DAS MODELL VON STEIN (1989).....	170
	ANHANG 2: FRAGEBOGEN.....	174
	ANHANG 3: BEGLEITSCHREIBEN DEUTSCHE BÖRSE AG	176
	ANHANG 4: ANTWORTEN DER FRAGEBOGENUMFRAGE	177
	ANHANG 5: INTERVIEW-LEITFADEN.....	179
	LITERATURVERZEICHNIS.....	180
	VERZEICHNIS DER ZITIERTEN ZEITUNGSARTIKEL.....	199
	VERZEICHNIS DER ZITIERTEN GESETZE UND VERORDNUNGEN.....	200

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abb.	Abbildung
Aufl.	Auflage
AER	American Economic Review
ANOVA	Analysis of variance
Bd.	Band
BF	Berichtsfrequenz
BGBI.	Bundesgesetzblatt
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
c. a.	circa
CFO	Chief Financial Officer
d. h.	das heißt
Dr.	Doktor
et al.	et alius
evtl.	eventuell
F	Frage
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapitalquote
FTD	Financial Times Deutschland
F&E	Forschung und Entwicklung
ggf.	gegebenenfalls
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HBR	Harvard Business Review
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standard(s)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IFRS	International Financial Reporting Standard(s)
i. H. v.	in Höhe von
I	Industrie
IPO	Initial Public Offering
Jg.	Jahrgang
JoF	Journal of Finance
JoFE	Journal of Financial Economics
KMD	Kapitalmarktdruck
LBO	Leveraged Buyout
M&A	Merger and Acquisition
Mio.	Millionen
MM	Managermyopie
Nr.	Nummer
o. ä.	oder ähnliches
o. V.	ohne Verfasser
Prof.	Professor
NBER	National Bureau of Economic Research
S.	Seite(n)
SEC	Securities and Exchange Commission
SIZE	Unternehmensgröße
SLI	Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital

SZ	Süddeutsche Zeitung
sog.	sogenannte(r)
u. a.	unter anderem
USA	United States of America
USD	Amerikanische Dollar (USA)
v.	vom
v. a.	vor allem
vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

	Seite
Abb. 1: Strukturierung der Investment-Literatur nach STEIN	27
Abb. 2: Strukturierung verschiedener Arten von Bilanzpolitik nach VEIT	36
Abb. 3: Items 3b des Fragebogens.....	100
Abb. 4: Items 3d des Fragebogens.....	100
Abb. 5: Fragen 4 und 5 des Fragebogens.....	105
Abb. 6: Fragen 3a und 3c des Fragebogens	116
Abb. 7: Fehlerbalkendiagramm der Variablen KMD in verschiedenen Industrien	150
Abb. 8: Fehlerbalkendiagramm der Variablen MM in verschiedenen Industrien	154

TABELLENVERZEICHNIS

	Seite
Tabelle 1: Demographische Charakteristik der Untersuchungsteilnehmer	108
Tabelle 2: Pearson-Korrelationskoeffizienten der demographischen Variablen	109
Tabelle 3: Antworten zu den Items 3b1 mit 3b5	125
Tabelle 4: Antworten zu den Items 3d1 mit 3d4 (detailliert)	128
Tabelle 5: Gruppenstatistik <i>KMD gering</i> und <i>KMD hoch</i> für die Testvariable MM.	134
Tabelle 6: Gruppenstatistik <i>BF gering</i> und <i>BF hoch</i> für die Testvariable KMD	137
Tabelle 7: Gruppenstatistik <i>BF gering</i> und <i>BF hoch</i> für die Testvariable MM	139
Tabelle 8: Gruppenstatistik <i>SLI gering</i> und <i>SLI hoch</i> für die Testvariable KMD.....	140
Tabelle 9: Gruppenstatistik <i>SLI gering</i> und <i>SLI hoch</i> für die Testvariable MM.....	141
Tabelle 10: Gruppenstatistik <i>FK gering</i> und <i>FK hoch</i> für die Testvariable KMD....	143
Tabelle 11: Gruppenstatistik <i>FK gering</i> und <i>FK hoch</i> für die Testvariable MM	145
Tabelle 12: Gruppenstatistik <i>SIZE gering</i> und <i>SIZE hoch</i> für die Testvariable KMD	146
Tabelle 13: Gruppenstatistik <i>SIZE gering</i> und <i>SIZE hoch</i> für die Testvariable MM	147
Tabelle 14: Ausprägungen von KMD in verschiedenen Industrien	149
Tabelle 15: Ausprägungen von MM in verschiedenen Industrien.....	153

I. EINLEITUNG

1. HINTERGRUND

Unterlassen die Vorstände deutscher Unternehmen wirtschaftlich sinnvolle Investitionen, um einer auf Quartalszahlen fokussierten Financial Community befriedigende Ergebnisse präsentieren zu können? Wird diese Form des Underinvestment durch eine Veränderung des deutschen Kapitalmarktsystems, insbesondere durch Veränderungen in der Anteilseignerstruktur, die verstärkte Inanspruchnahme von börsennotiertem Eigenkapital und die Einführung von Quartalsberichten verstärkt? Wird durch dieses kurzfristige Verhalten die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft geschwächt?

Nachdem die USA seit dem Ende des zweiten Weltkriegs über einen längeren Zeitraum hinweg eine Phase der wirtschaftlichen Stärke erlebt hatten, wurde ihre Volkswirtschaft während der Ölkrise von 1973 nachhaltig geschwächt¹. In der Folgezeit kam es auch zu einer Verschlechterung der kompetitiven Situation amerikanischer Unternehmen gegenüber ihren kontinentaleuropäischen und insbesondere japanischen Wettbewerbern².

In den 1980er Jahren wurde diese Verschlechterung intensiv von Managern, Journalisten, Politikern und Akademikern diskutiert³. Hierbei wurde sie jedoch nicht allein auf ein verändertes makroökonomisches Umfeld, sondern auch auf zunehmend suboptimale Strukturen in den Unternehmen und in deren Beziehungen zu ihren Kapitalgebern zurückgeführt⁴. Häufig wurde Unternehmen unterstellt, in zunehmendem Maße wirtschaftlich sinnvolle Investitionen in nicht aktivierbare Vermögensgegenstände zu unterlassen, um gegenüber ihren Kapitalgebern ein hohes bilanzielles Periodener-

¹ Vgl. REID (2004), S. 18.

² Wirtschaftsgeschichtliche Autoren sprechen heute von den „desaströsen Verhältnissen der 1970er Jahre“. Vgl. hierzu und im Folgenden GALAMBOS (2000), S. 958 ff.

³ Vgl. z.B. GREENHOUSE (1986), S. 1 oder o. V. (1984), S. 86.

⁴ Bei näherer Betrachtung der Entwicklung dieser akademischen und öffentlichen Diskussion fällt auf, daß sie in wirtschaftlich instabilen Zeiten zu- und in Phasen des Aufschwungs abnimmt. Vgl. WAHAL/MCCONNELL (2000), S. 308.

gebnis ausweisen zu können; dieses Phänomen sei im Folgenden als Managermyopie bezeichnet⁵.

So beklagten HAYES und ABERNATHY das Versäumnis amerikanischer Manager, ihre Unternehmen langfristig technologisch wettbewerbsfähig zu halten⁶, DRUCKER führte die „Krise des Kapitalismus“ auf den Aufstieg institutioneller Investoren zurück⁷, und STEIN konstatierte: „The more managers are concerned about current share prices, the worse the problem becomes“⁸.

Anfang der 1990er Jahre verstärkte⁹ sich diese Diskussion und weitete sich insbesondere auf Großbritannien aus, wo DUGGAN klare Hinweise auf ein Underinvestment in Innovationen sah¹⁰ und laut WEEDON dieses Problem aus unterschiedlichen Zeithorizonten von Kapitalgebern und Managern resultierte¹¹.

Nachdem während der Phase des starken weltwirtschaftlichen Aufschwungs in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre Managermyopie mit verminderter Intensität diskutiert wurde, existiert heute, in der zweiten Dekade des neuen Jahrtausends, im angloamerikanischen Sprachraum eine beträchtliche Anzahl von Wissenschaftlern, die sich mit diesem Thema auseinandersetzen.

Für den deutschen Wirtschaftsraum stellt sich die Situation hingegen anders dar. In einem Zeitraum (d. h. Ende der 1980er/Anfang der 1990er Jahre), in dem im angloamerikanischen Sprachraum das Thema „Managermyopie“ besonders intensiv diskutiert wurde, wurde es in Deutschland weder journalistisch noch akademisch in größerem Umfang bearbeitet. Gleichzeitig wurde Deutschland in angloamerikanischen Studien oft als Beispiel für ein Land genannt, in dem das Problem der Managermyopie in nur geringem Umfang existiere¹². So sprach beispielsweise KALLFASS davon, daß

⁵ Diese Bezeichnung basiert auf dem deutschen Wort „Myopie“, welches aus dem Griechischen stammt und als Synonym für „Kurzsichtigkeit“ verwendet wird. Zu einer umfassenderen Definition von „Managermyopie“ vgl. Kapitel II.2.1.

⁶ Vgl. HAYES/ABERNATHY (1980), S. 67.

⁷ Vgl. DRUCKER (1986), S. 32.

⁸ Vgl. STEIN (1989), S. 655.

⁹ Vgl. insbesondere JACOBS (1991), PORTER (1992a) und PORTER (1992b).

¹⁰ Vgl. FT INNOVATION AND SHORT-TERMISM CONFERENCE (1990), S. 1.

¹¹ Vgl. ebenda, S. 2.

¹² Vgl. z. B. FROOT et al. (1990), S. 22, oder PORTER (1992a), S. 67.

in Anbetracht der Langfristigkeit der Beziehungen deutscher kapitalmarktnotierter Unternehmen zu ihren Banken Managermyopie nicht auftreten könne¹³.

Insbesondere seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre sind nun Veränderungen eingetreten, die eine verstärkte Angleichung des deutschen an das angloamerikanische Kapitalmarktsystem bewirkt haben¹⁴. Viele strategische Langfristinvestoren wie Banken und Versicherungen haben sich im Zuge der Entflechtung der sogenannten Deutschland AG von einem Großteil ihrer Industriebeteiligungen getrennt¹⁵. Gleichzeitig hat die Inanspruchnahme von börsennotiertem Eigenkapital durch deutsche Unternehmen erheblich zugenommen, was sich an der Zahl von 894 IPOs¹⁶ deutscher Unternehmen an der deutschen Börse seit der Einführung des neuen Marktes 1997 ablesen läßt. Auch wurde im Zuge neuer Berichtsanforderungen an börsennotierte Unternehmen die Berichtsfrequenz vieler Unternehmen von jährlich oder halbjährlich auf vierteljährlich umgestellt. Auffällig ist, daß in dem Zeitraum dieser Veränderungen verstärkt Beschwerden von Managern und Journalisten über Managermyopie bzw. ein diese induzierendes Kapitalmarktsystem auftraten¹⁷; exemplarisch seien hier die Stellungnahmen der Porsche AG in ihrem prominent geführten Streit mit der Deutschen Börse AG um die Einführung von Quartalsberichterstattung genannt¹⁸.

2. PROBLEMSTELLUNG, RELEVANZ UND NEUIGKEITSGRAD DER ARBEIT

An diesem Punkt stellt sich nun die Frage, ob deutsche Unternehmen, welche sich Ende der 1980er Jahre in einem kontinentaleuropäisch geprägten Kapitalmarktsystem im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Pendanten potentiell weniger managermyopisch verhielten, in einem veränderten Umfeld ein erhöhtes Maß an Managermyopie an den Tag legen, und - falls dem so sein sollte - welches die Gründe für eine solche Veränderung sind.

¹³ Vgl. KALLFASS (1988), S. 791.

¹⁴ Diese Veränderung wurde von einigen Autoren bereits Jahre zuvor vorausgesehen. Vgl. hierzu FROOT et al. (1990), S. 38.

¹⁵ Vgl. z. B. o. V. (1999), S. 26, MAJOR (2001) oder BUSSE (2005), S. 23.

¹⁶ Stand Juli 2011, vgl. DEUTSCHE BÖRSE (Hrsg.) (2011).

¹⁷ Vgl. DECKSTEIN (2004), S. 34.

¹⁸ Vgl. PORSCHE AG (2001). Zu einer Zusammenfassung des Streits vgl. o. V. (2004), S. 21.

Der vorliegenden Arbeit liegen daher folgende Fragen zu Grunde: Existiert Managermyopie in deutschen Unternehmen? Falls ja, was sind die Gründe für dieses Verhalten?

Managermyopie führt zur Nichtdurchführung wirtschaftlich sinnvoller Investitionsprojekte und dadurch zu einer Verringerung des fundamentalen Wertes¹⁹ und der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit²⁰ von Unternehmen. Falls Unternehmen sich tatsächlich managermyopisch verhalten sollten, wäre dies für wesentliche Anspruchsgruppen²¹ von Nachteil. So würden Anteilseigner die Aktien von Unternehmen mit vermindertem langfristigen Ertragspotential halten²²; gleichzeitig wären Mitarbeiter in Unternehmen mit verminderter Wettbewerbsfähigkeit langfristig einer größeren Gefahr eines Arbeitsplatzverlusts ausgesetzt. Auch würden sich die Kunden von managermyopisch geführten Unternehmen Handelspartnern mit einem verringerten Interesse an langfristigen und stabilen Geschäftsbeziehungen gegenüber sehen.

Erkenntnisse über die Ursachen von Managermyopie könnten nun Managern, Kapitalgebern und standarddefinierenden Institutionen helfen, die Eigenschaften (z. B. Fremdkapitalquote oder Aktionärsstruktur) und Rahmenbedingungen (z. B. Berichtsfrequenz) von Unternehmen unter Berücksichtigung von deren Auswirkungen auf Managermyopie zu beeinflussen. Auch würden Erkenntnisse über die Existenz von Managermyopie - falls diese positiv wären - die Sensibilität von Managern gegenüber der Problematik erhöhen und potentiell durch veränderte Entscheidungsmuster Managermyopie und ihre nachteiligen Folgen reduzieren. Die vorliegende Arbeit zielt darauf ab, solche Erkenntnisse zu liefern.

Das Thema „Managermyopie“ ist in der angloamerikanischen Literatur relativ breit behandelt worden. Theoretische Arbeiten beschäftigten sich mit der modellhaften Erklärung von Existenz und Gründen²³. Zahlreiche empirische Untersuchungen wurden

¹⁹ Zu einer detaillierten Analyse dieses Zusammenhanges vgl. Kapitel II.1.

²⁰ Vgl. zu einer Diskussion dieses Zusammenhanges v. a. PORTER (1992a).

²¹ Diese seien definiert als alle internen und externen Personengruppen, die von den unternehmerischen Tätigkeiten betroffen sind. Vgl. hierzu GABLER (2004), S. 132.

²² Vgl. KIM/SOHN (2009).

²³ Vgl. z. B. NARAYANAN (1985b), JENSEN (1986a), STEIN (1989), SHLEIFER/VISHNY (1990) oder NOE/REBELLO (1997).

angefertigt, um die Aussagen dieser Modelle für die USA²⁴ und Großbritannien²⁵ zu testen.

Für den deutschen Sprachraum existieren theoretische Arbeiten, die thematisch in den Bereich der Managermyopie-Literatur eingeordnet werden können²⁶. Es sind dem Autor jedoch keine Studien bekannt, die empirisch Existenz und Ursachen von Managermyopie für den deutschen Wirtschaftsraum überprüfen²⁷. Die vorliegende Arbeit versucht, diese Wissenslücke zu schließen.

3. AUFBAU DER ARBEIT

Die vorliegende Arbeit stellt eine empirische Studie dar, ihr Hauptbestandteil ist eine empirische Untersuchung. In Abschnitt II werden zunächst die theoretischen Grundlagen der Arbeit gelegt. In Kapitel II.1 wird Managermyopie als zentraler Begriff der Arbeit definiert und die Belegung des Begriffs in der Literatur dargestellt. Kapitel II.2 zeigt verschiedene mögliche Ausprägungsformen von Managermyopie auf. In Kapitel III wird daraufhin nach einer Einordnung des Themas innerhalb der Corporate-Finance- und der Accounting-Literatur ein Überblick über Einzelfallberichte und bereits existierende Studien, getrennt in theoretische und empirische Arbeiten, gegeben.

Aufbauend auf diesen bereits existierenden Studien, theoretischen Überlegungen sowie Äußerungen von Akademikern, Managern, Journalisten und Politikern werden daraufhin in Abschnitt IV Fragestellungen und Hypothesen zu Existenz und Ursachen von Managermyopie in Deutschland aufgestellt. Gleichzeitig werden die Durchführung der Untersuchung und die Inferenzpopulation der Fragebogenumfrage dargestellt.

In Abschnitt V werden die Ergebnisse der empirischen Überprüfung dieser Fragestellungen und Hypothesen dargestellt. In Abschnitt VI werden diese Ergebnisse sowie

²⁴ Vgl. z. B. MEULBROEK et al. (1990), BUSHEE (1998), GRAHAM et al. (2005) oder BHOJRAJ/LIBBY (2005).

²⁵ Vgl. z. B. DEMIRAG (1995b) oder GRINYER et al. (1998).

²⁶ Vgl. z. B. PFAFF/BÄRTL (1998).

²⁷ Zu nennen ist an dieser Stelle allerdings die Untersuchung von ERNSTBERGER et al. (2011), in welcher Managermyopie von Unternehmen aus verschiedenen Ländern der europäischen Union vor dem Hintergrund der unterschiedlichen vorgeschriebenen Mindestberichtsfrequenzen verglichen wurde.

Limitationen und Stärken der vorliegenden Arbeit diskutiert. Abschließend wird ein Resümee aus der gesamten Untersuchung gezogen.

II. GRUNDLAGEN

1. MANAGERMYOPIE: BEGRIFFSBESTIMMUNG

Der zentrale Begriff der vorliegenden Arbeit, welcher an dieser Stelle mit „Managermyopie“ benannt wird, soll im Folgenden erläutert und definiert werden. Hierzu wird zunächst ein kurzer Überblick über wesentliche in der angloamerikanischen Literatur verwendete Benennungen dieses Begriffes gegeben²⁸.

„Managerial myopia“ ist die dort am prominentesten verwendete Benennung für den Begriff „Managermyopie“. Sie wurde von STEIN 1988 und 1989 in zwei Beiträgen²⁹ wesentlich geprägt, war jedoch bereits 1977 erstmals von LARWOOD und WHITTAKER in einem anderen Zusammenhang verwendet worden³⁰.

Mehrere, vor allem britische Veröffentlichungen verwenden die Benennung „short-termism“ für „Managermyopie“. Diese wurde 1986 von Nigel Lawson, dem damaligen Finanzminister Großbritanniens, erstmals verwendet³¹ und in der Folgezeit verstärkt in der britischen³², jedoch kaum in der US-amerikanischen³³ Literatur gebraucht.

Neben diesen existieren in der Literatur noch einige weitere Benennungen, die jedoch nur vereinzelt verwendet wurden. Zu nennen sind hier die Ausdrücke „short term profit goals of managers“³⁴, „short horizons“³⁵ bzw. „short time horizons“³⁶, „business

²⁸ Vgl. zu dieser Vorgehensweise BORTZ/DÖRING (2006), S. 63, die konstatieren, daß eine Begriffsdefinition bereits vorliegende wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit dem Begriff zu berücksichtigen hat.

²⁹ Vgl. STEIN (1988) und STEIN (1989).

³⁰ Vgl. LARWOOD/WHITTAKER (1977). Zuvor hatte bereits LEVITT 1960 das Wort Myopia in einem wirtschaftlichen Kontext verwendet, als er amerikanischen CEOs „marketing myopia“ und damit die ungenügende Ausrichtung ihrer Unternehmen an den Bedürfnissen ihrer Kunden unterstellte. Vgl. hierzu LEVITT (1960).

³¹ Vgl. RUTHERFORD (1992), S. 419.

³² Vgl. z. B. GRINYER et al. (1998) oder Vgl. DEMIRAG (1995b).

³³ Eine Ausnahme bildet LAVERTY, vgl. hierzu LAVERTY (1993), LAVERTY (1996) und LAVERTY (2004).

³⁴ Vgl. NARAYANAN (1985b), S. 1469.

³⁵ Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1990).

³⁶ Vgl. PORTER (1992a).

myopia³⁷ sowie „myopic distortions of investment horizons“³⁸.

Obwohl die Benennung „managerial myopia“ in vielen Beiträgen verwendet wird, geben nur wenige Autoren eine explizite Definition dieses Terms an. Eine Ausnahme bildet BUSHEE, der „managerial myopia“ als „underinvestment in long-term, intangible projects such as research und development, advertising and employee training for the purposes of meeting short-term goals“³⁹ definiert. Zu nennen ist auch SAMUEL, der von „managerial behaviour focused on improving earnings in the short-term at the expense of long-term growth“⁴⁰ spricht.

„Short-termism“ wird von LAVERTY als „decisions and outcomes that pursue course of action that is best for the short-term but suboptimal over the long-run“ definiert⁴¹. DEMIRAG definiert „short-termism“ als „the application of a time rate of discount which exceeds the firm’s opportunity cost of capital and/or the foreshortening the time horizon to exclude relatively distant revenues“⁴².

Zu erwähnen ist auch der Beitrag von FROOT et al. (1990). Diese legen sich nicht auf eine konkrete Benennung für „Managermyopie“ fest, umschreiben den Sachverhalt jedoch als „stock-price motivated underinvestment in invisible assets“⁴³.

Diese Umschreibung wird im Folgenden als Ausgangspunkt für eine Definition von Managermyopie verwendet; zur Präzisierung dieser Definition sollen im Folgenden ihre Elemente definiert werden.

Das englische Wort „invisible assets“ stammt ursprünglich aus der strategischen Managementlehre und wurde von ITAMI und ROEHL geprägt, die darunter informationsbasierte Assets wie Technologie, Konsumentenvertrauen, Markenimage,

³⁷ Vgl. JACOBS (1991).

³⁸ Vgl. NOE/REBELLO (1997), S. 385.

³⁹ Vgl. BUSHEE (1998), S. 306.

⁴⁰ Vgl. SAMUEL (2000), S. 494.

⁴¹ Vgl. LAVERTY (1996); S. 826. MARGINSON und MCAULAY sprechen in Anlehnung an LAVERTY von „short-termism“ als „preference for actions in the near term that have detrimental consequences for the long term“. Vgl. MARGINSON/MCAULAY (2008), S. 274.

⁴² Vgl. DEMIRAG (1995b), S. 180.

⁴³ Vgl. FROOT et al. (1990), S. 18.

Firmenkultur und Fähigkeiten des Managements verstanden⁴⁴. An dieser Stelle sollen „invisible assets“ als nicht bilanzierungsfähige, d. h. bilanziell nicht ansetzbare, „assets“ definiert sein.

Das Wort „asset“ wird im Deutschen üblicherweise mit „Vermögensgegenstand“ übersetzt. Ein Vermögensgegenstand ist in den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung der deutschen Rechnungslegungslehre definiert als ein wirtschaftlicher Wert, der selbständig verwertbar und selbständig verkehrsfähig, d. h. einzeln veräußerbar, ist⁴⁵. Alle Vermögensgegenstände sind in der deutschen Rechnungslegung bilanzierungsfähig und -pflichtig gemäß dem Vollständigkeitsgebot des § 246 I HGB⁴⁶ sowie nach IFRS⁴⁷.

Da an dieser Stelle jedoch gerade nicht bilanzierungsfähige „assets“ betrachtet werden sollen, ist eine Belegung des Wortes „asset“ mit „Vermögensgegenstand“ nicht hilfreich. Im Folgenden soll das Wort „asset“ daher als Wirtschaftsgut bezeichnet und als ein Wirtschaftsgut Sachen und Rechte sowie sonstige wirtschaftliche Vorteile, die meist durch Aufwendungen erlangt werden, definiert werden.

Für den englischen Ausdruck „invisible assets“ wird daher in dieser Arbeit der deutsche Term „nicht bilanzierungsfähige Wirtschaftsgüter“ verwendet.

Das Wort „underinvestment“ wird in der deutschen Finanzierungslehre mit „Unterinvestition“ übersetzt, hier soll jedoch im Folgenden das englische Wort verwendet werden⁴⁸. Inhaltlich soll mit Underinvestment die Nichtdurchführung vorteilhafter Investitionsprojekte bezeichnet werden. Diese Problematik bezieht sich auf einen Zustand, in welchem der Wert des Unternehmens gegenüber einem optimalen Zustand durch die Unterlassung von wirtschaftlich sinnvollen Investitionen gesenkt wird. Sie

⁴⁴ Vgl. ITAMI/ROEHL (1987).

⁴⁵ Vgl. Hierzu und im Folgenden COENENBERG (2000), S. 95 ff.

⁴⁶ Vgl. HGB (2007), § 246 Abs. 1.

⁴⁷ Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (Hrsg.) (2003), wo unter Nr. 38 ausgeführt wird: „Damit die im Abschluß enthaltenen Informationen verlässlich sind, müssen sie in den Grenzen von Wesentlichkeit und Kosten vollständig sein.“

⁴⁸ Analog hierzu soll das englische Wort „overinvestment“ für „Überinvestition“ verwendet werden.

wurde erstmalig 1977 von MYERS skizziert⁴⁹ und 1984 von MYERS und MAJLUF⁵⁰ sowie 1990 von STULZ⁵¹ in prominenten Beiträgen analysiert.

Das Wort „Investitionsprojekt“ ist eines der in der Finanzierungsliteratur am häufigsten verwendeten. Es soll hier als eine Mehrzahl von inhaltlich miteinander verbundenen, über mehr als eine Periode verteilten Ein- und Auszahlungen verstanden werden. Als „vorteilhafte Investitionsprojekte“ sollen alle Investitionsprojekte, deren Nettokapitalwert Null übersteigt, bezeichnet sein. Der „Nettokapitalwert“ eines Investitionsprojektes sei hierbei die Summe der auf einen Betrachtungstichtag mit dem risikoadäquaten Zinssatz des Investitionsprojektes abgezinsten Ein- und Auszahlungen. Der risikoadäquate Zinssatz eines Investitionsprojektes sei hierbei der risikofreie Zinssatz zuzüglich eines das Risiko des jeweiligen Investitionsprojektes reflektierenden Risikoaufschlages.

In der vorliegenden Arbeit sollen nur Fälle des Underinvestment betrachtet werden, die auf Grund einer Entscheidung des Managements des jeweiligen Unternehmens entstanden sind. Auf Grund von Zwangslagen entstandene Fälle des Underinvestment sind nicht Gegenstand dieser Untersuchung⁵².

Eine Entscheidung zu Underinvestment in nicht bilanzierungsfähige Wirtschaftsgüter kann aus verschiedenen Motivationen entstehen. Einige der Motivationen für Underinvestment - unabhängig von der Bilanzierungsfähigkeit des betroffenen Wirtschaftsgutes - wurden in den bereits genannten Arbeiten aufgezeigt. Es sind dies z. B. die Vermeidung der Verschlechterung der Vermögensposition der bestehenden Aktionäre durch die Ausgabe von Fremdkapital (MYERS) oder die Vermeidung der Verschlechterung der Vermögensposition der bestehenden Aktionäre durch die Herausgabe neuer Aktien (MYERS und MAJLUF).

In dieser Arbeit sollen jedoch nur solche Entscheidungen betrachtet werden, die sich

⁴⁹ Vgl. MYERS (1977).

⁵⁰ Vgl. MYERS/MAJLUF (1984).

⁵¹ Vgl. STULZ (1990), S. 3.

⁵² Vgl. zu einem solchen Fall STULZ (1990), in dessen Modell Underinvestment aus einer Zwangslage heraus entsteht: In einer Situation, in der der Finanzierungsbedarf in wirtschaftlich sinnvolle Investitionsprojekte die zur Verfügung stehenden Mittel aus Innenfinanzierung übersteigt, ist es dem Management nicht möglich, die benötigten Gelder durch Aussenfinanzierung aufzubringen. Der Grund hierfür ist eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Management und Kapitalgebern.

nicht nur auf nicht bilanzierungsfähige Wirtschaftsgüter beziehen, sondern auch aktienkursmotiviert sind. Als aktienkursmotiviert soll eine Entscheidung verstanden sein, die das Ziel hat, bezogen auf einen kurzfristigen Zeithorizont, d. h. innerhalb einer Zeitspanne von maximal einem Jahr, den Preis der Aktie eines Unternehmens gegenüber einem Referenzzustand, in dem die Aktion nicht durchgeführt wird, zu erhöhen.

Zusammenfassend soll im Weiteren das Wort Managermyopie für aktienkursmotivierte Entscheidungen zu Underinvestment in nicht bilanzierungsfähige Wirtschaftsgüter verwendet und als eine bestimmte Verhaltensweise von Managern betrachtet werden. Vereinfachend zusammengefaßt ist der durch Managermyopie angestrebte Mechanismus der Folgende:

Manager eines Unternehmens führen vorteilhafte Investitionsprojekte nicht durch, dadurch steigt das aktuelle bilanzielle Ergebnis verglichen zu einem Zustand, in welchem sämtliche vorteilhaften Investitionsprojekte durchgeführt werden. Da die Kapitalmarktteilnehmer weniger Informationen als das Management besitzen, wird dieser Ergebnisanstieg von ihrer Seite zumindest teilweise erklärt mit einem Anstieg des bilanziellen Ergebnisses des Unternehmens, welches sich bei Durchführung sämtlicher vorteilhafter Investitionsprojekte ergeben würde⁵³. Durch die hieraus resultierenden Aktionen der Kapitalmarktteilnehmer erhöht sich so der Aktienkurs auf Grund einer positiven Veränderung des bilanziellen Ergebnisses. Da Manager von einem hohen aktuellen Aktienkurs profitieren, wird durch diese Aktion ihr Nutzen erhöht.

Hervorzuheben ist an dieser Stelle, daß durch diese Nichtdurchführung vorteilhafter Investitionsprojekte der langfristige Wert des Unternehmens und die Vermögensposition der langfristigen Aktionäre gesenkt werden⁵⁴.

2. AUSPRÄGUNGSFORMEN VON MANAGERMYOPIE

In der Literatur zum Thema Managermyopie existieren einige Studien, die sich mit der Frage nach Existenz von und Ursachen für Managermyopie auseinandersetzen,

⁵³ STEIN spricht in diesem Zusammenhang von „natural earnings“. Vgl. STEIN (1989), S. 656.

⁵⁴ Vgl. RAPPAPORT (2005), S. 69.

allerdings wird kaum auf die konkreten Ausprägungsformen eines solchen Verhaltens, wie beispielsweise die Unterlassung von Maßnahmen für Forschung und Entwicklung (im Folgenden: F&E) eingegangen. Im Folgenden soll eine Reihe dieser Ausprägungsformen von Managermyopie dargestellt und hierfür in zwei Kategorien eingeteilt werden.

Durch Managermyopie wird das aktuelle bilanzielle Ergebnis gegenüber einem Referenzzustand verbessert. Wenn man dieses Ergebnis als die Differenz von Erträgen und Aufwendungen betrachtet, kann Managermyopie vereinfachend in Maßnahmen, die das bilanzielle Ergebnis einerseits durch Aufwandssenkungen und andererseits durch Ertragssteigerungen erhöhen, unterschieden werden. Diese Gruppen von Maßnahmen werden im Folgenden als Aufwendungsmyopie bzw. Ertragsmyopie bezeichnet.

2.1. AUFWENDUNGSMYOPIE

Bei den meisten der in der Literatur genannten und skizzierten Ausprägungsformen von Managermyopie handelt es sich um Aufwendungsmyopie. Aufwendungsmyopie sei im Folgenden definiert als Managermyopie, durch die die Aufwendungen in der Gewinn- und Verlustrechnung (im Folgenden: GuV) des Unternehmens gegenüber einem Referenzzustand ohne Managermyopie gesenkt werden.

Diese unterlassenen Aufwendungen stellen ökonomisch betrachtet die Anfangsauszahlung von Investitionen dar, die „invisible“, d. h. bilanziell nicht aktivierbar sind. Im Folgenden werden verschiedene Arten von Aufwendungsmyopie - jeweils nach dem Objekt der Myopie klassifiziert - dargestellt. Hierbei soll jeweils unterstellt werden, daß es sich bei der konkreten Aufwendung (z. B. für Werbung) um eine Ausgabe im Rahmen eines vorteilhaften Investitionsprojekts handelt.

Da sich diese Arten von Aufwendungsmyopie in Beziehung zu Posten der GuV setzen lassen, orientieren sich die folgenden Begrifflichkeiten an den in der Rechnungslegung bestehenden Konventionen. Hierbei wird auf das für deutsche kapitalmarktnotierte Unternehmen verbindliche⁵⁵ europäische Rechnungslegungssystem IAS/IFRS⁵⁶

⁵⁵ Vgl. EU-Verordnung (2002), nach der kapitalmarktorientierte Unternehmen innerhalb der europäischen Union ihren Konzernabschluß seit dem Jahr 2005 zwingend nach IAS/IFRS vorzulegen haben.

abgestellt und die bilanzielle Ansetzbarkeit der entsprechenden Posten nach IAS/IFRS skizziert. Eine große Bedeutung hat hier der IAS/IFRS Standard IAS 38, in dem die Behandlung immaterieller Vermögenswerte geregelt ist.

2.1.1. Forschung und Entwicklung

Die in der Literatur am häufigsten genannte Ausprägungsform von Managermyopie (und damit auch von Aufwendungsmyopie) ist die Unterlassung von Maßnahmen zur Forschung und Entwicklung.

IAS 38 definiert Forschung als „die eigenständige und planmäßige Suche mit der Aussicht, zu neuen wissenschaftlichen oder technischen Erkenntnissen zu gelangen“. Entwicklung wird durch IAS 38 definiert als „die Anwendung von Forschungsergebnissen oder anderem Wissen auf einen Plan oder Entwurf für die Produktion von neuen oder beträchtlich verbesserten Materialien, Vorrichtungen, Produkten, Verfahren, Systemen oder Dienstleistungen.“⁵⁷

In der Literatur wird die Unterlassung von Maßnahmen zur F&E als häufigstes Beispiel für eine Ausprägungsform von Managermyopie aufgeführt. So beschreiben z. B. GRINYER et al. Ausgaben für F&E als Investition zur Schaffung zukünftiger Cash-Flows und Gewinne, deren Unterlassung vernünftigerweise als Managermyopie interpretiert werden könnte⁵⁸. FROOT et al. skizzieren einen beispielhaften Fall, in dem eine Ausgabe für F&E das aktuelle bilanzielle Ergebnis eines Unternehmens senkt, gleichzeitig aber ein werthaltiges ökonomisches Investment repräsentiert⁵⁹.

Die bilanzielle Behandlung von Ausgaben für F&E ist für deutsche kapitalmarktnotierte Unternehmen ebenfalls in IAS 38 geregelt⁶⁰. Dort wird bestimmt, daß Ausgaben für Forschung in der Periode, in der sie anfallen, als Aufwand zu erfassen sind⁶¹. Ausgaben

⁵⁶ Die ehemaligen „International Accounting Standards“ (IAS) wurden am 01.04.2001 mit Blick auf künftige internationale Rechnungslegungsstandards in „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) umbenannt. Vgl. EU-Verordnung (2002), L 243/2. Im Folgenden wird das ehemals „IAS“ und nunmehr „IFRS“ genannte Rechnungslegungssystem als „IAS/IFRS“ bezeichnet.

⁵⁷ Vgl. IAS 38 (2004), L 392/123 f.

⁵⁸ Vgl. GRINYER et al. (1998), S. 14.

⁵⁹ Vgl. FROOT et al. (1990), S. 17.

⁶⁰ Zu einem ausführlichen Fallbeispiel zu dieser Behandlung vgl. FISCHER/NEUBECK (2005), S. 217 ff.

⁶¹ Vgl. hierzu und im Folgenden IAS 38 (2004), L 392/132.

für Entwicklung können dagegen nach IAS 38 - unter allerdings sehr strengen Voraussetzungen - als Anschaffungs- oder Herstellungskosten eines immateriellen Vermögenswertes bilanziell angesetzt werden⁶².

Im Ergebnis kann konstatiert werden, daß unter dem für deutsche kapitalmarktorientierte Unternehmen verbindlichen Rechnungslegungssystem IAS/IFRS Ausgaben für F&E in den meisten Fällen als Aufwendungen in der GuV verbucht werden müssen. Hieraus folgt, daß durch die Unterlassung von F&E und die daraus resultierende Vermeidung der hierdurch entstehenden Aufwendungen das bilanzielle Ergebnis erhöht werden kann.

Deutsche Unternehmen wenden erhebliche Mittel für F&E auf; laut Angabe des statistischen Bundesamtes betragen die Ausgaben der Wirtschaft in Deutschland für F&E im Jahr 2009 45,3 Mrd. €⁶³. Das Potential zur Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses durch Managermyopie ist hier also in sehr großer Masse vorhanden.

2.1.2. Werbung

Eine weitere oft genannte Ausprägungsform von Aufwendungsmyopie ist die Unterlassung von Maßnahmen für Werbung.

Als Werbung wird im Folgenden der bewußte, gezielte und kostenverursachende Einsatz spezieller Werbemittel in unterschiedlichsten Werbeformen zur Beeinflussung von Austauschpartnern verstanden⁶⁴. Dabei werden Maßnahmen für Werbung mit Werbekampagnen und Maßnahmen der Verkaufsförderung gleichgesetzt.

In der Literatur wird die Unterlassung solcher Maßnahmen häufig als Ausprägungsform von Managermyopie dargestellt. So stellt z. B. STEIN Ausgaben für Kundenbetreuung dar als ein Beispiel für nicht bilanzierungsfähige Investitionen, deren Unterlassung das operative Ergebnis eines Unternehmens entlastet, gleichzeitig aber langfristige

⁶² Es ist dies der Nachweis der technischen Realisierbarkeit und der Absicht der Fertigstellung, der Absicht und Fähigkeit der Nutzung oder des Verkaufs, der voraussichtlichen künftigen wirtschaftlichen Nutzung, der Fähigkeit der verlässlichen Bewertung des immateriellen Vermögenswertes sowie der Verfügbarkeit der zum Abschluß der Entwicklung benötigten Ressourcen durch das bilanzierende Unternehmen.

⁶³ Stand Sommer 2011. Vgl. STATISTISCHES BUNDESAMT (2011).

⁶⁴ Vgl. DILLER (2001), S. 1891.

Loyalitätsvorteile unrealisiert läßt⁶⁵. AAKER führt in diesem Zusammenhang im Hinblick auf den Wert von Marken aus: „Es ist sicherlich eine starke Versuchung, den Markenwert durch Einschränkung von markenstärkenden Maßnahmen wie Werbung nur noch auszubeuten, zumal diese kurzfristig kaum etwas bewirken. Außerdem fällt eine Minderung des Markenwerts kaum ins Auge.“⁶⁶

Die bilanzielle Behandlung von Ausgaben für diese Maßnahmen ist in IAS 38⁶⁷ geregelt. Hiernach entstehen Ausgaben für Werbekampagnen und Maßnahmen der Verkaufsförderung, um für ein Unternehmen einen künftigen wirtschaftlichen Nutzen zu erzielen; durch sie wird kein ansetzbarer Vermögenswert erworben oder geschaffen. Grund für diese Regelung ist, daß mit diesen Ausgaben verbundene aktuelle und künftige Vorteile kaum quantifizierbar sind⁶⁸. Sie sind daher nach IAS 38 in der Periode, in der sie anfallen, als Aufwand zu erfassen.

Im Ergebnis kann konstatiert werden, daß unter dem für deutsche kapitalmarktorientierte Unternehmen verbindlichen Rechnungslegungssystem IAS/IFRS Ausgaben für Werbemaßnahmen stets als Aufwendungen in der GuV verbucht werden. Hieraus folgt, daß durch die Unterlassung von Werbemaßnahmen und die Vermeidung der hieraus resultierenden Aufwendungen das bilanzielle Ergebnis erhöht werden kann.

Die Ausgaben für Werbung⁶⁹ in Deutschland betragen im Jahr 2010 29,5 Mrd. €; dieser Betrag entsprach ca. 1,32% des Bruttoinlandproduktes. Auf Grund dieser Zahl kann das Potential der Erhöhung betrieblicher bilanzieller Ergebnisse durch die aufwendungsmyopische Unterlassung von Maßnahmen für Werbung als sehr hoch eingestuft werden.

Das Phänomen der Aufwendungsmyopie durch Unterlassung von Maßnahmen für Werbung wurde bis zum jetzigen Zeitpunkt (Stand Sommer 2011) lediglich in geringem Umfang empirisch betrachtet. Als Ausnahme ist der Beitrag von MIZIK und JACOBSON aus dem Jahr 2007 zu nennen⁷⁰, die in einer breit angelegten Untersuchung

⁶⁵ Vgl. STEIN (1989), S. 657 f.

⁶⁶ Vgl. AAKER (1992), S. 25.

⁶⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden IAS 38 (2004), L 392/132.

⁶⁸ Vgl. zu einem Literaturüberblick bzgl. der Meßbarkeit der Produktivität von Marketingmaßnahmen RUST et al. (2004).

⁶⁹ Vgl. ZENTRALVERBAND DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT (Hrsg.) (2011).

⁷⁰ Vgl. MIZIK/JACOBSON (2007) und die Darstellung des Artikels in Abschnitt III.5.2 dieser Arbeit.

von 2.238 Kapitalerhöhungen eine statistisch signifikante Senkung von Marketingausgaben in dem jeweiligen Jahr vor der Kapitalerhöhung feststellten. MIZIK und JACOBSON schlossen hiervon auf die Existenz von Aufwendungsmyopie und sprachen von „myopic marketing management“ als Ausprägungsform von Managermyopie. Darüber hinaus wurden die Auswirkungen von „myopic marketing management“ auf die langfristige Profitabilität der betroffenen Unternehmen durch MIZIK im Jahr 2010 in einem weiteren Beitrag untersucht⁷¹.

2.1.3. Personalentwicklung

Die Unterlassung von Maßnahmen für Personalentwicklung stellt eine weitere Ausprägungsform von Aufwendungsmyopie dar.

Als Personalentwicklung soll hierbei im Folgenden nach BECKER die Summe aller geplanten Maßnahmen der Bildung, der Förderung und der Organisationsentwicklung, die von einer Organisation oder Person zielorientiert geplant, realisiert und evaluiert werden, verstanden werden.⁷²

In der Literatur wird die Unterlassung von Maßnahmen der Personalentwicklung des Öfteren als Ausprägungsform von Managermyopie genannt. So nennt z. B. PORTER Mitarbeiterschulung und -kenntnisentwicklung sowie Organisationsentwicklung als Bereiche, in denen seiner Ansicht nach viele amerikanische Unternehmen zu wenig investierten⁷³.

Die bilanzielle Behandlung von Ausgaben für diese Maßnahmen ist ebenfalls in IAS 38⁷⁴ geregelt. Hiernach entstehen Ausgaben für Aus- und Weiterbildungsaktivitäten sowie die Umorganisation von Unternehmensteilen oder des gesamten Unternehmens, um für ein Unternehmen einen künftigen wirtschaftlichen Nutzen zu erzielen. Durch sie wird kein ansetzbarer Vermögenswert erworben oder geschaffen. Diese Ausgaben sind nach IAS 38 in der Periode, in der sie anfallen, als Aufwand zu erfassen.

⁷¹ Vgl. MIZIK (2010).

⁷² Vgl. BECKER (2005), S. 4.

⁷³ Vgl. PORTER (1992a), S. 66.

⁷⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden IAS 38 (2004), L 392/132.

Unter dem für deutsche kapitalmarktorientierte Unternehmen verbindlichen Rechnungslegungssystem IAS/IFRS werden Ausgaben für Maßnahmen für Personalentwicklung daher stets als Aufwendungen in der GuV verbucht. Hieraus folgt, daß durch die Unterlassung solcher Maßnahmen verbunden mit der Vermeidung der hieraus resultierenden Aufwendungen das bilanzielle Ergebnis erhöht werden kann.

Deutsche Unternehmen wenden erhebliche Mittel für Personalentwicklung auf⁷⁵; das Potential zur Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses durch Managermyopie ist dadurch in diesem Bereich vorhanden.

2.1.4. Sonstige Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie

Aufwendungsmyopie kann in sämtlichen Bereichen auftreten, in denen bilanziell nicht aktivierbare Ausgaben ökonomisch eine Investition darstellen können. Die in den Abschnitten 2.1.1 bis 2.1.3. aufgeführten Bereiche stellen die in der Literatur am häufigsten genannten Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie dar; darüber hinaus existieren weitere Bereiche, in denen Aufwendungsmyopie auftreten kann.

An dieser Stelle sollen als Beispiele für solche Bereiche die Instandhaltung von Anlagen, die Einstellung neuer Mitarbeiter, die Pflege von Kundenbeziehungen, sonstige Marketingmaßnahmen wie Public Relations, die nicht dem Bereich der Werbung zuzuordnen sind, sowie rechtliche und wirtschaftliche Beratung genannt werden. Da sich die Bilanzen und Kostenstrukturen verschiedener Unternehmen, insbesondere in unterschiedlichen Industrien, deutlich unterscheiden, sind jedoch zahlreiche weitere Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie möglich.

2.2. ERTRAGSMYOPIE

Während in der Literatur Aufwendungsmyopie und Ausprägungsformen hiervon vergleichsweise oft und detailliert dargestellt wurden, wird die Möglichkeit, daß

⁷⁵ Das zur Verfügung stehende Datenmaterial läßt hier lediglich eine verallgemeinernde Aussage zu: In einer Erhebung der Jahresabschlüsse von rund 66.000 rechtlich selbständigen Unternehmen außerhalb des Kredit- und Versicherungsgewerbes mit Sitz in Deutschland durch die Deutsche Bundesbank wurden Aufwendungen für Personalentwicklung nicht separat aufgeführt, sondern unter der Position „übrige Aufwendungen“ zusammen mit einer Vielzahl anderer Aufwandspositionen subsumiert, welche im Jahr 2008 372 Mrd. € ausmachte. Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2011). Detailliertere Untersuchungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene sind dem Verfasser nicht bekannt.

Unternehmen sich myopisch verhalten, während sie durch bestimmte Maßnahmen ihre Erträge erhöhen, vergleichsweise selten hervorgehoben. Im Folgenden soll diese Möglichkeit genauer betrachtet und sollen verschiedene mögliche Ausprägungsformen von Ertragsmyopie dargestellt werden.

Ertragsmyopie sei im Folgenden definiert als Managermyopie, durch die die Erträge in der GuV des Unternehmens gegenüber einem Referenzzustand ohne Managermyopie erhöht werden. Diese Ertragserhöhung kann auch als die Unterlassung des Verzichts auf Erträge angesehen werden. Diese unterlassenen Ertragsverzichte stellen ökonomisch betrachtet die Anfangsauszahlungen von Investitionen, die „invisible“, d. h. nicht aktivierbar sind, dar.

2.2.1. Preiserhöhungen

Unternehmen haben Entscheidungen über die Höhe der Preise ihrer Produkte zu treffen. Eine solche Entscheidung wirkt sich meist auf die Absatzmenge des betreffenden Produktes und dadurch auch die Erträge und das bilanzielle Ergebnis des betreffenden Unternehmens in der Periode der Entscheidung aus⁷⁶.

In vielen Fällen ergeben sich auch Auswirkungen auf Absatzmengen, Erträge und bilanzielle Ergebnisse der nachfolgenden Perioden. So existieren in vielen Konstellationen auf Seiten der Kunden Anbieterwechselkosten, welche diese von einem Wechsel des Lieferanten abhalten⁷⁷. Beispielhaft sind hierfür zu nennen Lernkosten, z. B. Kosten des Erlernens der Bedienung eines Computerprogramms, Transaktionskosten, wie z. B. durch administrativen Aufwand entstehende Kosten des Wechsels der Bankkontoverbindung und künstliche oder vertragliche Kosten, wie z. B. Kosten des Wechsels des Vielfliegerprogrammes oder der vorzeitigen Kündigung eines Lebensversicherungsvertrages. Als weitere Anbieterwechselkosten kommen durch technische Begebenheiten wie die Inkompatibilität von langlebigen Ausrüstungsgütern und Zubehör verschiedener Hersteller entstehende Kosten⁷⁸ in Frage.

⁷⁶ Vgl. zu einer Skizzierung der hier dargestellten Zusammenhänge STEIN (1989), S. 658.

⁷⁷ Vgl. zu diesen Anbieterwechselkosten KLEMPERER (1987), S. 375.

⁷⁸ Als Beispiele hierfür sind aus Sicht des Verfassers die Märkte für aufsteckbare Rasierklingen und Zahnbürsten sowie für bestimmte Computerspiele zu sehen.

In solchen Fällen der Existenz von Anbieterwechselkosten auf Kundenseite können Firmen durch einen Verzicht auf Preiserhöhungen und dadurch zeitlich naheliegende Erträge langfristig ihren Marktanteil und damit die Erträge und bilanziellen Ergebnisse zeitlich entfernter liegender Perioden erhöhen⁷⁹. Eine solche Penetrationsstrategie kann als Investitionsprojekt betrachtet werden⁸⁰. Der Nettokapitalwert eines solchen Investitionsprojekts kann abhängig von den konkreten Zahlen des Einzelfalls positiv sein. Durch eine Nichtdurchführung dieser Projekte kann daher das aktuelle bilanzielle Ergebnis erhöht werden, so daß eine Preiserhöhung bzw. eine unterlassene Preissenkung in diesen Fällen eine Ausprägungsform von Ertragsmyopie darstellt.

2.2.2. Preissenkungen

Die Möglichkeit der Auswirkung von Preisentscheidungen auf Absatzmengen, Erträge und bilanzielle Ergebnisse der nachfolgenden Perioden besteht auch in einer zweiten Konstellation.

So skizziert STEIN⁸¹ ein Szenario, in dem ein monopolistischer Hersteller eines haltbaren Gutes sich mit einem temporären Rückgang der Nachfrage nach seinem Produkt konfrontiert sieht. Eine lediglich geringe Absenkung des Preises stellt dann in vielen Fällen ein Investitionsprojekt mit positivem Nettokapitalwert dar⁸². Eine starke Preissenkung erhöht hier über die relative Steigerung der Absatzmenge in vielen Situationen die aktuellen Erträge und das aktuelle bilanzielle Ergebnis, stellt aber gleichzeitig in dieser Konstellation oft eine Ausprägungsform von Ertragsmyopie dar⁸³.

⁷⁹ Vgl. zu der Profitabilität einer solchen Strategie BORENSTEIN et al. (2000).

⁸⁰ Ein Beispiel für eine erfolgreiche Anwendung dieser Penetrationsstrategie in Deutschland liefert aus Sicht des Verfassers die Entwicklung der Preisgestaltung der ING DiBa Bank in den Jahren 2001 bis 2011.

⁸¹ Vgl. STEIN (1989), S. 658.

⁸² Vgl. hierzu BOARD (2008), welcher die optimale Preispolitik eines monopolistischen Herstellers eines haltbaren Gutes bei Nachfrageschwankungen analysiert. In dem Modell von BOARD reagiert der Monopolist auf ein Absacken der Nachfrage nach seinem Produkt im Gleichgewicht mit Preissenkungen. Da durch diese Preissenkungen sowie die Aussicht darauf aber die Kunden zu einer Verzögerung ihrer Käufe gebracht werden, führt der Monopolist diese Preissenkungen lediglich in einem geringen Umfang durch. Im Gegensatz hierzu reagiert der Monopolist auf Nachfrageanstiege mit starken Preissteigerungen. Als Ergebnis dieser asymmetrischen Situation liegt der durch den Monopolisten festgelegte Preis stets über dem bei stabiler, durchschnittlicher Nachfrage festgelegten Preis. Vgl. zur intertemporalen Preisgestaltung eines monopolistischen Herstellers eines haltbaren Gutes des Weiteren die grundlegende Arbeit von STOKEY (1979).

⁸³ Vgl. ROYCHOWDHURY (2006), der ein ähnliches Szenario skizziert, das betreffende Verhalten als „sales manipulation“ bezeichnet und in einer empirischen Untersuchung von Bilanzdaten Belege für ein solches Verhalten für Unternehmen findet, deren bilanzielles Ergebnis sich in der Nähe eines Schwellenwertes („earnings benchmark“) befindet.

AAKER stellt ein Szenario der Ertragsmyopie durch Preissenkungen und deren langfristig negative Konsequenzen im Hinblick auf Sonderverkaufsaktionen für Nichtmonopolisten wie folgt dar: "Während der letzten zwei Jahrzehnte haben die Sonderverkaufsaktionen drastisch zugenommen ... Im Gegensatz zur Markenentwicklung lassen sich solche Aktionen mühelos kopieren. Ja, die Konkurrenz muß sogar zurückschlagen, wenn sie nicht unerträgliche Verluste hinnehmen will. Ist ein solcher Preisverfallszyklus erst einmal angelaufen, dann läßt sich nur schwer ein Ausweg finden... Die unvermeidliche Folge ist die immer weiter wachsende Bedeutung des Preises... Im Extremfall ähnelt die Produktklasse immer mehr einer Dutzendware, für die Markenassoziationen nicht mehr zählen."⁸⁴

Die Möglichkeit von Ertragsmyopie durch temporäre Preissenkungen („sales promotions“) wurde in weiteren Beiträgen der angloamerikanischen Marketing-Literatur intensiv diskutiert und analysiert. So wurde der unmittelbar positive Zusammenhang zwischen temporären Preissenkungen und kurzfristigen Umsätzen umfangreich empirisch dokumentiert⁸⁵. Gleichzeitig stellten mehrere Autoren basierend auf empirischen Untersuchungen die Frage nach der langfristigen ökonomischen Vorteilhaftigkeit solcher Preissenkungen.

Hierbei kamen PAUWELS et al. bei einer Untersuchung der temporären Preissenkungen 1.100 kalifornischer Vertragshändler der US-amerikanischen Automobilindustrie zu dem Schluß, daß durch diese Preissenkungen zwar die Umsätze der betreffenden Herstellerunternehmen sowohl kurz- als auch langfristig gesteigert werden konnten, gleichzeitig aber sowohl deren bilanziellen Ergebnisse als auch deren Börsenbewertungen langfristig negativ beeinflusst wurden⁸⁶. In einer ähnlichen Studie analysierten ABRAHAM und LODISH die marginale Produktivität von temporären Preissenkungen im Einzelhandel an Hand der individuellen Kaufdaten von 3.000 US-amerikanischen Haushalten und konkludierten, daß lediglich 16% der durchgeführten temporären Preissenkungen langfristig profitabel waren⁸⁷. CHAPMAN und STEENBURGH verglichen die von US-amerikanischen Suppenherstellern veranschlagten Preise

⁸⁴ Vgl. AAKER (1992), S. 26.

⁸⁵ Vgl. zu einem Überblick über diesen Zusammenhang dokumentierende empirische Studien BLATTBERG et al. (1995).

⁸⁶ Vgl. PAUWELS et al. (2004), S. 149 ff.

⁸⁷ Vgl. ABRAHAM/LODISH (1990).

innerhalb von Berichtsperioden des Rechnungswesens und ermittelten eine erhöhte Wahrscheinlichkeit von temporären Preissenkungen gegen Ende dieser Perioden, d. h. der Berichts quartale. Die Autoren schlossen hieraus auf die Existenz von Ertragsmyopie in den untersuchten Unternehmen⁸⁸.

Die Aussage, daß der langfristige Einfluß von Preissenkungen auf bilanzielle Ergebnisse in vielen Fällen negativ sein kann, wurde durch mehrere weitere Autoren getroffen. Zu nennen sind hierbei die Untersuchungen von NIJS et al.⁸⁹, DEKIMPE et al.⁹⁰ und KOPALLE et al.⁹¹

Auch in der deutschen Marketing-Literatur wurde das Problem der Ertragsmyopie durch Preissenkungen analysiert. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das Phänomen der Markenerosion⁹², welches KLANTE als eine „durch Stimuli ausgelöste langsame Destruktion des in der Psyche des Konsumenten und sonstiger Bezugsgruppen der Marke verankerten, unverwechselbaren Vorstellungsbildes von einem Produkt oder einer Dienstleistung“ definiert⁹³.

KIRCHGEORG und KLANTE⁹⁴ skizzieren hierzu ein Szenario, in dem die Handelspreise eines Markenartikels kurzfristig durch Preisaktionen reduziert werden. Hersteller und Handel erhoffen sich aus dieser Maßnahme kurzfristige Ertragssteigerungen. Diese resultieren aus einem sogenannten Preis-Absatzeffekt, welcher durch einen Markenwechsel oder eine Kaufakzeleration des Konsumenten entstehen kann. Mittel- bis langfristig senken hierbei häufige Preissenkungen durch Preisaktionen jedoch oft die Markentreue der Konsumenten und tragen zu einer Schwächung der psychographischen Markenposition und im Ergebnis zu der Erosion der Marke bei⁹⁵. Eine von

⁸⁸ Vgl. CHAPMAN/STEENBURGH (2010).

⁸⁹ Vgl. NIJS et al. (2001), die ein Verschwinden der kurzfristigen Umsatzsteigerungen durch „sales promotions“ nach ca. zehn Wochen feststellten.

⁹⁰ Vgl. DEKIMPE et al. (1999), die anmerkten, daß die langfristigen Effekte von Preissenkungen nicht notwendigerweise positiv seien.

⁹¹ Vgl. KOPALLE et al. (1999), die eine Tendenz von Managern feststellten, zu viele „sales promotions“ durchzuführen.

⁹² Von einigen Autoren, z. B. LAUSBERG et al. (2001) wird auch von Markenverwässerung gesprochen. Die Worte Markenerosion und Markenverwässerung werden im Folgenden als begrifflich identisch angesehen.

⁹³ Vgl. KLANTE (2004), S. 25.

⁹⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden KIRCHGEORG/KLANTE (2005), S. 16 ff.

⁹⁵ Vgl. GUPTA et al. (1997), S. 248 ff.

KIRCHGEORG/KLANTE durchgeführte Umfrage unter Agenturexperten bestätigt die praktische Relevanz des Problems der Markenerosion durch häufige Preisaktionen⁹⁶.

Diese Markenerosion führt langfristig zu einer Verschlechterung der Ertrags- und Ergebnislage des herstellenden Unternehmens. Häufige Preisaktionen durch Preissenkungen stellen dann eine Ausprägungsform von Ertragsmyopie dar.

2.2.3. Markenerweiterungen

Das Phänomen der Markenerosion ist auch in Bezug auf andere Ausprägungsformen von Ertragsmyopie relevant. Hierbei sind zunächst Markenerweiterungen als Ausprägungsform von Ertragsmyopie zu nennen.

Unternehmen haben in manchen Situationen die Möglichkeit, ihre bestehenden Marken auf neue Produkte auszuweiten⁹⁷. Eine solche Strategie der Markenausweitung erhöht oft über den Absatz neuer Produkte aktuelle bzw. zeitlich naheliegende Erträge und bilanzielle Ergebnisse. Sie wird insbesondere angesichts der sehr hohen Kosten der Einführung neuer Marken in vielen Konsumgütermärkten als attraktiv angesehen⁹⁸.

Eine Markenausweitung birgt jedoch auch Risiken in sich. Ein wirtschaftlicher Mißerfolg des neuen Produktes auf Grund ungenügender Absatzzahlen und Erträge steht hierbei meist im Hintergrund⁹⁹. Die größte wirtschaftliche Gefahr liegt darin begründet, daß in vielen Konstellationen durch eine Markenausweitung die ausgeweitete Marke und das Ertragspotential des ursprünglichen Produktes beschädigt werden können. AAKER führt in einem wegweisenden Beitrag zum Thema Markenausweitung diese Gefahr auf verschiedene mögliche Ursachen zurück. Es sind dies die Schaffung neuer unerwünschter und negativer Assoziationen auf Seiten der Kunden, die Abschwächung bestehender Assoziationen, die Beschädigung eines Qualitätsbildes, die erhöhte Exposition gegenüber außergewöhnlichen negativen Ereignissen wie z. B. einem negativen Pressebericht sowie die Kannibalisierung des bestehenden Produktes.

⁹⁶ Vgl. KIRCHGEORG/KLANTE (2005), S. 18.

⁹⁷ Zu Markenausweitung generell vgl. CABRAL (2001).

⁹⁸ Vgl. AAKER/KELLER (1990), S. 27.

⁹⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden AAKER (1990), S. 47.

Zur Beantwortung der Frage, ob eine Markenausweitung wirtschaftlich langfristig vorteilhaft oder schädlich ist, sind die Kategorien¹⁰⁰ der ursprünglichen und der neuen Produkte zu betrachten und zu vergleichen. Die Gefahr einer schädlichen Markenausweitung und damit der Ertragsmyopie ist insbesondere dann gegeben, wenn die Kategorien der Produkte eine geringe Ähnlichkeit untereinander und damit die Produkte einen geringen Verwandtheitsgrad aufweisen¹⁰¹.

Als Fallbeispiel für Ertragsmyopie durch Markenerweiterung kann die Geschichte des Unternehmens Pierre Cardin, welches im Jahr 1950 als Hersteller von Haute-Couture-Mode gegründet wurde, in den 1970er und 1980er Jahren angeführt werden. Diese wird in einem Beitrag von REDDY und TERBLANCHE skizziert¹⁰²: „The brand’s early extensions into perfumes and cosmetics in the 1960s succeeded so well that the company began to sell licenses indiscriminately. By 1988, it had granted more than 800 licenses in 94 countries, generating a \$1 billion annual revenue stream - and profits plummeted. It wasn’t until the Pierre Cardin name started appearing on wildly nonadjacent products such as baseball caps and cigarettes that margins collapsed. Initially, the brand extensions into the perfumes and cosmetics categories were successful because the premium degree of the Pierre Cardin brand transferred undiminished into the new, adjacent categories. The owners of Pierre Cardin, unfortunately, attributed this to the strength of the brand rather than to the brand’s fit with the new product categories.“

2.2.4. Nutzung neuer Distributionskanäle

Auch im Zusammenhang mit der Distributionspolitik von Unternehmen besteht die Möglichkeit des Entstehens von Managermyopie. Hierbei ist die insbesondere die Nutzung neuer Distributionskanäle als Ausprägungsform von Ertragsmyopie zu nennen.

Unternehmen arbeiten selten allein, um Wert für ihre Kunden zu schaffen; sie sind in den meisten Fällen statt dessen lediglich ein Bindeglied in einer großen Versorgungskette und nutzen oft Vertriebs- oder Distributionskanäle, um ihre Produkte an den

¹⁰⁰ Eine Kategorie existiert gemäß MERVIS und ROSCH, wenn zwei oder mehr unterscheidbare Objekte oder Ereignisse gleich behandelt werden. Vgl. MERVIS/ROSCH (1981), S. 89.

¹⁰¹ Vgl. PULLIG et al. (2006), S. 64 f.

¹⁰² Vgl. hierzu und im Folgenden REDDY/TERBLANCHE (2005), S. 20 ff.

Endverbraucher zu vertreiben¹⁰³. KOTLER et al. definieren einen Distributionskanal als die Gesamtheit der Organisationen, die ein Produkt von der Abgabe aus dem Produktionsprozeß bis hin zum Kunden durchläuft¹⁰⁴.

Distributionskanäle können nach verschiedenen Dimensionen gegliedert werden. Üblich ist eine Unterteilung in direkte oder indirekte sowie ein- oder mehrstufige Distributionskanäle¹⁰⁵. Viele Unternehmen bedienen sich einer Vielzahl von Distributionskanälen, um der Vielfalt der heutigen Marktsegmente und Distributionskanalvarianten zu entsprechen. In diesem Zusammenhang wird von Multikanal-Marketing-Systemen gesprochen¹⁰⁶.

In gewissen Situationen besteht für Unternehmen die Möglichkeit, durch die Nutzung neuer Distributionskanäle bzw. die Erweiterung eines bestehenden Multikanal-Marketing-Systems Absatz und Umsatz ihrer Produkte sowie dadurch aktuelle bzw. zeitliche naheliegende Erträge und bilanzielle Ergebnisse zu erhöhen. Mit jedem neuen Distributionskanal steigen die Aussichten, Absatz und Marktabdeckung zu vergrößern.

Eine solche Strategie birgt jedoch gewisse Risiken in sich. So können durch die Erweiterung eines bestehenden Multikanal-Marketing-Systems die Möglichkeiten zur Steuerung und Überwachung desselben sinken. Gleichzeitig besteht die Möglichkeit von Konflikten mit den bestehenden Vertriebspartnern, wenn mehrere Kanäle um die gleichen Interessenten konkurrieren. Insbesondere kann es auch zur Markenerosion¹⁰⁷ kommen, wenn das Renommee der neuen Vertriebskanäle beim Verbraucher das Renommee der bestehenden Vertriebskanäle unterschreitet¹⁰⁸. Als Beispiel sei hier der Vertrieb über Discountmärkte oder Factory Outlet Center¹⁰⁹ genannt. Dieser kann der Marke ihre Exklusivität nehmen, ihren Prestigewert schädigen und die Bereitschaft der Kunden, die Produkte zu regulären Einzelhandelspreisen zu erwerben, beeinträchtigen.

¹⁰³ Vgl. KOTLER et al. (2007), S. 1004.

¹⁰⁴ Vgl. ebenda, S. 1009 f.

¹⁰⁵ Vgl. WINKELMANN (2006), S. 282, sowie Kuhlmann (2004), S. 257.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden KOTLER et al. (2007), S. 1025 f.

¹⁰⁷ Dies kann mit der Markenerosion durch das Angebot der gleichen Ware zu im Vergleich zu den bestehenden Vertriebskanälen günstigeren Preisen einhergehen, vgl. hierzu Abschnitt II.2.2.2.

¹⁰⁸ Zu generellen Überlegungen zur Reputation von Vertriebskanälen vgl. BLACK et al. (2002), S. 161 ff.

¹⁰⁹ Vgl. hierzu insbesondere LAUSBERG et al. (2001), S. 32 ff., die eine Umfrage unter 135 Bekleidungsherstellern durchführten. Knapp die Hälfte der befragten Hersteller ging davon aus, daß der Absatz über Factory Outlet Center dem Image der Marke schaden würde.

Dieser Zusammenhang wurde während eines für die Pretests dieser Studie¹¹⁰ durchgeführten Interviews durch den Finanzvorstand eines großen Sportartikelherstellers bestätigt. Dieser Interviewee betonte, daß sein Unternehmen die Möglichkeit habe, durch den Vertrieb über Kanäle mit geringem Prestigewert wie beispielsweise Selbstbedienungs-Warenhäuser die kurzfristige Umsatz- und Gewinnsituation zu verbessern. Gleichzeitig wies er auf das Risiko der Markenerosion und damit der langfristigen Verschlechterung der Ertragskraft des Unternehmens bei Durchführung dieser Strategie hin.

Als weiteres Fallbeispiel der negativen Konsequenzen der Nutzung neuer Vertriebskanäle kann eine Episode aus der Geschichte des Unternehmens IBM angeführt werden, welche von KOTLER et al. in groben Zügen wiedergegeben wird¹¹¹. IBM entschied sich in einer Situation, in welcher ein Großteil seiner PCs indirekt vertrieben wurde, über die US-Website des Unternehmens PCs günstiger als im Handel anzubieten. Als Resultat beschwerten sich viele Händler über diesen „unfairen Wettbewerb“. Über ihre Verbände ließ die Händlerschaft mitteilen, daß dies das Ende des Vertriebs von IBM-Computern über den Handel bedeuten könnte. Gleichzeitig fühlten sich viele Aussendienstmitarbeiter aufgrund der neuen „internen Kanäle“ übergangen. Auf Grund dieser Beschwerden kann eine Verminderung der Profitabilität dieser etablierten Vertriebskanäle vermutet werden.

¹¹⁰ Vgl. Abschnitt IV.2.2.3.

¹¹¹ Vgl. KOTLER et al. (2007), S. 1024.

III. LITERATURÜBERBLICK

Im folgenden Abschnitt soll ein Überblick über den Stand der Forschung bezüglich der Fragen nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie gegeben werden. Hierbei wird zunächst der Ansatz, unterstellte Störungen im Investitionsverhalten von Unternehmen durch Managermyopie zu erklären, innerhalb der Literatur zu Fragestellungen der betrieblichen Investition und Finanzierung (im Folgenden als Corporate-Finance-Literatur bezeichnet) sowie des externen Rechnungswesens (im Folgenden als Accounting-Literatur bezeichnet) eingeordnet. In einem dritten und vierten Schritt werden dann Einzelfallberichte sowie die in der Entwicklung des Themas wesentlichen theoretischen Arbeiten vorgestellt. In einem fünften Schritt werden daraufhin empirische Untersuchungen, welche oft die Schlußfolgerungen von Einzelfallberichten und theoretischen Arbeiten überprüfen, beschrieben. Abschließend wird eine zusammenfassende Würdigung des vorhandenen Materials vorgenommen.

1. EINORDNUNG DER MANAGERMYOPIE-LITERATUR INNERHALB DER CORPORATE-FINANCE-LITERATUR

Sämtliche in den folgenden Abschnitten beschriebenen Arbeiten beschäftigen sich theoretisch oder empirisch mit der Frage nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie. Diese Arbeiten - im Folgenden als Managermyopie-Literatur bezeichnet - sind im weitesten Sinne der Corporate-Finance-Literatur zuzurechnen.

Im Folgenden soll die Managermyopie-Literatur innerhalb der Corporate-Finance-Literatur eingeordnet werden, wobei zu beachten ist, daß eine solche Einordnung auf Grund der Heterogenität des vorhandenen Materials nicht mit absoluter Genauigkeit erfolgen kann. Bei der Einordnung wird weitestgehend einer von STEIN¹¹² in einem sehr hilfreichen Beitrag entwickelten Strukturierung der Corporate-Finance-Literatur gefolgt.

Eine fundamentale Frage der Corporate-Finance-Literatur ist diejenige, in wie weit die Effizienz betrieblicher Investitionen durch eine Divergenz der Ziele zwischen Managern

¹¹² Vgl. hierzu und im Folgenden STEIN (2001).

und Anteilseignern - in der englischsprachigen Literatur als „agency problems“¹¹³ bezeichnet - sowie asymmetrische Informationsverteilung¹¹⁴ beeinflusst wird¹¹⁵. Die Literatur zu dieser Frage wird im Folgenden als Investment-Literatur bezeichnet. STEIN ordnet die Managermyopie-Literatur der Investment-Literatur zu. Dieses Vorgehen wird auch im Folgenden gewählt. Zur Erläuterung der weiteren Ausführungen wird die von STEIN¹¹⁶ vorgenommene Strukturierung der Investment-Literatur vorab in Abbildung 1 skizziert:

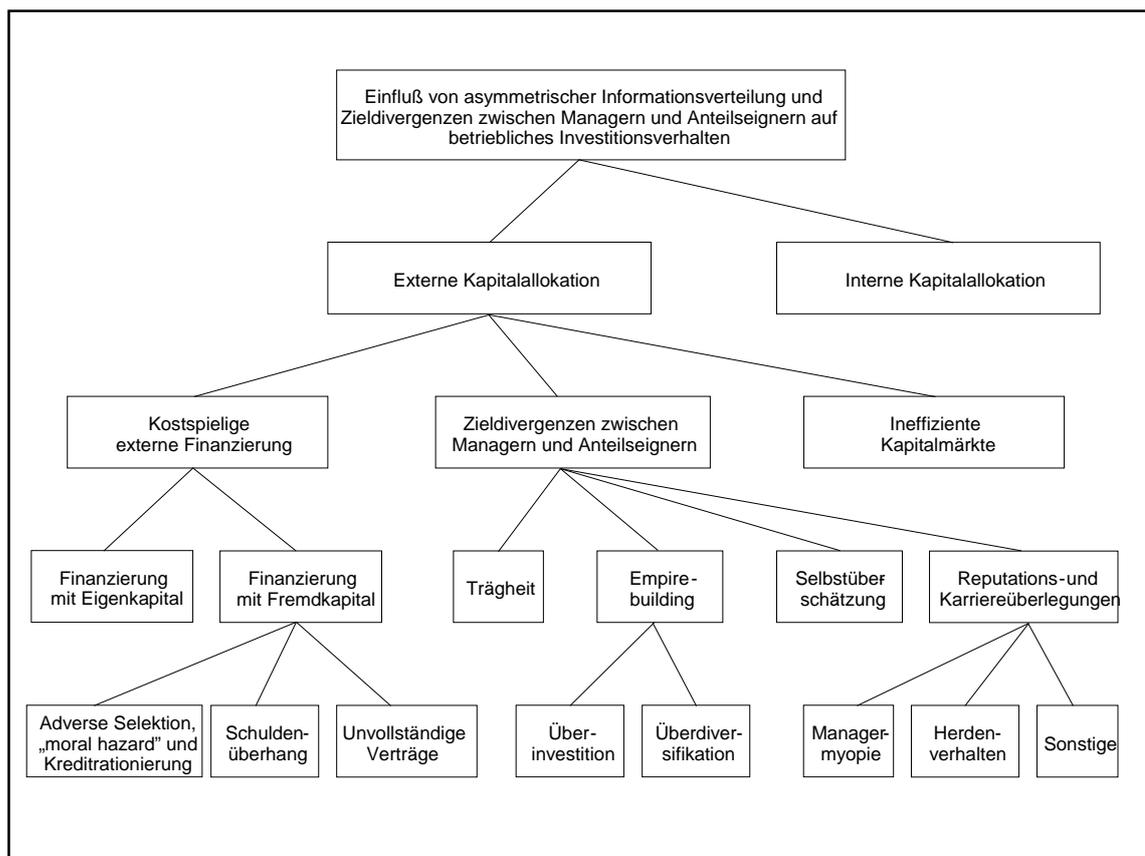


Abb. 1: Strukturierung der Investment-Literatur nach STEIN

¹¹³ Vgl. zu den hieraus resultierenden sogenannten „agency costs“ JENSEN/MECKLING (1976).

¹¹⁴ Zu dem grundlegenden Modell asymmetrischer Informationsverteilung in den Wirtschaftswissenschaften vgl. AKERLOF (1970). Zur Relevanz asymmetrischer Informationsverteilung für das Verhältnis zwischen Kapitalgebern und Managern vgl. GREENWALD/STIGLITZ (1990).

¹¹⁵ Diese Frage ließe sich auch vereinfacht umformulieren in „In wie weit wird das zur Verfügung stehende Kapital den richtigen Investitionsprojekten zugeführt?“ Vgl. STEIN (2001), S. 1.

¹¹⁶ Hierbei ist zu beachten, daß der Begriff Managermyopie - von STEIN hier mit „short-termism“ bezeichnet - von STEIN enger als in dieser Arbeit definiert wird. Vgl. Abbildung 1 und die nachfolgenden Ausführungen sowie STEIN (2001).

Ausgangspunkt der Investment-Literatur stellt das Paradigma von MODGLIANI und MILLER¹¹⁷ aus dem Jahr 1958 dar, wonach das Investitionsprogramm eines Unternehmens ausschließlich von der Profitabilität der verfügbaren Investitionsprojekte, nicht jedoch von dem Grad der Fremdfinanzierung, der Verfügbarkeit flüssiger Mittel, der aktuellen Lage auf den Finanzmärkten oder anderen Faktoren bestimmt werden sollte. Die Hypothese, daß sich Unternehmen wie von MODGLIANI und MILLER postuliert verhalten, wurde jedoch in der Folgezeit durch zahlreiche empirische Studien widerlegt¹¹⁸. Hieraus leiteten sich umfangreiche Forschungsbemühungen nach den Gründen für ein mutmaßlich suboptimales betriebliches Investitionsverhalten ab. Zieldivergenzen und Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und Managern stellen einige der hierfür in Frage kommenden Gründe dar¹¹⁹.

Die Investment-Literatur bearbeitet die Frage nach der Optimalität von betrieblichem Investitionsverhalten aus einer Vielzahl von Blickwinkeln, welche im Folgenden skizziert werden. Der Ansatz, potentiell Underinvestment durch Managermyopie zu erklären, stellt einen dieser Blickwinkel dar.

Prinzipiell kann die Investment-Literatur in zwei große Blöcke geteilt werden. Der erste Block befaßt sich mit der Unterfrage, ob der externe Kapitalmarkt jedem Unternehmen die optimale Menge an Kapital zuweist, so daß die marginale Investmentrendite in allen Firmen identisch ist, d. h. der Frage nach der Effizienz externer Kapitalmärkte. Der zweite Block befaßt sich dagegen mit der Unterfrage, in wie weit interne Kapitalmärkte jedem Investitionsprojekt die optimale Menge an Kapital zuweisen, so daß die marginale Investmentrendite in allen Investitionsprojekten identisch ist, d. h. der Frage nach der Effizienz interner Kapitalmärkte¹²⁰. Da sich die Managermyopie-Literatur auf aktienkursmotivierte Entscheidungen von Managern und damit auf deren Verhältnis zu Aktionären bezieht, ist sie dem ersten Block zuzuordnen.

¹¹⁷ Vgl. MODIGLIANI/MILLER (1958).

¹¹⁸ Vgl. STEIN (2001), welcher hierzu auf S. 24 ausführt: "Perhaps the one clearest empirical finding emerging from research on investment over the last 15 or so years is that this theoretical proposition is false." Vgl. zu einem Überblick der diesbezüglichen Literatur HUBBARD (1998).

¹¹⁹ Daneben sind beispielsweise Steuern oder Transaktionskosten zu nennen.

¹²⁰ Vgl. z. B. BERGER/OFEK (1995), GROSSMAN/HART (1986), HART/MOORE (1990), HART (1995) oder MILGROM/ROBERTS (1988).

Dieser Block der Corporate-Finance Literatur kann nach STEIN wiederum in drei verschiedene Kategorien eingeteilt werden.

Die erste, von STEIN als „costly external finance“ bezeichnete Kategorie befaßt sich mit Reibungsverlusten bei der Beschaffung von externem Kapital. In den in dieser Kategorie erstellten theoretischen Arbeiten resultiert stets ein Zustand des Underinvestments¹²¹; eine Abweichung des prognostizierten von dem optimalen betrieblichen Investitionsverhalten resultiert aus einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen neuen Kapitalgebern und Managern, welche die Interessen der bestehenden Kapitalgeber vertreten. Die Arbeiten lassen sich in solche mit Fokus auf Kosten von Aussenfinanzierung durch Eigen- bzw. Fremdkapital¹²² unterteilen.

Die zweite, von STEIN als „the agency conflict between managers and outside shareholders“ bezeichnete Kategorie untersucht den Einfluß von Zieldivergenzen zwischen bestehenden Anteilseignern und Managern¹²³ auf betriebliches Investitionsverhalten. Wie bei den Arbeiten der ersten Kategorie werden hier oft Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und Managern unterstellt. Diesen Arbeiten liegt jedoch zusätzlich die Annahme zu Grunde, daß die Manager von börsennotierten Unternehmen ihre eigenen Ziele verfolgen, welche nicht notwendigerweise mit denen der Anteilseigner übereinstimmen müssen. Hieraus resultierende Konflikte können sich auf verschiedene Art und Weise manifestieren¹²⁴, an dieser Stelle werden jedoch nur Situationen betrachtet, in denen das betriebliche Investitionsverhalten beeinflusst wird.

Die dritte Kategorie wird von STEIN als „investment decisions when stock prices deviate from fundamentals“ bezeichnet. Sie analysiert den Einfluß ineffizienter Kapitalmärkte¹²⁵ auf betriebliches Investitionsverhalten¹²⁶ sowie die Veränderung der in

¹²¹ Vgl. z. B. MYERS (1977) und MYERS/MAJLUF (1984).

¹²² Die Arbeiten zu dieser Frage können des Weiteren thematisch in die drei Bereiche „Adverse Selektion, moralische Versuchung (englisch: moral hazard) und Kreditrationierung im Markt für Fremdkapital“, „Schuldenüberhang (englisch: debt overhang)“ und „Unvollständige Verträge“ unterteilen. Vgl. hierzu STEIN (2001), S. 7 ff.

¹²³ Die akademische Bearbeitung dieser „agency problems“ geht auf BERLE/MEANS zurück, welche bereits 1932 ausführten: „In its new aspect the corporation is a means whereby the wealth of innumerable individuals has been concentrated into huge aggregates and whereby control over this wealth has been surrendered to a unified direction.“ Vgl. BERLE/MEANS (1932), S. 2.

¹²⁴ So können z. B. Manager ihre Bemühungen gegenüber einem optimalen Zustand absenken. Vgl. hierzu HOLMSTROM (1979).

¹²⁵ Zu einer Kritik der Annahme effizienter Kapitalmärkte vgl. GROSSMAN/STIGLITZ (1980).

den beiden ersten Kategorien diskutierten Einflüsse auf betriebliches Investitionsverhalten¹²⁷, wenn die Annahme informationseffizienter Finanzmärkte aufgelöst wird.

Bei der Einordnung der Managermyopie-Literatur innerhalb dieser Kategorien stellt sich die Schwierigkeit, daß sich diese teilweise überschneiden. Sie sind daher eher als Themenschwerpunkte, denen bestimmte theoretische Arbeiten zugeordnet werden, denn als trennscharf untereinander abgrenzbare, mutual exklusive Bereiche zu verstehen. Gleichzeitig existieren theoretische Arbeiten, die nicht eindeutig einer Kategorie zugeordnet werden können, wodurch das Einordnungsproblem noch weiterhin verstärkt wird.

Soll eine Einordnung dennoch erfolgen, so ist zu beachten, daß ein Großteil der Managermyopie-Literatur die Existenz von sowohl asymmetrischer Information als auch Zieldivergenzen zwischen bestehenden Anteilseignern und dem Management voraussetzt. In Anbetracht dieser Tatsache können diese Arbeiten am ehesten in die zweite Kategorie eingeordnet werden. Dieser Ansatz wird auch von STEIN gewählt¹²⁸. Es existieren allerdings auch Arbeiten der Managermyopie-Literatur, die in die erste¹²⁹, sowohl die erste als auch die zweite¹³⁰, oder auch die dritte¹³¹ Kategorie einzuordnen sind.

Diese zweite, von STEIN¹³² als „agency conflict between managers and shareholders“ bezeichnete Kategorie läßt sich des Weiteren nach STEIN in vier verschiedene Unterkategorien unterteilen.

Die Arbeiten der ersten, von STEIN als „empire-building“ bezeichneten Unterkategorie unterstellen eine Abhängigkeit des Nutzens des Managements von der absoluten Höhe¹³³ bzw. dem Diversifikationsgrad¹³⁴ betrieblicher Investitionen oder von der

¹²⁶ Vgl. z. B. FISCHER/MERTON (1985) oder MORCK et al. (1990).

¹²⁷ Vgl. STEIN (1996).

¹²⁸ Vgl. STEIN (2001), S. 16.

¹²⁹ Vgl. z. B. MILLER/ROCK (1985).

¹³⁰ Vgl. z. B. STEIN (1989).

¹³¹ Vgl. z. B. SHLEIFER/VISHNY (1990).

¹³² Vgl. hierzu und im Folgenden STEIN (2001), S. 12 ff.

¹³³ In diesen Arbeiten resultiert stets ein Zustand der Überinvestition. Vgl. z. B. JENSEN (1986b), JENSEN (1993) oder STULZ (1990).

¹³⁴ Vgl. z. B. AMIHUD/LEV (1981).

absoluten Höhe solcher betrieblicher Investitionen, welche das spezifische Humankapital des Managements benötigen¹³⁵.

Die Arbeiten der zweiten, von STEIN als „reputational and career concerns“ bezeichneten Unterkategorie unterstellen ein Interesse von Managern an ihrer Reputation und ihrem Wert auf dem Arbeitsmarkt und untersuchen sich hieraus ergebende Auswirkungen auf betriebliche Investitionen¹³⁶.

Die Arbeiten der dritten, von STEIN als „quiet life“ bezeichneten Unterkategorie unterstellen Managern Trägheit in der Entscheidungsfindung, was sich nach BETRAND und MULLAINATHAN sowohl in Zuständen des Over- als auch des Underinvestment manifestieren kann¹³⁷.

Die Arbeiten der vierten, von STEIN als „overconfidence“ bezeichneten Unterkategorie gehen davon aus, daß Manager übertrieben optimistisch bezüglich der Rendite der von ihnen kontrollierten Vermögensgegenstände sind¹³⁸. Die Modelle dieser Unterkategorie basieren auf psychologischen Arbeiten¹³⁹ und konkludieren stets in einem Zustand der Überinvestition.

Da dies auch für die Modelle der ersten Unterkategorie „empire-building“ gilt und die in den Modellen der dritten Unterkategorie getroffenen Investitionsentscheidungen nicht aktienkursmotiviert sind, ist ausgehend von der getroffenen Definition¹⁴⁰ die Managermyopie-Literatur der zweiten Unterkategorie zuzuordnen. Dies entspricht der von STEIN vorgenommenen Einordnung.

¹³⁵ Vgl. z. B. SHLEIFER/VISHNY (1989).

¹³⁶ Zu einem breiten Überblick über die theoretische Literatur zu diesem Thema vgl. HIRSHLEIFER (1993).

¹³⁷ Vgl. BETRAND/MULLAINATHAN (2003).

¹³⁸ Vgl. z. B. ROLL (1986) oder HEATON (2002).

¹³⁹ Vgl. z. B. WEINSTEIN (1980) sowie zu einer Zusammenfassung der diesbezüglichen Literatur KASCH (2008), S. 75 ff.

¹⁴⁰ Vgl. Abschnitt II.1.

STEIN ordnet der Unterkategorie „reputational and career concerns“ neben dem Bereich Managermyopie auch den Bereich „herding“ und einen Restbereich mit sonstigen Arbeiten zu¹⁴¹.

In den dem Bereich „herding“ zugeordneten theoretischen Arbeiten¹⁴² imitieren im Gleichgewicht Manager wider besseres Wissen die Investitionsentscheidungen ihrer Konkurrenten und maximieren durch dieses suboptimale Verhalten ihre erwartete Reputation.

Auch in den dem Restbereich zugeordneten sonstigen Arbeiten weichen Manager im Gleichgewicht von dem optimalen Investitionsprogramm ab, um ihren von ihrer Reputation abhängigen Erwartungsnutzen zu maximieren. So unterlassen in manchen dieser Arbeiten Manager wegen sich aus Risikoaversion ergebender Aversion gegen Beurteilungen die Durchführung neuer Projekte¹⁴³, präferieren aus Reputationsgründen sichere gegenüber riskanten Projekten¹⁴⁴ oder unterlassen die Liquidation erfolgloser Investitionsprojekte, um eine schlechte Einschätzung ihrer Leistung zu vermeiden¹⁴⁵.

Abschließend kann in Anlehnung an die dargestellte, von STEIN vorgenommene Strukturierung eines Teilbereiches der Corporate-Finance-Literatur festgestellt werden, daß die Managermyopie-Literatur der Investment-Literatur und dort dem Block der Unterfrage nach der Effizienz externer Kapitalmärkte zuzuordnen ist. Innerhalb dieses Blockes ist eine eindeutige Einordnung in eine Kategorie nicht möglich. Da sich jedoch ein Großteil der Managermyopie-Literatur mit Zieldivergenzen zwischen Managern und Anteilseignern befaßt, ist sie schwerpunktmäßig dieser Kategorie und innerhalb dieser der Unterkategorie der Reputations- und Karriereüberlegungen zuzuordnen.

¹⁴¹ Zu einer leicht abweichenden Klassifizierung vgl. HIRSHLEIFER (1993), S. 150 ff. HIRSHLEIFER unterscheidet in Manipulation von Cash-Flows, Manipulation von Risiko, Beeinflussung der Laufzeit aktueller Projekte („projects transitions“) und abweichendes Verhalten, Opportunismus und Konformismus („deviants, fads and conformism“). Innerhalb dieser Kategorien ist die Managermyopie-Literatur dem Bereich der Manipulation von Cash-Flows zuzuordnen.

¹⁴² Vgl. z. B. SCHARFSTEIN/STEIN (1990) oder ZWIEBEL (1995).

¹⁴³ Vgl. HOLMSTROM/RICART I COSTA (1986)

¹⁴⁴ Vgl. HIRSHLEIFER/THAKOR (1992).

¹⁴⁵ Vgl. BOOT (1992).

2. EINORDNUNG DER MANAGERMYOPIE-LITERATUR INNERHALB DER ACCOUNTING-LITERATUR

Obwohl die Managermyopie-Literatur - wie ausgeführt - im weitesten Sinne der Corporate-Finance-Literatur zuzurechnen ist, stellt sie einen auch durch die Accounting-Literatur abgedeckten Überschneidungsbereich dar. Im Folgenden soll daher eine kurze Einordnung der Managermyopie-Literatur innerhalb der angloamerikanischen und der deutschen Accounting-Literatur erfolgen, da zwischen beiden gewisse Unterschiede in der Betrachtung des Phänomens zu beobachten sind.

2.1. EINORDNUNG DER MANAGERMYOPIE-LITERATUR INNERHALB DER ANGLOAMERIKANISCHEN ACCOUNTING-LITERATUR

Innerhalb der angloamerikanischen Accounting-Literatur ist die Managermyopie-Literatur den sich mit dem Phänomen des Ergebnismanagements¹⁴⁶ („earnings management“) befassenden Arbeiten - im Folgenden als Ergebnismanagement-Literatur bezeichnet - zuzuordnen. HEALY und WAHLEN definieren Ergebnismanagement als die Ausnutzung von Ermessensspielräumen im externen Rechnungswesen und die Strukturierung von Transaktionen durch Manager mit dem Ziel der Veränderung des Jahresabschlusses¹⁴⁷. Ziel eines solchen Verhaltens ist es nach HEALY und WAHLEN, entweder einige Stakeholder bzgl. der grundlegenden ökonomischen Performance des Unternehmens zu täuschen oder die Ergebnisse von Verträgen, die an bestimmte bilanzielle Ergebnisse geknüpft sind, z. B. Kredit- oder Arbeitsverträge, zu beeinflussen. Diese Definition soll im Folgenden übernommen werden.

Obwohl Ergebnismanagement sich nach der verwendeten Definition von HEALY und WAHLEN prinzipiell auf sämtliche Teile des Jahresabschlusses beziehen kann, steht die Veränderung des bilanziellen Ergebnisses („earnings“) hier eindeutig im Vordergrund.

In der Mehrzahl der Arbeiten der Ergebnismanagement-Literatur ist das Ziel des beschriebenen Ergebnismanagements eine Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses

¹⁴⁶ Alternativ könnte anstatt des Wortes Ergebnismanagement“ das Wort „Ergebnisverwässerung“ verwendet werden.

¹⁴⁷ Vgl. HEALY/WAHLEN (1999), S. 368. Eine alternative Definition bietet SCHIPPER, die Ergebnismanagement etwas allgemeiner als bewußte Intervention in den Prozeß des externen Rechnungswesens mit dem Ziel der Erlangung eines privaten Vorteils bezeichnet. Vgl. SCHIPPER (1989), S. 92.

gegenüber einem Referenzzustand, in welchem kein Ergebnismanagement durchgeführt wird. In diesen Arbeiten entsteht solch „positives“ Ergebnismanagement aus dem Anreiz, den Aktienkurs des eigenen Unternehmens zu erhöhen¹⁴⁸ oder die Ergebnisse von an das bilanzielle Ergebnis geknüpften Kredit-¹⁴⁹ oder Arbeitsverträgen¹⁵⁰ zu beeinflussen. Ein weiterer Grund für Ergebnismanagement ist in diesen Arbeiten die beabsichtigte Beeinflussung des Verhaltens von Regulierungsbehörden insbesondere in der Bank-¹⁵¹ und der Versicherungsindustrie¹⁵².

Nach der verwendeten Definition kann das Ziel von Ergebnismanagement allerdings auch eine Absenkung des bilanziellen Ergebnisses gegenüber einem Referenzzustand, in dem kein Ergebnismanagement durchgeführt wird, sein¹⁵³. In einigen Arbeiten der Ergebnismanagement-Literatur werden Situationen beschrieben, in denen solch „negatives“ Ergebnismanagement betrieben wird. Ein Grund für ein solches Verhalten kann die Übertreibung von sehr großen Verlusten mit dem Ziel einer Bereinigung der Bilanz und der Ausweisung positiver bilanzieller Ergebnisse in den Folgeperioden im Hinblick auf die Erhöhung des Aktienkurses des eigenen Unternehmens sein¹⁵⁴. Als weiterer Grund für „negatives“ Ergebnismanagement wird die intertemporale Optimierung der variablen Vergütung von Managern in Situationen genannt, in denen das bilanzielle Ergebnis einer Periode eine Grenze überschritten hat, oberhalb derer eine prinzipiell von diesem Ergebnis abhängige variable Vergütung sich bei einem weiteren Anstieg desselben nicht mehr erhöht¹⁵⁵. Schlußendlich kann auch der Wunsch, bei einer geplanten Unternehmensübernahme oder Fusion gegenüber einer Regulierungsbehörde unprofitabel zu erscheinen, einen Anreiz zu „negativem“ Ergebnismanagement darstellen¹⁵⁶.

¹⁴⁸ Vgl. DYE (1988) oder DEANGELO (1988).

¹⁴⁹ Vgl. HOLTHAUSEN (1981) oder HEALY/PALEPU (1990).

¹⁵⁰ Vgl. HOLTHAUSEN (1981) oder DECHOW/SLOAN (1991).

¹⁵¹ Vgl. BEATTY et al. (1995) oder SCHOLES et al. (1990).

¹⁵² Vgl. ADIEL (1996).

¹⁵³ Weitere Ziele von Ergebnismanagement können das Erreichen von Analystenprognosen und eine Minimierung der Volatilität der berichteten bilanziellen Ergebnisse sein. Vgl. hierzu BURGSTAHLER/EAMES (2006) bzw. TRUEMAN/TITMAN (1988).

¹⁵⁴ Vgl. LEVITT (1988), der in diesem Zusammenhang von einem „big bath“ spricht.

¹⁵⁵ Vgl. HEALY (1985).

¹⁵⁶ Vgl. WATTS/ZIMMERMANN (1978).

NAGY und NEAL unterteilen¹⁵⁷ aufbauend auf der Arbeit von SCHIPPER¹⁵⁸ in diesem Zusammenhang von Managern unternommene Maßnahmen in zwei Stufen von Ergebnismanagement. Die erste Stufe des Ergebnismanagements bezeichnet hiernach die Ausnutzung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten im externen Rechnungswesen. Die zweite Stufe des Ergebnismanagements bezieht sich auf eine Veränderung der zeitlichen Steuerung und des Umfangs strategischer Entscheidungen. Maßnahmen beider Stufen haben jeweils das Ziel, das bilanzielle Ergebnis zu beeinflussen.

Innerhalb dieser Unterteilung kann das Phänomen Managermyopie der zweiten Stufe von Ergebnismanagement gleichgesetzt werden¹⁵⁹. Die Managermyopie-Literatur kann daher innerhalb der angloamerikanischen Accounting-Literatur der Ergebnismanagement-Literatur und dort der Literatur zugeordnet werden, welche Ergebnismanagement der zweiten Stufe, mithin die Manipulation realer Aktivitäten betrachtet.

2.2. EINORDNUNG DER MANAGERMYOPIE-LITERATUR INNERHALB DER DEUTSCHEN ACCOUNTING-LITERATUR

Innerhalb der deutschen Accounting-Literatur ist die Managermyopie-Literatur den mit dem Phänomen der Bilanzpolitik befaßten Arbeiten - im Folgenden als Bilanzpolitik-Literatur bezeichnet - zuzuordnen. LENZ definiert Bilanzpolitik als „die bewußte Durchführung von Maßnahmen zur Gestaltung des Jahres- bzw. Konzernabschlusses mit dem Ziel, das Verhalten von Abschlussadressaten gezielt zu beeinflussen oder bestimmte Rechtsfolgen (z.B. Bonuszahlungen, Dividendenausschüttungen oder Steuerzahlungen) zu bewirken oder ... zu vermeiden (z.B. Kreditrückzahlungen bei Unter-/Überschreitungen vereinbarter Bilanzkennzahlen)“¹⁶⁰. Diese Definition, welche materiell der getroffenen Definition von „earnings management“ sehr ähnlich ist, soll im Folgenden verwendet werden¹⁶¹.

¹⁵⁷ Vgl. NAGY/NEAL (2001), S. 92.

¹⁵⁸ Vgl. SCHIPPER (1989).

¹⁵⁹ Diese Gleichstellung nehmen auch NAGY und NEAL sowie ROYCHOWDHURY vor. Vgl. NAGY/NEAL (2001), S. 92 sowie ROYCHOWDHURY (2006), S. 337.

¹⁶⁰ Vgl. LENZ (2005), S. 2.

¹⁶¹ Vgl. zu einer alternativen Definition von Bilanzpolitik VEIT (2002), S. 4. Dort wird Bilanzpolitik als „die zweckorientierte...Einwirkung auf den um den Anhang erweiterten Jahresabschluß und den Lagebericht“ bestimmt.

VEIT nimmt in einem 2002 erschienen Beitrag eine Strukturierung verschiedener Arten von Bilanzpolitik vor¹⁶². Dieser Strukturierung soll im Weiteren gefolgt werden. Zur Erläuterung der weiteren Ausführungen wird diese Unterteilung vorab in Abbildung 2 skizziert:

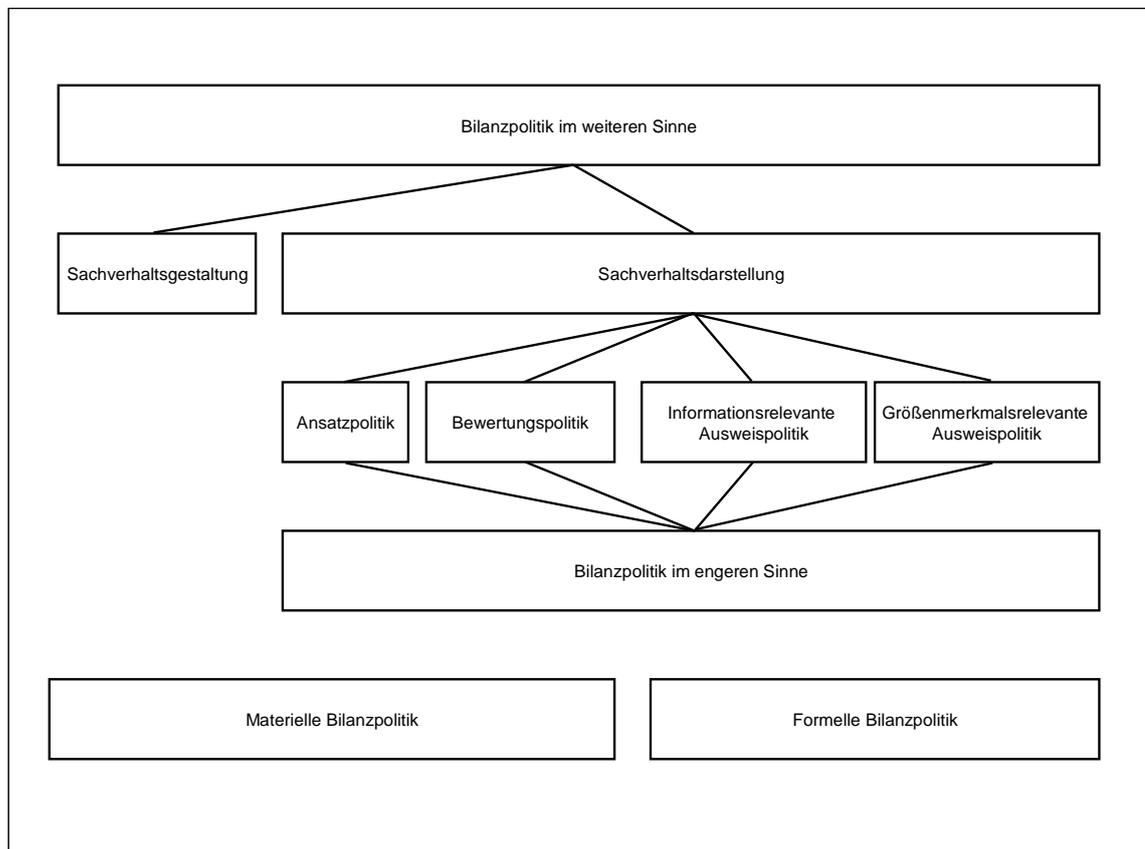


Abb. 2: Strukturierung verschiedener Arten von Bilanzpolitik nach VEIT

VEIT unterteilt Bilanzpolitik in die Bereiche Sachverhaltsgestaltung und Sachverhaltsdarstellung, wobei letztere wiederum in die Unterbereiche Ansatz-, Bewertungs- und Ausweisungspolitik (informations- bzw. größenmerkmalsrelevant) unterschieden wird. Innerhalb dieser Unterteilung ist das Phänomen Managermyopie dem Bereich der Sachverhaltsgestaltung zuzuordnen. Diese ist gemäß VEIT lediglich als Bilanzpolitik im weiteren Sinne zu bezeichnen; unter Bilanzpolitik im engeren Sinne versteht VEIT allein die Sachverhaltsdarstellung. Bedeutend ist des Weiteren die oft getroffene Unterteilung in formelle und materielle Bilanzpolitik. Hierbei ist das Phänomen Managermyopie als Sachverhaltsdarstellung - wie auch Ansatz- und

¹⁶² Vgl. VEIT, 2002, S. 3 ff.

Bewertungspolitik - dem Bereich der materiellen Bilanzpolitik zuzuordnen, während Ausweisungspolitik durch VEIT als formelle Bilanzpolitik bezeichnet wird.

Die Managermyopie-Literatur kann hiernach innerhalb der deutschen Accounting-Literatur der Bilanzpolitik-Literatur und dort der Literatur zugeordnet werden, welche (materielle) Bilanzpolitik durch Sachverhaltsgestaltung betrachtet.

3. „ANECDOTAL EVIDENCE“

Die theoretische und empirische Managermyopie-Literatur wurde als Reaktion auf Einzelfallberichte („anecdotal evidence“) entwickelt, welche ab Beginn der 1980er Jahre durch Akademiker, Manager und Journalisten erstattet worden waren. Diese waren sehr bedeutsam für die Entwicklung der theoretischen und empirischen Managermyopie-Literatur. Die bedeutendsten dieser Einzelfallberichte sollen daher im Folgenden in annähernd chronologischer Reihenfolge wiedergegeben werden.

Hierbei ist zunächst der Beitrag von HAYES und ABERNATHY aus dem Jahr 1980 zu nennen, welcher den Beginn einer Diskussion über die Existenz von Managermyopie in der US-amerikanischen Wirtschaft darstellt¹⁶³. HAYES und ABERNATHY beklagten eine Verschlechterung der kompetitiven Situation US-amerikanischer Unternehmen relativ zu ihren europäischen und japanischen Konkurrenten. Dieser Umstand wurde von den Autoren auf ein fehlverstandenes, „pseudo-professionelles“ Verständnis von Management zurückgeführt, welches finanzielle Ergebnisse als ultimatives Unternehmensziel ansieht. Die laut HAYES und ABERNATHY hieraus resultierende Fixierung auf finanzielle Steuerungen, Portfoliokonzepte und marktgetriebene Strategien bedrohte - so wurde argumentiert - die für die ökonomische Zukunft der USA notwendige Vision, Risikobereitschaft und Innovationskapazität¹⁶⁴.

¹⁶³ Vgl. HAYES/ABERNATHY (1980).

¹⁶⁴ Im Rahmen eines Neudrucks des Artikels im Jahr 2007 stellte HAYES in einem Kommentar fest, daß die Wettbewerbsfähigkeit US-amerikanischer Unternehmen nach einer Phase der Konsolidierung in den 1980er Jahren sowie der kurzfristigen Orientierung der New-Economy-Phase im Jahr 2007 wiederum bedroht sei - vor allem durch Konkurrenz aus China, Indien und Osteuropa.

Einen auf diesem Beitrag aufbauenden Artikel veröffentlichten HAYES und GARVIN im Jahr 1982¹⁶⁵. Sie beklagten ein Underinvestment-Problem in US-amerikanischen Unternehmen und führten dies auf eine sich damals ausweitende Verwendung quantitativer Diskontierungsmethoden in Entscheidungen über betriebliche Investitionsprogramme zurück. Für diesen unterstellten Zusammenhang führten sie zwei Gründe auf. So stellten sie einerseits fest, daß die in solche quantitative Diskontierungsmethoden einfließenden Eingangsgrößen in starkem Maße unsicher sind und von der persönlichen Einschätzung von Managern abhängen. Hierbei machten sie eine Tendenz von Managern aus, insbesondere die internen Renditeforderungen ihrer Unternehmen, welche im Idealfall den Kapitalkosten entsprechen sollten, sowohl irrtümlich auf Grund der Nichtberücksichtigung von Veränderungen der Kapitalkosten als auch bewußt zum Zwecke der Mitarbeitermotivation oberhalb der Kapitalkosten anzusetzen. Andererseits führten nach Meinung von HAYES und GARVIN Unschärfen in der Abbildung realer Investitionsentscheidungen in theoretischen Diskontierungsmodellen¹⁶⁶ zu einer Tendenz US-amerikanischer Unternehmen zu Underinvestment¹⁶⁷.

Eine ähnliche Sichtweise bezog BOWER, welcher 1981 eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit US-amerikanischer Unternehmen auf ein Underinvestment-Problem zurückführte¹⁶⁸. Bedeutsam ist in diesem Zusammenhang, daß BOWER dabei erstmals eine „Fixierung“ auf kurzfristige Ergebnisse für dieses Problem verantwortlich machte.

Die Rolle institutioneller Anleger in diesem Zusammenhang wurde 1984 in einem Leitartikel der Zeitschrift „Business Week“ kritisiert¹⁶⁹. In diesem Beitrag wurde von „fast diktatorischer Macht“ gesprochen, die institutionelle Anleger auf Unternehmen ausübten, und des Weiteren ausgeführt: „The money managers power acts as a

¹⁶⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden HAYES/GARVIN (1982).

¹⁶⁶ Zu diesen Unschärfen zählt insbesondere die Problematik der Abbildung der Verknüpfung von Investitionsentscheidungen mit zukünftigen, sich aus diesen Investitionen ergebenden Investitionsmöglichkeiten und -Notwendigkeiten. Vgl. hierzu MYERS (1984), S. 134.

¹⁶⁷ MYERS (1984) führt diesen Punkt weiter aus. Seiner Einschätzung nach sind Diskontierungsmodelle generell gut geeignet für Entscheidungen über Investitionen, welche relativ stabile Zahlungsströme generieren. Zur Beurteilung von zu einem größeren Teil aus Wachstumsmöglichkeiten bestehenden Investitionsprojekten hält er diese Modelle für mäßig, zur Beurteilung von Investitionen in Forschung und Entwicklung für nicht geeignet. Hier und zur Beurteilung von kausal verknüpften, sequentiellen Investitionsentscheidungen empfiehlt MYERS die Verwendung des Realoptionsansatzes. Vgl. MYERS (1984), S. 135

¹⁶⁸ Vgl. BOWER (1981).

¹⁶⁹ Vgl. o. V. (1984).

damoclean sword over companies today, forcing chief executives to keep earnings on a consistently upward track, quarter by quarter, even if it means frustrating their long-range plans.¹⁷⁰

Die Rolle der Ergebnismessung durch Bilanzierungssysteme wurde durch JOHNSON und KAPLAN beleuchtet¹⁷¹. Diese kritisierten in einer historischen Analyse den bürokratischen Charakter dieser Systeme, erstellten eine enge Verbindung zwischen deren Einsatz und dem kurzfristigen Verhalten von Unternehmen und konstatierten: „The opportunity for companies, or their profit centers, to increase reported incomes by sacrificing long-term economic health illustrates a fundamental flaw in the financial accounting model.“¹⁷²

In der zweiten Hälfte der 1980er Jahre wurde nach der Veröffentlichung der ersten theoretischen Arbeiten zum Thema Managermyopie die Diskussion hierüber weitergeführt. Einen wichtigen Beitrag zu dieser Diskussion lieferte DRUCKER, welcher 1986¹⁷³ die Rolle institutioneller Anleger, insbesondere von Pensionsfonds, hervorhob. DRUCKER beklagte einen Teufelskreis, da diese Anleger die Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, unter Druck setzten, kurzfristig hohe bilanzielle Ergebnisse zu erzielen, da sie selber unter dem gleichen Druck stünden. DRUCKER beklagte eine „crisis of capitalism“ und zog ein für das in den USA bestehende System negatives Fazit: „Everyone who has worked with American managements can testify that the need to satisfy the pension fund manager’s quest for higher earnings next quarter, together with the panicky fear of the raider, constantly pushes top managements toward decisions they know to be costly, if not suicidal, mistakes.“¹⁷⁴

Im selben Jahr beklagte GREENHOUSE ein in den USA existierendes Managermyopie-Problem und führte dieses ebenfalls auf den Einfluß institutioneller Investoren, die Gefahr feindlicher Übernahmen, die Koppelung der Bonuszahlungen von Vorständen

¹⁷⁰ Vgl. ebenda, S. 86.

¹⁷¹ Vgl. JOHNSON/KAPLAN (1987).

¹⁷² Vgl. ebenda, S. 201.

¹⁷³ Vgl. DRUCKER (1986).

¹⁷⁴ Vgl. DRUCKER (1986), S. 32.

an bilanzielle Ergebnisse sowie die vierteljährliche Veröffentlichung solcher Ergebnisse zurück¹⁷⁵.

Eine bedeutende Gegenposition zu solchen Äußerungen nahm JENSEN ein, der sich mit den sozialen Effekten feindlicher Übernahmen auseinandersetzte¹⁷⁶. Er verneinte im Prinzip die Existenz von Managermyopie, konstatierte allerdings bzgl. dieses Phänomens: „Sometimes it occurs when managers hold little stock in their companies and are compensated in ways that motivate them to take actions that increase accounting earnings rather than the value of the firm. It also happens when managers make mistakes because they do not understand the forces that determine stock values.“¹⁷⁷

Zu einem hierzu entgegengesetzten Ergebnis kamen HILL et al., welche 1988 die Situation der US-amerikanischen Wirtschaft und insbesondere die Rolle des Kapitalmarktes bei dem Entstehen von Managermyopie betrachteten¹⁷⁸. Ihre zentrale Aussage lautete: „Risk avoidance by institutional investors fosters a short-run orientation in the capital market. This is translated ... into risk averse and short-run profit maximizing behaviour within the firm. The result is declining innovative activity and competitiveness.“¹⁷⁹

Einen weiteren bedeutenden Beitrag lieferte der ehemalige Director of Corporate Finance des US-amerikanischen Finanzministeriums, JACOBS¹⁸⁰, der 1991 Ursachen und Behandlungsmöglichkeiten¹⁸¹ von Managermyopie in den USA untersuchte. Laut JACOBS war Managermyopie „not a myth, but a very dangerous reality“¹⁸²; sein Fazit lautete: “America is suffering from a chronic case of myopia.“¹⁸³

¹⁷⁵ Vgl. GREENHOUSE (1986).

¹⁷⁶ Vgl. JENSEN (1986a).

¹⁷⁷ Vgl. JENSEN (1986a), S. 12.

¹⁷⁸ Vgl. HILL et al. (1988).

¹⁷⁹ Vgl. HILL et al. (1988), S. 57. Vgl. zu einer ähnlichen Sicht der Rolle institutioneller Investoren GRAVES/WADDOCK (1990).

¹⁸⁰ Vgl. JACOBS (1991).

¹⁸¹ JACOBS spricht im Untertitel tatsächlich von „causes and cures of our business myopia“.

¹⁸² Vgl. JACOBS (1991), S. 213.

¹⁸³ Vgl. JACOBS (1991), S. 8.

Die gemessen an der Prominenz des Autors wohl wichtigsten Einzelfallberichte zum Thema Managermyopie stellen zwei Beiträge von PORTER aus dem Jahr 1992 dar¹⁸⁴. PORTER sah Ineffizienzen in der Kapitalallokation der US-amerikanischen Wirtschaft¹⁸⁵ und machte dies sowohl an einem Under- als auch einem partiellen Overinvestment-Problem fest: „...many American companies invest too little, particularly in those intangible assets and capabilities required for competitiveness...At the same time, many companies waste capital on investments that have limited financial or social rewards - for example unrelated acquisitions.“¹⁸⁶

Die Wichtigkeit, welche bilanziellen Ergebnissen zugewiesen wird, betrachtete COLLINGWOOD in einem im Jahr 2001 erschienenen Beitrag¹⁸⁷. COLLINGWOOD kritisierte an dem bestehenden System, daß Analysten und Kapitalgeber Kauf- bzw. Verkaufsempfehlungen und -entscheidungen zu stark von bilanziellen Ergebnissen abhängig machten, Manager als Reaktion hierauf diese Ergebnisse durch Managermyopie und das Ausnutzen von Ermessensspielräumen manipulierten und Wirtschaftsprüfer hiergegen nicht energisch genug einschritten: „The quarterly earnings report... dominates and distorts the decisions of executives, analysts, investors and auditors. Yet it says almost nothing about a business’s health.“¹⁸⁸

Eine ähnliche Sicht der Dinge nahmen FULLER und JENSEN ein, welche 2002 das aus ihrer Sicht zu enge Verhältnis zwischen Managern und Analysten beklagten¹⁸⁹ und u. a. ausführten: “Smoothing financial results to satisfy analysts’ demands for quarter-to-quarter predictability frequently requires sacrificing the long-term future of the company.“¹⁹⁰

¹⁸⁴ Vgl. PORTER (1992a) und PORTER (1992b).

¹⁸⁵ Ähnliche Ineffizienzen wurden auch in Großbritannien beklagt. Vgl. zu hierzu z. B. DEMIRAG et al. (1994).

¹⁸⁶ Vgl. PORTER (1992a), S. 66.

¹⁸⁷ Vgl. COLLINGWOOD (2001).

¹⁸⁸ Vgl. ebenda, S. 65.

¹⁸⁹ Vgl. FULLER/JENSEN (2002). Von besonderem Interesse ist hierbei, daß einer der beiden Autoren, JENSEN, in den späten 1980er Jahren die Existenz von Managermyopie negiert hatte und in diesem Beitrag das „earnings game“ zwischen Analysten und Managern beklagte.

¹⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 43.

In einem weiteren Beitrag kritisierte RAPPAPORT¹⁹¹ ebenfalls die Verwendung bilanzieller Ergebnisse für Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen und -empfehlungen durch Anleger, Fondsmanager und Analysten sowie die Ausrichtung betrieblicher Aktivitäten auf diese. Sein Fazit lautete: „‘Short-termism‘ is the disease; earnings and tracking error are the carriers.“¹⁹²

Des Weiteren wurde durch HANSELL et al. ein Zusammenhang zwischen einerseits Kompensationspaketen von Managern, welche in einem hohen Maße von zeitlich naheliegenden Aktienkursen und bilanziellen Ergebnissen abhängen, und andererseits Managermyopie aufgestellt¹⁹³. Diese urteilten bzgl. der Bonuspläne von Verständen: „The narrow focus on single-year performance against the company’s strategic plan encourages executives to game the system by negotiating easy-to-meet targets, adapt a narrow focus on maximizing short-term results, and incur risks that boost near-term returns even if those returns prove unsustainable over the long term.“¹⁹⁴

Schlußendlich ist an dieser Stelle eine Erklärung des ASPEN INSTITUTE aus dem Jahr 2009 zu erwähnen, welche durch Warren E. Buffet, den Vorstandsvorsitzenden von Berkshire Hathaway Inc., die Vorstandsvorsitzenden von Pepsico, CalSTRS und General Atlantic sowie zahlreiche weitere Wirtschaftsführer und Akademiker unterzeichnet wurde¹⁹⁵. In dieser Erklärung wurde die Besorgnis der Autoren über die Existenz von Managermyopie in der US-amerikanischen Wirtschaft geäußert und konstatiert: „We believe that short-term objectives have eroded faith in corporations continuing to be the foundation of the American free enterprise system.“¹⁹⁶

4. THEORETISCHE ARBEITEN

Nachdem seit Beginn der 1980er Jahre - wie im vorangegangenen Abschnitt dargestellt - von verschiedenen Seiten Beschwerden über das managermyopische Verhalten amerikanischer Unternehmen geäußert worden waren, war NARAYANAN der erste

¹⁹¹ Vgl. RAPPAPORT (2005).

¹⁹² Vgl. ebenda, S. 65.

¹⁹³ Vgl. HANSELL et al. (2009)

¹⁹⁴ Vgl. ebenda, S. 4.

¹⁹⁵ Vgl. ASPEN INSTITUTE (Hrsg.) (2009).

¹⁹⁶ Vgl. ebenda, S. 2.

Wissenschaftler, der sich dem Thema Managermyopie in einem theoretischen Beitrag widmete¹⁹⁷.

NARAYANAN präsentierte 1985 ein Modell, in welchem es für Manager, welche um ihre Reputation auf dem Arbeitsmarkt besorgt sind, vorteilhaft ist, ein Investitionsprogramm zu verwirklichen, welches das aktuelle Betriebsergebnis erhöht, gleichzeitig jedoch suboptimal bezüglich des resultierenden Unternehmenswertes ist¹⁹⁸.

In diesem Modell existiert eine große Anzahl eigenkapitalfinanzierter Firmen. Jedes Unternehmen wird von einem Manager geführt. Das bilanzielle Ergebnis jeder Firma hängt von der allen Parteien unbekanntem Fähigkeit ihres Managers, seinen Investitionsentscheidungen und einer Zufallsgröße ab und kann durch die risikoneutralen Anteilseigner beobachtet werden. Da diese die Fähigkeit des Managers nicht beobachten können, bemessen sie seinen Lohn nach den bilanziellen Ergebnissen von Vergangenheit und Gegenwart, mit deren Hilfe sie ihre Erwartungen bzgl. der Fähigkeit des Managers anpassen. Die Anteilseigner können die durch den Manager getroffenen Investitionsentscheidungen nicht beobachten. Dieser hat daher die Möglichkeit, durch die Auswahl eines kurzfristigen und für die Anteilseigner suboptimalen Investitionsprojektes seinen erwarteten zukünftigen Lohn zu maximieren¹⁹⁹.

In von NARAYANAN vorgenommenen Erweiterungen des Modells ist der Anreiz des Managers zu Underinvestment um so stärker, je geringer seine Erfahrung, das Risiko der durchzuführenden Investitionsprojekte und die Laufzeit seines Vertrages sind²⁰⁰.

STEIN griff den Gedanken von NARAYANAN auf und erstellte basierend darauf zwei grundlegende theoretische Arbeiten der Managermyopie-Literatur. In einem ersten

¹⁹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden NARAYANAN (1985b).

¹⁹⁸ NARAYANAN gab in einer früheren Version dieses Modells eine mögliche Erklärung für die damals weite Verbreitung der Amortisationsmethode bei der Beurteilung von Investitionsprojekten. Vgl. NARAYANAN (1985a).

¹⁹⁹ In einem Kommentar zur Arbeit von NARAYANAN kritisiert DARROUGH, daß in dem verwendeten Modell ein Arbeitsvertrag existiere, der das beschriebene Optimalitätsproblem löse. NARAYANAN stimmte dem zu, entgegnete aber, daß das Optimalitätsproblem durch geringe Modifikationen an dem ursprünglichen Modell wieder hergestellt werden könne. Es seien dies eine Verkürzung der Vertragslaufzeit auf eine Periode, die Einführung von Risikoaversion der Manager und die Koppelung der Managerproduktivität an die Charakteristika des Unternehmens. Vgl. DARROUGH (1987) und NARAYANAN (1987).

²⁰⁰ Vgl. NARAYANAN (1985b).

Beitrag²⁰¹ erstellte STEIN 1988 ein „Signaling“-Modell, welches methodologisch eine Adaption des Modells von SPENCE²⁰² auf die Beziehung zwischen Anteilseignern, Managern und einem aufkaufenden Unternehmen („raider“) darstellt.

In diesem Modell existieren drei Arten von Wirtschaftssubjekten: die Anteilseigner eines Unternehmens, dessen Manager sowie ein weiteres, an einer feindlichen Übernahme des Unternehmens interessiertes Unternehmen, welches im Folgenden als Raider bezeichnet wird. Das Modell erstreckt sich über drei Perioden.

Das Unternehmen hält ein Ölfeld im Eigentum, welches mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eine hohe und ansonsten eine geringe Ölmenge enthält. Die Manager des Unternehmens wissen im Gegensatz zu den Kapitalgebern, ob die Ölmenge hoch oder gering ist, es wird also eine Situation der asymmetrischen Informationsverteilung zu Grunde gelegt. Die Manager stehen vor der Entscheidung, das Ölfeld in Periode zwei oder Periode drei auszubeuten²⁰³. Das Unternehmen entwickelt eine innovative Ölraffinerierungstechnologie²⁰⁴, welche in Periode drei fertig gestellt wird. Daher kann bei einer Ausbeutung in Periode drei im Vergleich zu einer Ausbeutung in Periode zwei eine höhere raffinierte Ölmenge verkauft werden und ein höheres hieraus resultierendes bilanzielles Ergebnis dargestellt werden. Eine Ausbeutung in Periode drei maximiert daher die bilanziellen Ergebnisse des Unternehmens und die Vermögensposition der Anteilseigner²⁰⁵. Diese Maximierung ist das alleinige Ziel von Anteilseignern und Managern. Eine Ausbeutung in Periode zwei ist in Bezug auf die Maximierung der Vermögensposition der Anteilseigner suboptimal, bietet den Managern jedoch potentiell die Möglichkeit, den Anteilseignern über ein höheres bilanzielles Ergebnis in Periode zwei ein Signal über den Zustand ihres Unternehmens, d. h. die Größe des Ölfeldes zu übermitteln.

Ein potentieller Grund für ein solches Verhalten ist der Raider, welcher in Periode zwei das Unternehmen betrachtet. Dieser kann im Falle einer Übernahme bestimmte Synergieeffekte realisieren, hat dann jedoch auch bestimmte mit der Übernahme

²⁰¹ Vgl. hierzu und im Folgenden STEIN (1988).

²⁰² Vgl. SPENCE (1973), welcher in einem wegweisenden Beitrag erstmals das Konzept des Signalgleichgewichts („signaling equilibrium“) auf die Wirtschaftswissenschaften angewendet hatte.

²⁰³ Auch eine teilweise Ausbeutung in Periode zwei ist möglich.

²⁰⁴ Eine Raffinerierung muß vor dem Verkauf erfolgen.

²⁰⁵ Der Ölpreis wird als konstant und der reale Zinssatz als bei null liegend angenommen.

verbundene administrative Kosten zu tragen. STEIN unterscheidet zwischen dem Fall des informierten und des uninformierten Raiders, wobei Ersterer im Gegensatz zu Letzterem in Periode zwei über die Größe des Ölfeldes informiert wird.

Die Manager des Unternehmens haben also die Möglichkeit, den Kapitalgebern durch eine Ausbeutung des Ölfeldes in Periode zwei ein Signal über den Zustand des Unternehmens zuzusenden, um einen Verkauf des Unternehmens an den Raider zu einem Preis zu vermeiden, welcher unter dem wahren Wert des Unternehmens²⁰⁶ liegt. Dieses Verhalten wird von STEIN als Managermyopie bezeichnet. Durch dieses wird im Vergleich zu einer Ausbeutung in Periode drei die Vermögensposition der Anteilseigner verringert. Der Unterschied in der Vermögensposition kann als Kosten des Signals verstanden werden.

STEIN stellt einige Varianten dieses Modells dar. Verändert werden das Wissen des Raiders, die administrativen Kosten einer feindlichen Übernahme, die Ziele der Manager und die Bereitschaft der Anteilseigner, im Falle eines niedrigen bilanziellen Ergebnisses in Periode zwei davon auszugehen, daß das Unternehmen über ein großes Ölfeld verfügt. Letztere wird von STEIN als Geduld der Anteilseigner bezeichnet.

Im Ergebnis kommt es in vielen²⁰⁷ der von STEIN analysierten Situationen zu Managermyopie. Insbesondere im Falle des uninformierten „raiders“ kann die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme zu Managermyopie führen und die Vermögensposition der Anteilseigner senken. Diese Senkung fällt besonders stark aus, wenn die Anteilseigner ungeduldig sind²⁰⁸. Diese Schlußfolgerung wird allerdings aufgelöst, wenn „agency problems“ eingeführt werden und Manager nicht mehr im besten Interesse der bestehenden Anteilseigner, sondern in ihrem eigenen Interesse handeln und einen Nutzen daraus ziehen, die Kontrolle über ihr Unternehmen auszuüben. Dann kann die Einführung einer Erschwerung von feindlichen Übernahmen im Falle des informierten Raiders nicht zu Managermyopie, wohl aber zu einer Senkung

²⁰⁶ Dieser Wert entspricht dem Erlös aus dem Verkauf des Öls bei Ausbeutung in Periode drei.

²⁰⁷ Da in diesem wie in vielen anderen spieltheoretischen Modellen die Antworten auf viele Fragen von den jeweiligen Parameterwerten abhängen, können basierend auf diesem Modell nur sehr wenige generelle Aussagen getroffen werden. Der amerikanische Spieltheoretiker NOE merkte zu dieser Problematik in einer vom Autor besuchten Vorlesung an: „It all depends on the parameters.“

²⁰⁸ Diese Folgerung stimmt mit in der Presse geäußerten Vermutungen überein, Managermyopie würde durch den kurzfristigen Anlagehorizont der Anteilseigner hervorgerufen. Vgl. zu einer solchen Vermutung z. B. GREENHOUSE (1986).

der Vermögensposition der Anteilseigner führen. Im Falle des informierten Raiders resultiert keine Managermyopie.

Ein dieser Arbeit von STEIN sehr ähnliches „Signaling“-Modell wurde von MYERS vorgestellt²⁰⁹. In diesem können die Anteilseigner das bilanzielle Ergebnis und den Netto-Cash-Flow ihres Unternehmens beobachten, wissen jedoch nicht, ob es sich bei den getätigten Auszahlungen um gute oder schlechte Neuigkeiten, d. h. eine hohe Anzahl profitabler Investitionsprojekte oder eine Erhöhung der operativen Kosten, handelt. Im Ergebnis führt der alleinige Bericht über eine Cash-Flow-Größe zu Managermyopie. Durch die Erstellung einer GuV kann das Problem vermindert werden.²¹⁰

Eine weitere theoretische Erklärung von Managermyopie durch ein „Signaling“-Modell war bereits 1985 von MILLER und ROCK²¹¹ gegeben worden. In deren Modell kündigen Manager, die im Gegensatz zu den Anteilseignern Informationen über das aktuelle bilanzielle Ergebnis ihres Unternehmens besitzen, die Höhe der auszuzahlenden Dividende²¹² an. Durch die Höhe dieser Dividende wird ein Signal über die Höhe von aktuellen und zukünftigen bilanziellen Ergebnissen an die Anteilseigner ausgesendet. Im Gleichgewicht führt dies jedoch dazu, daß die angekündigte Dividende die optimale Dividende, welche nach MODIGLIANI und MILLER²¹³ allein durch das optimale Investitionsprogramm bestimmt werden sollte, überschreitet. Dies führt dazu, daß das realisierte Investitionsprogramm einen geringeren Umfang als das optimale Investitionsprogramm hat; es resultiert ein Zustand des Underinvestment. Der hier beschriebene Zusammenhang beinhaltet mehrere Möglichkeiten des aktienkursmotivierten Underinvestments ohne - wie in der getroffenen Definition²¹⁴ von Managermyopie skizziert - eine genaue Beschreibung des zu Grunde liegenden Mechanismus zu liefern. Auch wenn der Fokus des Beitrags von MILLER und ROCK daher nicht ausdrücklich auf dem Phänomen Managermyopie liegt, kann dennoch festgestellt werden, daß

²⁰⁹ Vgl. MYERS (1989).

²¹⁰ Das Ergebnis dieses Modells widerspricht einem Einzelfallbericht von JOHNSON und KAPLAN, welche gerade die Ergebnismessung an Hand von bilanziellen Ergebnissen für die Existenz von Managermyopie verantwortlich machten. Vgl. JOHNSON/KAPLAN (1987).

²¹¹ Vgl. hierzu und im Folgenden MILLER/ROCK (1985).

²¹² Es handelt sich hierbei um die Nettodividende, d. h. den Saldo aus Dividende und Kapitalerhöhungen.

²¹³ Vgl. MODIGLIANI/MILLER (1961).

²¹⁴ Vgl. Abschnitt II.1.

Managermyopie eines von mehreren Phänomenen ist, die durch dieses Modell erklärt werden können.

In einer zweiten Bearbeitung des Themas entwickelte STEIN 1989²¹⁵ ein „Signal-Jamming“-Modell²¹⁶. In diesem sind sich die Anteilseigner eines Unternehmens unklar über dessen zukünftige bilanzielle Ergebnisse und versuchen, aus dem aktuellen bilanziellen Ergebnis Rückschlüsse auf diese zu ziehen. Diese Rückschlüsse resultieren in Anlageentscheidungen, die den Aktienkurs des Unternehmens beeinflussen. Die Manager des Unternehmens ziehen einen höheren Nutzen aus gegenwärtigen denn aus zukünftigen bilanziellen Ergebnissen und Aktienkursen²¹⁷. Ein Grund für diese Präferenz wird nicht genannt. Sie kann aus Angst vor einer feindlichen Übernahme oder der Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung zu einer zu geringen Bewertung, der Intention, eigene Aktien zu einem nahen Zeitpunkt auf Grund von Liquiditätsengpässen zu verkaufen, einer an den aktuellen Aktienkurs des Unternehmens gekoppelten Entlohnung²¹⁸ oder dem Druck durch einflußreiche Anteilseigner und dadurch letztendlich der Angst vor Verlust des Arbeitsplatzes²¹⁹ entstehen.

Die Manager haben weiterhin die Möglichkeit, durch Managermyopie das aktuelle bilanzielle Ergebnis auf Kosten zukünftiger bilanzieller Ergebnisse zu erhöhen. Es handelt sich hierbei um eine sogenannte versteckte Handlung („hidden action“), die durch die Anteilseigner nicht beobachtet werden kann. Im Nash-Gleichgewicht entsteht eine dem Gefangenen-Dilemma ähnliche Situation: Manager verrauschen das den Anteilseignern durch die Natur übersandte Signal der sogenannten natürlichen bilanziellen Ergebnisse durch Managermyopie. Die rational und informationseffizient handelnden Anteilseigner sind sich dessen bewußt und beziehen diese Tatsache bei der

²¹⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden STEIN (1989).

²¹⁶ Das englische Wort „Signal-Jamming“ kann mit „Kommunikationsverrauschung“ übersetzt werden. Es wurde erstmals von FUDENBERG und TIROLE verwendet zur Bezeichnung von spieltheoretischen Modellen, in denen ein Spieler ein Signal verzerrt, welches ein zweiter Spieler durch die Natur oder einen dritten Spieler empfängt. Vgl. hierzu FUDENBERG/TIROLE (1986). „Signal-Jamming“-Modelle wurden erstmals zu Beginn der 80er Jahre von HOLMSTROM und HARRIS auf dem Gebiet der Wirtschaftswissenschaften verwendet. Vgl. HOLMSTROM (1999) und HARRIS/HOLMSTROM (1982).

²¹⁷ Vgl. zu einem empirischen Beleg für diese Annahme für die USA ABBEGLEN/STALK (1985), S. 176 f.

²¹⁸ Vgl. zu der optimalen Entlohnung von Managern z. B. MERCHANT/BRUNS (1986).

²¹⁹ Eine reine Zeitpräferenz kann kein Grund für diese Präferenz sein, da in der Nutzenfunktion der Manager zeitlich entfernte Ergebnisse mit dem Diskontierungszinssatz des Unternehmens abgezinst werden.

Bildung ihrer Erwartungen bzgl. zukünftiger bilanzieller Ergebnisse mit ein. Durch die Managermyopie entstehen negative Wohlfahrtseffekte, welche besonders stark sind, wenn Manager eine hohe Präferenz für aktuelle im Vergleich zu künftigen Aktienkursen haben und wenn der Erklärungsgehalt aktueller bezüglich künftiger bilanzieller Ergebnisse hoch ist. Im Gegensatz zu dem ersten Modell von STEIN, in dem die durch das Management ausgesendeten Signale neben ihren direkten Kosten auch zu positiven externen Effekten führen können, werden hier jedoch im Gleichgewicht keine Informationen übermittelt, so daß durch Managermyopie keine positiven externen Effekte entstehen können. Für eine vereinfachte formale Darstellung des Modells wird auf den Anhang 1 verwiesen.

Das Thema dieses Modells wurde durch BEBCHUK und STOLE²²⁰ aufgegriffen und variiert, die eine Erweiterung des Beitrags von STEIN in zwei Varianten präsentierten.

In der ersten - an STEIN angelehnten - „Signal-Jamming“-Variante stehen den Managern, deren Nutzen u. a. von dem aktuellen Aktienkurs ihres Unternehmens abhängt, ein lang- und ein kurzfristiges Investitionsprojekt zur Verfügung. Die Anteilseigner kennen die Profitabilität beider Projekte, können jedoch nicht die Aufteilung der zur Verfügung stehenden Mittel auf diese beobachten. Die Handlung der Manager ist also versteckt. Im Nash-Gleichgewicht resultiert stets ein Zustand des Underinvestment.

In der zweiten Variante können ceteris paribus die Anteilseigner zwar die Höhe der Investition in beide Projekte, nicht jedoch deren - den Managern bekannte - Profitabilität beobachten. Hierdurch wird aus einem „Signal-Jamming“-Modell mit versteckter Handlung ein „Signaling“-Modell mit versteckter Information („hidden information“). BEBCHUK und STOLE kommen zu dem Schluß, daß ein vollständig aufteilendes („separating“) Gleichgewicht existiert, in dem sämtliche Unternehmen mit Ausnahme des schlechtesten überinvestieren, um hierdurch den Anteilseignern den Zustand ihres Unternehmens bzw. die Qualität ihres Investitionsprogramm zu signalisieren.

Die zentrale Aussage des Modells ist also, daß Informationsasymmetrien verbunden mit einer Präferenz des Managements für zeitlich naheliegende Ergebnisse nicht immer zu

²²⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden BEBCHUK/STOLE (1993).

Managermyopie führen müssen, sondern in Abhängigkeit von der Art der Informationsasymmetrie auch in Overinvestment resultieren können²²¹.

Vom Ergebnis her ähnlich ist ein Beitrag von NOE und REBELLO²²² anzusehen. Diese entwickelten ein Modell, welches auf drei Schlüsselannahmen basiert. Dort entwickeln erstens Manager im Laufe der Zeit firmenspezifisches Humankapital, zweitens können die Ergebnisse von mit den Managern geschlossenen Arbeitsverträgen nicht direkt von dem realisierten Investitionsprogramm abhängen, und drittens können Manager ihre Verträge mit Anteilseignern nach Auslaufen neu verhandeln.

Da die Manager im Gleichgewicht in den Vertragsverhandlungen ihre Vorstellungen durchsetzen können, bevorzugen sie bezüglich der Investitionspolitik ihres Unternehmens langfristige Investitionsprojekte. Im Gleichgewicht resultiert eine im Vergleich zu einem Optimalzustand zu langfristige, von NOE und REBELLO als „hypermetropisch“ bezeichnete Investitionspolitik.

Auch NARAYANAN²²³ erstellte ein im Ergebnis ähnliches Modell, in dem Manager abhängig von der Art ihres Arbeitsvertrages ineffizient investieren. In diesem Modell resultiert im Falle der Managerkompensation in Geld ein Zustand des Underinvestment und der Managermyopie; eine Managerkompensation durch Aktien ihres Unternehmens führt zu einem Zustand des Overinvestment.

Ein weiteres erwähnenswertes Modell wurde von THAKOR erstellt²²⁴. THAKOR argumentierte, daß auf Grund der vergleichsweise hohen Kosten der Aussenfinanzierung²²⁵ Unternehmen Investitionsprojekte mit kurzer Duration bevorzugten, um die hieraus erwirtschafteten Erträge zu einem relativ frühen Zeitpunkt intern neu anlegen zu können. Im Ergebnis kommt es in diesem Modell - auch im Falle einer vollständigen Personengleichheit von Managern und Anteilseignern - zu einem Zustand des Underinvestments. Hierbei kann es sich um Managermyopie nach der hier getroffenen Definition, aber auch um eine andere Situation des Underinvestment handeln. In einem

²²¹ Vgl. BIZJAK et al. (1993), die kurze Zeit zuvor zu einem ähnlichen Resultat gelangt waren.

²²² Vgl. NOE/REBELLO (1997).

²²³ Vgl. NARAYANAN (1996).

²²⁴ Vgl. THAKOR (1990).

²²⁵ Vgl. hierzu MYERS (1977) und MYERS/MAJLUF (1984).

späteren Beitrag²²⁶ variierte THAKOR dieses Thema. In seinem zweiten Modell bevorzugten Unternehmen Investitionsprojekte mit einer kurzen Duration, da der Kapitalmarkt mit langfristigen Investitionsprojekten die Beschaffung von externem Kapital verbindet und diese daher als negatives Signal aufnimmt.

Während in den im Vorangegangenen vorgestellten Arbeiten jeweils von effizienten Kapitalmärkten ausgegangen wurde, präsentierten SHLEIFER und VISHNY²²⁷ einen Beitrag, in dem diese Annahme aufgehoben wurde. Basierend auf einem Beitrag von DE LONG et al.²²⁸ erstellten sie ein Modell, in dem auf dem Kapitalmarkt sowohl uninformierte Händler, sog. „noise trader“²²⁹, als auch Arbitrageure auftreten. Beide handeln mit den Aktien von Unternehmen, welche die Auswahl zwischen - jeweils risikobehafteten - kurz- und langfristigen Investitionsprojekten haben, wobei der fundamentale Wert der ersteren den Kapitalmarktteilnehmern schneller bekannt wird als der der letzteren. Die „noise trader“ schätzen den wahren Wert der Unternehmen in der Regel falsch ein, was zu sowohl Über- als auch Unterbewertungen von deren Aktien führt. Die Arbitrageure versuchen, aus diesen Über- bzw. Unterbewertungen Profit zu schlagen und nehmen Gegenpositionen ein. Da sie jedoch Kreditrestriktionen unterliegen und auf Grund der der Arbitrage innewohnenden Risiken erhöhte Finanzierungskosten zu tragen haben, handeln sie im Gleichgewicht in größerem Ausmaß mit den Aktien von in kurzfristigen Investitionsprojekten investierten Unternehmen. Dies führt dazu, daß deren Aktien tendenziell weniger über- bzw. unterbewertet sind als die Aktien von in langfristigen Investitionsprojekten investierten Unternehmen. Da Manager aus einer Überbewertung ihres Unternehmens weniger zusätzlichen Nutzen ziehen als sie im Falle einer Unterbewertung an Nutzen verlieren, passen sie ihre Investitionspolitik an. Es resultiert Managermyopie; im Gleichgewicht überträgt sich also der kurzfristige Horizont der Anleger hinein in die Unternehmen, in die sie investieren.

Eine Erweiterung der vorgestellten Ansätze stellt die Arbeit von BAR-GILL und BEBCHUK²³⁰ dar. In deren Modell haben Manager durch eine Vielzahl von nicht näher

²²⁶ Vgl. THAKOR (1993).

²²⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden SHLEIFER/VISHNY (1990).

²²⁸ Vgl. zu dem dort dargestellten „noise trader risk“ DE LONG et al. (1990).

²²⁹ Vgl. hierzu auch BLACK (1986).

²³⁰ Vgl. BAR-GILL/BEBCHUK (2003).

spezifizierten Aktionen, welche als „misreporting“ bezeichnet werden, die Möglichkeit zur Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses ihres Unternehmens. Bei „misreporting“ kann es sich um die legale Auslegung von Rechnungslegungsnormen, um Bilanzbetrug oder auch um Managermyopie handeln. Im Gleichgewicht kommt es zu „misreporting“, da Manager an einem hohen Kurs der Aktie ihres Unternehmens interessiert sind.

Eine weitere theoretische Arbeit, welche insbesondere mit Blick auf die im Folgenden verwendete unabhängige Variable Berichtsfrequenz²³¹ von Interesse ist, wurde durch GIGLER et al. erstellt²³². In dem Modell von GIGLER et al. führt eine Erhöhung der Berichtsfrequenz im Ergebnis dazu, daß für die Manager eines Unternehmens Aktionen attraktiver werden, welche erhöhte kurzfristige Periodenergebnisse nach sich ziehen. Gleichzeitig werden Handlungen weniger attraktiv, aus welchen nicht erhöhte kurzfristige, sondern erhöhte langfristige Periodenergebnisse resultieren.

In Bezug auf die im Folgenden verwendete unabhängige Variable Fremdkapitalquote²³³ wurden zwei interessante theoretische Arbeiten vorgelegt. Zu nennen ist hier zunächst ein im Jahr 2002 veröffentlichter Beitrag von NOLAN, welcher sich theoretisch mit dem Zusammenhang zwischen der Kapitalstruktur von Unternehmen und Managermyopie auseinandersetzt²³⁴. In dem Modell von NOLAN, welches auf dem Modell von STEIN (1989) aufbaut, wird Managermyopie durch eine Erhöhung der Quote des langfristigen Fremdkapitals reduziert. Der Grund hierfür liegt bei diesem Modell in der Tatsache, daß langfristiges Fremdkapital eine Verpflichtung zur Erzielung hoher zukünftiger bilanzieller Ergebnisse darstellt und gleichzeitig eine Insolvenz mit hohen Kosten für das Management einher geht. Die Aufnahme von langfristigem Fremdkapital stellt daher für das Management eine Möglichkeit dar, den Anteilseignern ein glaubhaftes Signal für den Verzicht auf Managermyopie zu übermitteln.

Des Weiteren erstellte EDMANS aufbauend auf einer früheren Arbeit²³⁵ im Jahr 2010 ein Modell²³⁶, in welchem eine Erhöhung der Fremdkapitalquote zu einer Erhöhung des

²³¹ Vgl. Abschnitt IV.1.2.2.

²³² Vgl. GIGLER et al. (2009).

²³³ Vgl. Abschnitt IV.1.2.4.

²³⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden NOLAN (2002).

²³⁵ Vgl. EDMANS (2009), welcher auf S. 2504 resümiert: „Blockholders ... by gathering and trading on intangible information ... cause prices to reflect fundamental value rather than current earnings. This can encourage managers to undertake long-term investment.“

Anteils großer Aktionäre, sog. Blockholder führt, da deren Mittel limitiert sind. Dies ermöglicht es Managern, in Situationen, in welchen kurzfristige Ergebnisse negativ ausfallen, Informationen über die langfristige Vorteilhaftigkeit der eingeleiteten Maßnahmen an die Blockholder zu übermitteln. In der Arbeit von EDMANS verringert daher eine Erhöhung der Fremdkapitalquote Managermyopie.

Die im Vorangegangenen vorgestellten Beiträge können als die wichtigsten theoretischen Arbeiten bezeichnet werden, die sich mit dem Thema Managermyopie befassen. Neben diesen existieren jedoch noch weitere Arbeiten, welche oft die Ergebnisse der bereits vorgestellten Arbeiten analysieren und unter zusätzlichen Blickwinkeln betrachten.

So analysierte CARMEL in einer Weiterentwicklung eines früheren Beitrages²³⁷ die Ergebnisse früherer Studien, insbesondere des zweiten Beitrages von STEIN, unter der Einführung der Annahme, daß Manager risikoavers seien²³⁸. GARVEY et al. betrachteten Managermyopie als Ergebnis der Kompensation von Managern in Aktien²³⁹. NYMAN stellte fest, daß Insiderhandel durch Manager das Problem der Managermyopie vermindert²⁴⁰. CHEMMANUR und RAVID untersuchten verschiedene Möglichkeiten der Politik, durch Steuergesetzgebung das Problem der Managermyopie zu vermindern²⁴¹. FAIRCHILD und ZHANG weiteten das Modell von MILLER und ROCK auf Aktienrückkaufprogramme aus²⁴². VON THADDEN analysierte zu Managermyopie führende vertragliche Konstellationen zwischen Managern und Kapitalgebern²⁴³. Schlußendlich analysierte SCHMUTZLER die Wohlfahrtseffekte von Umweltpolitik auf Unternehmen bei Vorhandensein von Managermyopie²⁴⁴.

²³⁶ Vgl. EDMANS (2010a).

²³⁷ Vgl. PAUL (1991).

²³⁸ Vgl. CARMEL (2008).

²³⁹ Vgl. GARVEY et al. (1999).

²⁴⁰ Vgl. NYMAN (2004).

²⁴¹ Vgl. CHEMMANUR/RAVID (1999).

²⁴² Vgl. FAIRCHILD/ZHANG (2005).

²⁴³ Vgl. VON THADDEN (1995).

²⁴⁴ Vgl. SCHMUTZLER (2001).

5. EMPIRISCHE ARBEITEN

Nachdem ab Mitte der 1980er Jahre - wie dargestellt - erste theoretische Arbeiten, die sich mit dem Phänomen Managermyopie befaßten, erstellt worden waren, wurden als Reaktion hierauf ab Ende der 1980er Jahre empirische Arbeiten hierzu präsentiert. Die diesen Arbeiten zu Grunde liegenden Fragestellungen waren zum Großteil die nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie. Die Bedeutendsten dieser Beiträge sollen im Folgenden vorgestellt und hierbei nach der gewählten Forschungsmethodik in vier Kategorien unterteilt werden. Es sind dies erstens Analysen von Aufwendungen, zweitens Analysen von Kapitalaufnahmen, drittens Umfragen und Experimente und viertens sonstige Arbeiten. Es ist hierbei anzumerken, daß diese Kategorien auf Grund der Heterogenität des vorhandenen Materials als thematische Gruppen und nicht als mutual exklusive Mengen von Einheiten anzusehen sind.

5.1. ANALYSEN VON AUFWENDUNGEN

In den Arbeiten der ersten Kategorie „Analysen von Aufwendungen“ werden summarisch ausgedrückt bestimmte Positionen bzw. Relationen der GuV sowie deren Veränderung als Indikatoren für Managermyopie verwendet. Als Beispiele für diese Indikatoren sind Aufwendungen für F&E sowie die F&E-Intensität, definiert als Aufwendungen für F&E geteilt durch Umsatz, zu nennen. Diese Indikatoren bzw. deren Veränderung werden in diesen Arbeiten gleichzeitig mit verschiedenen anderen Variablen, z. B. dem Anteil institutioneller Investoren am Grundkapital der Gesellschaft, gemessen. Aus den ermittelten Werten werden dann kausale Rückschlüsse gezogen. Dieser Kategorie sind die ersten sich explizit mit der Frage nach der Existenz von Managermyopie auseinandersetzen empirischen Arbeiten zuzuordnen.

So benutzte LOGUE in einem frühen Beitrag²⁴⁵ zum Thema Managermyopie im Jahr 1985 Gesamtdaten zu den Aufwendungen US-amerikanischer Unternehmen für Anlagen und Ausrüstung, um den Vorwurf zu entkräften, die zunehmende Verbreitung von Diskontierungstechniken in der betrieblichen Investitionsentscheidung führe zu Underinvestment in US-amerikanischen Unternehmen²⁴⁶. LOGUE analysierte hierbei

²⁴⁵ Vgl. LOGUE (1985).

²⁴⁶ Vgl. zu diesem Vorwurf HAYES/ABERNATHY (1980), HAYES/GARVIN (1982) und o. V. (1984).

allerdings lediglich Daten auf der Ebene der Gesamtwirtschaft, nicht jedoch die Situation in einzelnen Unternehmen.

In der Folgezeit wurden mehrere Arbeiten erstellt, welche im Gegensatz zu der Analyse von LOGUE die Daten einzelner Unternehmen betrachteten und hierbei statistische Signifikanztests einsetzten, welche meist auf Aufwendungen für F&E abstellten.

So kamen WOOLRIDGE und SNOW²⁴⁷ in einer Event-Study²⁴⁸ zu dem Ergebnis, daß die Ankündigung sowohl von strategischen Investmententscheidungen im Allgemeinen als auch von neuen Forschungs- und Entwicklungsprojekten im Besonderen teilweise zu signifikant positiven Aktienkursbewegungen führten²⁴⁹. CHAN et al. bestätigten dieses Ergebnis in einer ähnlichen Untersuchung auch für Unternehmen mit rückläufigen Gewinnen²⁵⁰. HANSEN und HILL²⁵¹ analysierten in einer Weiterentwicklung eines früheren Beitrages²⁵² die Korrelation zwischen dem Anteil institutioneller Investoren am Grundkapital und der F&E-Intensität für 129 Unternehmen aus forschungsintensiven Branchen und berichteten einen schwach signifikanten positiven Zusammenhang²⁵³. GIBBONS und MURPHY²⁵⁴ untersuchten die Frage, ob kurz vor dem Ruhestand stehende Vorstandsvorsitzende amerikanischer Unternehmen Aufwendungen für F&E sowie Marketing senken. Sie stellten fest, daß diese Ausgaben im Durchschnitt in den letzten Jahren der Vorstandsvorsitzenden im Amt am höchsten waren. DECHOW und SLOAN kamen bei einer ähnlichen Untersuchung zu entgegengesetzten Ergebnissen²⁵⁵. Schlußendlich betrachteten MORCK et al. den Erklärungsgehalt von Aktienrenditen für die Entwicklung betrieblicher Investitionen²⁵⁶. Sie zogen aus ihrer Analyse die Schlußfolgerung: „Even if the market does exert pressure on managers ... it is not a dominant force in explaining why some firms invest and others do not“²⁵⁷.

²⁴⁷ Vgl. WOOLRIDGE/SNOW (1990).

²⁴⁸ Vgl. zu dem generellem Forschungsansatz von Event-Studies MACKINLAY (1997).

²⁴⁹ Forschungsansatz und Ergebnisse von WOOLRIDGE und SNOW gleichen einer früheren Studie von MCCONNELL und MUSCARELLA. Vgl. MCCONNELL/MUSCARELLA (1985).

²⁵⁰ Vgl. CHAN et al. (1990).

²⁵¹ Vgl. HANSEN/HILL (1991).

²⁵² Vgl. HANSEN/HILL (1989).

²⁵³ Eine frühere, auf die Computerindustrie begrenzte Untersuchung von GRAVES kam allerdings zu einem diametral entgegengesetzten Ergebnis. Vgl. GRAVES (1988).

²⁵⁴ Vgl. GIBBONS/MURPHY (1992).

²⁵⁵ Vgl. DECHOW/SLOAN (1991).

²⁵⁶ Vgl. MORCK et al. (1990).

²⁵⁷ Vgl. MORCK et al. (1990), S. 198.

Als von besonderer Bedeutung für die frühe empirische Managermyopie-Literatur ist die Untersuchung von MEULBROEK et al.²⁵⁸ anzusehen. Diese überprüften die Aussagen des ersten Modells von STEIN²⁵⁹, indem sie die F&E-Intensität von 203 Unternehmen untersuchten, die Passagen zur Erschwerung feindlicher Übernahmen („antitakeover amendments“) in ihre Satzung aufgenommen hatten. Das Ergebnis der Studie wurde von den Verfassern als Widerspruch zu den empirischen Implikationen des Modells von STEIN interpretiert: Die - um den Trend einer marktweiten Erhöhung angepaßte - F&E-Intensität sank signifikant nach der Einführung von „antitakeover amendments“²⁶⁰.

Die Interpretationen der dargestellten Studien der Kategorie „Analyse von Aufwendungen“ widersprachen zum Großteil den Vorhersagen der gegen Ende der 1980er Jahre publizierten Modelle²⁶¹ und den vorgetragenen Einzelfallberichten. Diese Interpretationen wurden allerdings bezüglich der Validität²⁶² der in den zu Grunde liegenden Studien verwendeten Meßinstrumente kontrovers diskutiert. So argumentierte LAVERTY, daß Aufwendungen für F&E kein passender Indikator für Managermyopie seien, da in diesem Posten auch Aufwendungen für kurzfristige F&E enthalten seien²⁶³. STEIN kritisierte die Tatsache, daß positive Aktienkursentwicklungen nach der Ankündigung von Investitionen in langfristige Projekte²⁶⁴ als Beleg für die Nichtexistenz von Managermyopie angesehen wurden²⁶⁵: „The more reluctant managers are to invest, the higher will be the present value of those few projects that they do find sufficiently attractive to undertake and, hence, the more positive should be the market reaction to the announcement of a new investment“²⁶⁶. Schließlich führte STEIN in einem späteren Beitrag aus, daß es schwierig sei, die Existenz von Managermyopie direkt zu testen, da im Falle von Managermyopie Underinvestment gerade in der

²⁵⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden MEULBROEK et al. (1990).

²⁵⁹ Vgl. STEIN (1988).

²⁶⁰ In einer früheren Studie hatten JARRELL und POULSEN keinen signifikanten Effekt der Aufnahme von „antitakeover amendments“ auf den Aktienkurs der betreffenden Unternehmen feststellen können. Vgl. JARRELL/POULSEN (1987).

²⁶¹ Vgl. NARAYANAN (1985a), STEIN (1988) und STEIN (1989).

²⁶² Vgl. zur Validität allgemein SCHNELL et al. (1999), welche auf S. 148 ausführen: „Unter „Validität“ (Gültigkeit) eines Meßinstrumentes versteht man das Ausmaß, in dem das Meßinstrument tatsächlich das mißt, was es messen sollte.“

²⁶³ Vgl. LAVERTY (1993).

²⁶⁴ Vgl. zu den empirischen Belegen hierzu MCCONNELL/MUSCARELLA (1985) und WOOLRIDGE/SNOW (1990).

²⁶⁵ Vgl. zu dieser Interpretation JENSEN (1986a), S. 13.

²⁶⁶ Vgl. STEIN (1988), S. 77.

Kategorie von Aktivitäten auftrete, die durch den Markt - und daher eben auch durch die Ökonometrie - nicht direkt beobachtet werden könne²⁶⁷.

Trotz dieser Kritik wurden ab der zweiten Hälfte der 1990er Jahre weitere empirische Arbeiten veröffentlicht, welche betriebliche Aufwendungen - insbesondere für F&E - analysierten, um Belege für die Existenz bzw. Nichtexistenz von Managermyopie zu finden. Hierbei wurde oft der Forschungsansatz früherer Studien verfeinert.

Als wichtiges Beispiel hierfür ist die Untersuchung von BUSHEE zu nennen²⁶⁸, der die Veränderung betrieblicher Ausgaben für F&E nach einem Unterschreiten von Gewinnzielen für Unternehmen mit unterschiedlichen Eigentümerstrukturen äußerst differenziert analysierte. BUSHEE kam zu dem Ergebnis, daß die Wahrscheinlichkeit einer Reduktion von Ausgaben für F&E nach einem Unterschreiten von Gewinnzielen für Unternehmen mit einem steigenden Anteil institutioneller Investoren sank. Er bestätigte damit größtenteils die Ergebnisse früherer Studien²⁶⁹. Eine Unterscheidung institutioneller Investoren in die Kategorien „geduldig“, „ungeduldig“ und „quasi-indexer“ nach ihrem Handelsverhalten zeigte jedoch, daß Unternehmen mit einem hohen Anteil „ungeduldiger“ Investoren im Vergleich zu den übrigen Unternehmen der Stichprobe mit einer signifikant höheren Wahrscheinlichkeit Ausgaben für F&E nach einem Unterschreiten von Gewinnzielen reduzierten²⁷⁰.

In einem weiteren Beitrag ermittelte BUSHEE basierend auf einer ähnlichen Einordnung institutioneller Investoren eine Präferenz „ungeduldiger“ Investoren für Unternehmen, deren Marktpreis zu einem unterdurchschnittlich großen Anteil durch zukünftige Gewinnerwartungen erklärt wird²⁷¹.

²⁶⁷ Vgl. STEIN (2001), S. 30 f.

²⁶⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden BUSHEE (1998).

²⁶⁹ Vgl. GRAVES (1988), BAYSINGER et al. (1991), HANSEN/HILL (1991) sowie eine frühere Version von WAHAL/MCCONNELL (2000).

²⁷⁰ Von Interesse ist in diesem Zusammenhang eine Untersuchung des Investitionsverhaltens von Familienunternehmen. Diese verglich u. a. die Aufwendungen für F&E von als Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen klassifizierten Firmen. Im Ergebnis wurde für Familienunternehmen mit Beteiligung der Familie am Management ein im Vergleich zu den restlichen betrachteten Unternehmen signifikant höheres Niveau von Aufwendungen für F&E festgestellt. Dieses Ergebnis wurde als Indiz für einen geringeren Grad an Managermyopie und kurzfristigem Denken in diesen Unternehmen angesehen. Vgl. hierzu BLOCK/THAMS (2007) sowie zu der Interpretation ihrer Ergebnisse KETS DE VRIES (1993), S. 63.

²⁷¹ Vgl. BUSHEE (2001). Zu einer Diskussion dieses Beitrags vgl. CREADY (2001).

Eine weitere Gruppe von empirischen Arbeiten beschäftigte sich mit international vergleichenden Analysen von Aufwendungen, um daraus Rückschlüsse auf unterschiedliche Ausprägungen von und Anreize für Managermyopie zu ziehen. Hintergrund dieses - meist durch US-amerikanische Forscher gewählten - Ansatzes war das in den 1980er Jahren häufig vorgetragene Argument, eine damals wahrgenommene Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit US-amerikanischer Unternehmen gegenüber ihren japanischen und deutschen Konkurrenten sei auf eine Zunahme der Verbreitung von Managermyopie in den USA zurückzuführen²⁷².

Zu nennen ist in diesem Zusammenhang eine Studie von HALL und WEINSTEIN²⁷³, welche die Verminderung von Ausgaben für F&E von japanischen bzw. US-amerikanischen Unternehmen in finanzieller Notlage verglichen. HALL und WEINSTEIN fanden keine Unterschiede zwischen dem jeweiligen Verhalten der Unternehmen beider Gruppen und interpretierten dies als Argument gegen die Hypothese, daß japanische Firmen in einem geringeren Ausmaß als ihre US-amerikanischen Pendanten Managermyopie betrieben.

Zu einer hiermit übereinstimmenden Schlußfolgerung kamen NAGY und NEAL in einer weiteren Untersuchung²⁷⁴. Diese analysierten für zwei Gruppen von jeweils 13 japanischen und US-amerikanischen Unternehmen den Zusammenhang zwischen der Veränderung von Ausgaben für F&E und der Veränderung der sogenannten „core earnings“, d. h. des bilanziellen Ergebnisses vor Ausgaben für F&E und Zuführungen zu Rückstellungen. Dieser Zusammenhang existierte in allen Unternehmen, war jedoch für die Gruppe der japanischen Unternehmen stärker ausgeprägt. Die Autoren sahen dies als Beleg für die Tatsache, daß japanische Unternehmen in einem höheren Ausmaß Managermyopie betrieben als ihre US-amerikanischen Pendanten.

Des Weiteren ist diesbezüglich eine Untersuchung von BAE und KIM zu nennen²⁷⁵. Diese fanden bei einer Analyse von Marktwerten und Investitionsverhalten US-

²⁷² Vgl. zu diesem Argument z. B. PORTER (1992a), PORTER (1992b), DRUCKER (1986) oder AHIRO et al. (1986).

²⁷³ Vgl. HALL/WEINSTEIN (1996).

²⁷⁴ Vgl. NAGY/NEAL (2001).

²⁷⁵ Vgl. BAE/KIM (2003).

amerikanischer, deutscher und japanischer Unternehmen kaum Belege für die Hypothese, daß US-amerikanische Unternehmen Managermyopie betreiben.

Weitere auf nationaler Ebene durchgeführte Analysen betrieblicher Ausgaben führten zu gemischten Aussagen bezüglich der Existenz von Managermyopie. So ermittelten WAHAL und MCCONNELL eine positive Beziehung zwischen dem Anteil institutioneller Investoren und den Ausgaben für F&E sowie für Anlagen²⁷⁶. SAMUEL kam bei einer ähnlichen Betrachtung zu gemischten Ergebnissen abhängig von der Art der Ausgaben²⁷⁷. LUNDSTRUM beobachtete sinkende Ausgaben für F&E mit steigendem Alter des Vorstandsvorsitzenden²⁷⁸. GRABER ermittelte in einer ähnlichen Studie sinkende Ausgaben für F&E bei einer erhöhten Kündigungsfrequenz hochrangiger Manager²⁷⁹ („senior management turnover“). CHENG et al. kamen zu dem Ergebnis, daß Unternehmen, die regelmäßig Erwartungen bezüglich zukünftiger Quartalsergebnisse veröffentlichen, im Vergleich zu Unternehmen, die diese Zahlen lediglich gelegentlich veröffentlichen, signifikant geringere Ausgaben für F&E betrieben²⁸⁰. Schlußendlich ermittelten HOLDEN und LUNDSTRUM in einer Event-Study²⁸¹ eine positive Auswirkung der Einführung langfristiger Optionen (LEAPS) als Bestandteil der Managervergütung auf die F&E-Intensität der betroffenen Unternehmen.

5.2. ANALYSEN VON KAPITALAUFNAHMEN

Die in dieser Kategorie beschriebenen, in der Regel nicht direkt durch die Frage nach der Existenz von Managermyopie motivierten²⁸² Arbeiten analysierten die Entwicklung bilanzieller Ergebnisse vor und nach Zeitpunkten externer Kapitalaufnahmen. In der Mehrzahl dieser Studien wird eine abnormale Erhöhung bilanzieller Ergebnisse vor dem Zeitpunkt der Kapitalaufnahme, gefolgt von einer abnormalen Absenkung derselben nach dem Zeitpunkt der Kapitalaufnahme, festgestellt. Obwohl es sich hierbei nicht um definitive Beweise für die Existenz von Managermyopie handelt, ist das in diesen

²⁷⁶ Vgl. WAHAL/MCCONNELL (2000).

²⁷⁷ Vgl. SAMUEL (2000).

²⁷⁸ Vgl. LUNDSTRUM (2002).

²⁷⁹ Vgl. GRABER (2003).

²⁸⁰ Vgl. CHENG et al. (2007).

²⁸¹ Vgl. HOLDEN/LUNDSTRUM (2009).

²⁸² Eine Ausnahme bildet die Untersuchung von MIZIK und JACOBSON aus dem Jahr 2007.

Untersuchungen festgestellte betriebliche Verhalten doch exakt dasjenige, welches zu erwarten wäre, wenn der Wunsch nach Aktienkurssteigerungen Manager dazu veranlassen würde, langfristigen Unternehmenswert zugunsten kurzfristiger Gewinnsteigerungen aufzugeben²⁸³.

Die erste Studie, welche sich mit der Veränderung bilanzieller Ergebnisse im Zusammenhang mit externen Kapitalaufnahmen auseinandersetzte, war die Arbeit von HANSEN und CRUTCHLEY²⁸⁴. Diese untersuchten die Entwicklung bilanzieller Ergebnisse vor und nach 364 Emissionen neuer Aktien, Bonds und Wandelschuldverschreibungen und ermittelten einen signifikanten Rückgang bilanzieller Ergebnisse nach der Emission für sämtliche Finanzierungsformen.

Spätere, auf den Erkenntnissen von HANSEN und CRUTCHLEY aufbauende Untersuchungen analysierten einzelne Formen der externen Kapitalaufnahme. So analysierten LOUGHRAN und RITTER die Entwicklung der bilanziellen Ergebnisse von 1.338 Unternehmen, welche neue Aktien emittiert hatten, jeweils für den Zeitraum vor und nach der Kapitalerhöhung²⁸⁵. Sie ermittelten im Durchschnitt eine Verbesserung der bilanziellen Ergebnisse im Zeitraum vor der Kapitalerhöhung sowie eine Verschlechterung dieser Ergebnisse für den Zeitraum nach der Kapitalerhöhung. Die Autoren interpretierten diese Ergebnisse als indizienhaften Beleg für Managermyopie.

RANGAN sowie TEOH et al. bestätigten jeweils diese Ergebnisse in einer Analyse von 1.265 bzw. 230 Kapitalerhöhungen. Sie fanden gleichzeitig jeweils Hinweise darauf, daß diese Entwicklungen teilweise auf die Verbesserung bilanzieller Ergebnisse vor der jeweiligen Kapitalerhöhung durch die bewußte Ausnutzung bilanzieller Spielräume, d. h. Ergebnismanagement zurückzuführen waren²⁸⁶.

Daß diese Verschlechterung bilanzieller Ergebnisse nach der Kapitalerhöhung mit einer negativen Aktienperformance einher ging, resümierten SPIESS und AFFLECK-GRAVES, die die Entwicklung der Aktienkurse von 1.247 Unternehmen

²⁸³ Vgl. STEIN (2001), S. 31.

²⁸⁴ Vgl. HANSEN/CRUTCHLEY (1990).

²⁸⁵ Vgl. LOUGHRAN/RITTER (1997).

²⁸⁶ Vgl. RANGAN (1998) sowie TEOH et al. (1998). Vgl. zu Ergebnismanagement allgemein Abschnitt III.2.1.

untersuchten, welche neue Aktien emittiert hatten²⁸⁷. Sie ermittelten im Durchschnitt eine starke Underperformance dieser Aktien - gemessen anhand signifikant negativer kumulierter abnormaler Renditen - jeweils für die fünf auf die Kapitalerhöhung folgenden Jahre.

Von besonderer Bedeutung für die Managermyopie-Literatur ist in dem Zusammenhang der Analyse von Kapitalerhöhungen der Beitrag von MIZIK und JACOBSON²⁸⁸. Dieser setzte sich explizit mit der Frage nach Managermyopie im Allgemeinen und Aufwendungsmyopie durch Unterlassung von Marketingmaßnahmen im Besonderen (von den Autoren als „myopic marketing management“ bezeichnet) auseinander. MIZIK und JACOBSON analysierten 2.238 Unternehmen, welche eine Kapitalerhöhung durchgeführt hatten. Sie analysierten für diese Gruppe sowie für eine Kontrollgruppe anhand von Jahresabschlußdaten die jeweilige Marketingintensität²⁸⁹ und verglichen diese jeweils mit der sich auf Basis einer historischen Analyse für das jeweilige Unternehmen prognostizierten Marketingintensität. Hierbei ergab sich, daß die Unternehmen, welche eine Kapitalerhöhung durchgeführt hatten, im jeweiligen Jahr der Kapitalerhöhung im Vergleich zu den Unternehmen der Kontrollgruppe gemessen an den Erwartungen signifikant geringere Marketingintensitäten aufwiesen.

Gleichzeitig ermittelten die Autoren für diese Unternehmen signifikant positive kumulierte abnormale Aktienrenditen im Jahr der Kapitalerhöhung, gefolgt von signifikant negativen kumulierten abnormalen Aktienrenditen in den vier Folgejahren. MIZIK und JACOBSON bildeten zur Illustration zwei Portfolien, welche sich aus als managermyopisch bzw. nicht managermyopisch eingestuften Unternehmen zusammensetzten. Grundlage dieser Einstufung war die jeweilige Höhe von Marketingintensität und dem Quotienten von bilanziellen Ergebnissen und Bilanzsumme im Jahre der Kapitalerhöhung. In beide Portfolien wurde jeweils zu Beginn des Jahres der Kapitalerhöhung ein hypothetischer Betrag von \$100 investiert. Das „nicht managermyopische“ Portfolio stieg im Wert im Jahr der Kapitalerhöhung auf \$108 sowie im Lauf der nächsten vier Jahre auf \$113 an. Im Gegensatz hierzu stieg das „managermyo-

²⁸⁷ Vgl. SPIESS/AFFLECK-GRAVES (1995).

²⁸⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden MIZIK/JACOBSON (2007).

²⁸⁹ MIZIK und JACOBSON definierten Marketingintensität als die durch die Bilanzsumme geteilte Differenz zwischen Aufwendungen für Marketing und allgemeine Verwaltung („selling and general administrative expenditures“) und Aufwendungen für Forschung und Entwicklung.

pische“ Portfolio im Jahr der Kapitalerhöhung im Wert auf \$114 an, fiel aber in den vier Folgejahren stetig auf \$75 ab. Diese Wertentwicklung ist exakt diejenige, welche für die Aktien eines managermyopischen Unternehmens zu erwarten ist. Ein solches Unternehmen würde im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung sein bilanzielles Ergebnis durch Managermyopie künstlich erhöhen²⁹⁰. Die Anleger könnten diese Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses auf Grund einer asymmetrischen Informationsverteilung nicht vollständig auf managermyopische Maßnahmen zurückführen. Als Resultat würde der Aktienkurs des Unternehmens im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung steigen. In den Folgeperioden würde jedoch die wirtschaftliche Nachteilehaftigkeit der ergriffenen managermyopischen Maßnahmen zu einer Absenkung der bilanziellen Ergebnisse führen und hieraus ein sinkender Aktienkurs des Unternehmens resultieren.

Weitere Studien setzten sich mit anderen Formen der Kapitalaufnahme auseinander. So analysierten DEGEORGE und ZECKHAUSER²⁹¹ 62 fremdkapitalbasierte Unternehmensübernahmen mit anschließendem Börsengang („reverse LBOs“)²⁹². Sie ermittelten - jeweils im Vergleich zu einer Kontrollgruppe - signifikant bessere bilanzielle Ergebnisse der betrachteten Unternehmen im Jahr des „reverse LBO“, gefolgt von signifikant schlechteren bilanziellen Ergebnissen im Folgejahr und sahen diese Ergebnisse als konsistent mit der Hypothese der Existenz von Managermyopie an.

Mit dem Phänomen der Ausgabe neuer Anleihen („debt offerings“) setzten sich schlußendlich SPIESS und AFFLECK-GRAVES auseinander²⁹³. Sie betrachteten die Neuemissionen von 392 regulären Anleihen sowie von 400 Wandelschuldverschreibungen und ermittelten jeweils eine signifikante Underperformance der Aktien der emittierenden Unternehmen in den Jahren nach der Emission.

²⁹⁰ MIZIK und JACOBSON sprechen hier von „earnings inflation“.

²⁹¹ Vgl. DEGEORGE/ZECKHAUSER (1993).

²⁹² Den Standardfall eines „LBO“, d. h. einer fremdkapitalbasierten Unternehmensübernahme, stellen aus historischer Sicht die Privatisierungen börsennotierter Unternehmen durch Finanzinvestoren dar, welche in den 1980er Jahren in den USA die Entstehung und die Bezeichnung von „LBOs“ prägten. Als „reverse LBO“ wird daher in den USA ein „LBO“ mit anschließendem Börsengang bezeichnet. Vgl. hierzu MITTENDORFER (2007), S. 106.

²⁹³ Vgl. SPIESS/AFFLECK-GRAVES (1999).

5.3. UMFRAGEN UND EXPERIMENTE

Da auf Grund der im Vorangegangenen skizzierten grundlegenden Kritik an der Validität der in den dargestellten Studien verwendeten Meßinstrumente aus deren Ergebnissen nicht zweifelsfrei auf die Existenz bzw. Nichtexistenz von Managermyopie geschlossen werden kann, wurden von mehreren Autoren weitere alternative Forschungsansätze gewählt. Ein wichtiges Beispiel hierfür sind die der Kategorie „Umfragen und Experimente“ zuzuordnenden Arbeiten. In diesen wurden aus Befragungen von und Experimenten mit Entscheidungsträgern von Unternehmen bzw. des Kapitalmarktes Rückschlüsse bzgl. der Existenz von Managermyopie gezogen. Die bedeutendsten Studien dieser Kategorie sollen im Folgenden dargestellt werden.

Einen ersten empirischen Beleg für die Wichtigkeit aktueller Aktienkurse für US-amerikanische Manager lieferten ABBEGLEN und STALK im Jahr 1985, indem sie eine zu Beginn der 1980er Jahre im Auftrag der japanischen Regierung unter ca. 500 US-amerikanischen und japanischen Managern durchgeführte Umfrage wiedergaben. Dort hatten die US-amerikanischen Manager Aktienkursserhöhungen als zweitwichtigstes von neun möglichen Unternehmenszielen mit einer durchschnittlichen Wichtigkeit von 3,8 auf einer Skala von 0 bis 10 angegeben. Im Gegensatz hierzu hatten die befragten japanischen Manager Aktienkursserhöhungen als vergleichsweise unwichtigstes Unternehmensziel angegeben und diesem eine Wichtigkeit von 0,1 zugeordnet²⁹⁴.

Eine weitere bedeutende schriftliche Umfrage²⁹⁵ zum Thema betrieblicher Planungshorizonte wurde von POTERBA und SUMMERS im Jahr 1990 unter den Vorstandsvorsitzenden der Fortune 1000 Unternehmen mit einer Rücklaufquote von 23% durchgeführt. Die Befragten gaben u. a. die Diskontrate für die innerbetriebliche Investitionsbewertung mit durchschnittlich 12,2% an, ein Wert, welcher die durch die Autoren auf 7% geschätzte historische Rendite von Aktien²⁹⁶ weit überstieg. Dieses Ergebnis kann als Beleg für die Existenz von Managermyopie in den USA²⁹⁷ gewertet werden.

²⁹⁴ Vgl. ABBEGLEN/STALK (1985), S. 176 f.

²⁹⁵ Vgl. POTERBA/SUMMERS (1995).

²⁹⁶ DECANIO wertete im Rahmen eines von der amerikanischen Umweltagentur EPA durchgeführten Projekts zur Senkung des betrieblichen Stromverbrauchs erhobene Fragebögen aus. Er ermittelte hierbei neben einer weiten Verbreitung der Amortisationsmethode diesen Wert deutlich übersteigende durchschnittliche Diskonraten. Vgl. DECANIO (1994).

²⁹⁷ SEGELOD ermittelte bei der Durchführung der exakt gleichen Umfrage unter 59 hochrangigen Managern schwedischer Unternehmen Hinweise darauf, daß Managermyopie in Schweden ein geringeres Problem als in den USA darstellt. Vgl. SEGELOD (2000).

Eine andere vielbeachtete schriftliche Umfrage²⁹⁸ wurde im Jahr 2005 durch GRAHAM et al. unter ca. 3.800 hochrangigen Managern US-amerikanischer Unternehmen mit einer Rücklaufquote von ca. 10% durchgeführt. Dort gaben unter anderem 80% der Teilnehmer an, daß Sie zur Erreichung eines Ergebniszieles diskretionäre Ausgaben, z. B. für F&E, Werbung oder Instandhaltung, senken würden; ein Ergebnis, das ebenfalls als Indiz für die Existenz von Managermyopie gewertet werden kann.

Einen experimentellen Ansatz wählten in einer ähnlichen Studie²⁹⁹ BHOJRAJ und LIBBY, welche 89 hochrangige Manager US-amerikanischer Unternehmen vor die hypothetische Wahl zwischen zwei Investitionsprojekten stellten. Ein „langfristiges“ Investitionsprojekt wies im Vergleich zu einem „kurzfristigen“ Investitionsprojekt erhöhte kumulierte Nettoauszahlungen auf, war allerdings mit einer höheren Anfangsnettoeinzahlung verbunden. Angesichts einer bevorstehenden Kapitalerhöhung wählte die Mehrzahl der Teilnehmer das „kurzfristige“ Investitionsprojekt. Diese Form von Managermyopie wurde in bestimmten Szenarien durch eine Erhöhung der Berichtsfrequenz von halb- auf vierteljährlich verstärkt. Die Studie von BHOJRAJ und LIBBY ist insbesondere im Kontext einer in Deutschland geführten Diskussion³⁰⁰ um die Einführung von Quartalsberichterstattung für börsennotierte Unternehmen als interessant anzusehen.

Neben den vorgestellten Umfragen und Experimenten, welche als bedeutendste Beiträge der Kategorie angesehen werden können, wurden noch weitere solche Arbeiten präsentiert. Hier ist insbesondere eine Reihe von teilweise aufeinander aufbauenden Publikationen aus Großbritannien zu nennen.

So befragte DEMIRAG schriftlich 110 Finanzvorstände³⁰¹, 116 hochrangige Manager aus dem Bereich F&E³⁰² und 226 Aufsichtsräte³⁰³ britischer Unternehmen zu ihrer Wahrnehmung von auf ihre Unternehmen ausgeübtem Kapitalmarktdruck. Jeweils ein Teil der Befragten sah das betreffende Unternehmen kurzfristigem Kapitalmarktdruck

²⁹⁸ Vgl. GRAHAM et al. (2005).

²⁹⁹ Vgl. BHOJRAJ/LIBBY (2005).

³⁰⁰ Vgl. PORSCHE AG (2001). Zu einer Zusammenfassung dieser Diskussion vgl. o. V. (2004), S. 21.

³⁰¹ Vgl. DEMIRAG (1995a). Vgl. GROOT (1998) zu einer exakt gleichen Umfrage unter 54 Finanzvorständen niederländischen Unternehmen mit ähnlichen Ergebnissen.

³⁰² Vgl. DEMIRAG (1995b).

³⁰³ Vgl. DEMIRAG (1998).

ausgesetzt. Jeweils ein großer Teil berichtete vom Einsatz der Amortisationsmethode bei der Bewertung von Forschungs- und Entwicklungsprojekten - eine Tatsache, welche von DEMIRAG als Indiz für Managermyopie angesehen wurde. MARSTON und CRAVEN ermittelten bei einer weiteren schriftlichen Befragung von 325 Finanzvorständen großer britischer Unternehmen meßbare aber schwache Indizien für dort wahrgenommenen Kapitalmarktdruck³⁰⁴. BAKER fand bei einer mündlichen Umfrage unter 64 britischen Fondsmanagern Indizien für die These, vierteljährliches Monitoring führe zu einem kurzfristigen Management der Fonds³⁰⁵. Schlußendlich fanden GRINYER et al. bei einer schriftlichen Befragung von 246 Finanzvorständen britischer Unternehmen starke Indizien für die Existenz von Managermyopie in diesen Firmen³⁰⁶.

Weitere Umfragen wurden auch in den USA durchgeführt. So ermittelten MORONE und PAULSEN in einer Reihe von teiloffenen Interviews mit 15 Vorstandsvorsitzenden und anderen hochrangigen Managern US-amerikanischer Unternehmen keine klaren Hinweise für die Existenz von Managermyopie³⁰⁷. LAVERTY erforschte in einer weiteren schriftlichen Umfrage³⁰⁸ die organisatorischen Rahmenbedingungen von Managermyopie. Schlußendlich führten HARTMANN und HUNTON ein Experiment durch, in welchem der Einfluß verschiedener Bonusmodelle und Feedbackfrequenzen auf das myopische Verhalten von Bereichsleitern untersucht wurde und welches insbesondere im Hinblick auf die im Folgenden untersuchte abhängige Variable Berichtsfrequenz von Interesse ist³⁰⁹.

5.4. SONSTIGE

Neben den dargestellten Arbeiten wurden noch zahlreiche weitere empirische Beiträge erstellt, welche sich in verschiedenen Variationen mit der Frage nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie auseinandersetzten. Da diese jeweils nicht einer der aufgeführten Kategorien zuzuordnen sind, werden die bedeutendsten Arbeiten dieser Gruppe im Folgenden unter der Kategorie „Sonstige“ dargestellt.

³⁰⁴ Vgl. MARSTON/CRAVEN (1998).

³⁰⁵ Vgl. BAKER (1998).

³⁰⁶ Vgl. GRINYER et al. (1998).

³⁰⁷ Vgl. MORONE/PAULSEN (1991).

³⁰⁸ Vgl. LAVERTY (2004).

³⁰⁹ Vgl. HARTMANN/HUNTON (2010), in deren Experiment eine Verkürzung der Feedbackfrequenz von Managern zu einer Erhöhung von Managermyopie führte.

Hierbei ist zunächst die Arbeit von FROOT et al. zu nennen³¹⁰. Diese zielten in ihrem Beitrag nicht auf einen direkten Beleg für die Existenz von Managermyopie ab, sondern analysierten anhand gesamtwirtschaftlicher Daten, ob in den USA die für das Auftreten von Managermyopie notwendigen Bedingungen erfüllt waren. Diese Bedingungen wurden in Anlehnung an den Beitrag von STEIN³¹¹ als erstens die Bedeutung aktueller Aktienkurse für Manager, zweitens die Sensitivität aktueller Aktienkurse gegenüber bilanziellen Ergebnissen und drittens Informationsasymmetrien zwischen Managern und Anteilseignern formuliert. Im Ergebnis präsentierten FROOT et al. Fakten, welche als Indizienbelege („circumstantial evidence“) für die Existenz von Managermyopie angesehen werden können.

Einen weiteren bedeutenden Beitrag stellt die international vergleichende Arbeit von JACOBSON und AAKER dar³¹². Diese stellten die Frage, ob Informationsasymmetrien zwischen Managern und Anteilseignern, welche in wichtigen theoretischen Arbeiten eine notwendige Voraussetzung für Managermyopie darstellen³¹³ in verschiedenen Ländern - namentlich den USA und Japan - in unterschiedlich starkem Masse vorhanden sind. Sie verglichen zur Beantwortung dieser Frage in einer langjährigen Betrachtung die Renditen der Aktien US-amerikanischer und japanischer Unternehmen und stellten diese in Abhängigkeit von den aktuellen und zukünftigen bilanziellen Ergebnissen der jeweiligen Unternehmen dar³¹⁴. Diese Darstellung basiert auf der Überlegung, daß bilanzielle Ergebnisse Informationen über die ökonomische Rendite der jeweiligen Unternehmen beinhalten und daher Aktienkurse beeinflussen. Gleichzeitig gingen JACOBSON und AAKER davon aus, daß Aktionäre auch Informationen besitzen, welche in zukünftigen, noch nicht realisierten bilanziellen Ergebnissen beinhaltet sind.

JACOBSON und AAKER kamen in ihrer empirischen Analyse zu dem Schluß, daß die Aktienkurse von US-amerikanischen Unternehmen verglichen mit den Aktienkursen ihrer japanischen Gegenüber in einem vierfach stärkeren Masse von aktuellen denn von zukünftigen bilanziellen Ergebnissen abhängen. Hieraus zogen sie die Schlußfolgerung, daß amerikanische Investoren schlechter über zukünftige bilanzielle Ergebnisse

³¹⁰ Vgl. FROOT et al. (1990).

³¹¹ Vgl. STEIN (1989).

³¹² Vgl. JACOBSON/AAKER (1993).

³¹³ Vgl. NARAYANAN (1985b), MILLER/ROCK (1985) oder STEIN (1989).

³¹⁴ Vgl. zu dieser Vorgehensweise FAMA (1981).

informiert und daher Informationsasymmetrien in den USA höher als in Japan waren. Dies wurde inhaltlich mit der Tatsache begründet, daß japanische Großinvestoren oft in der Branche der Unternehmen, deren Anteile sie halten, aktiv und daher besser über deren zukünftige Aktivitäten informiert sind³¹⁵.

Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und Anteilseignern stellen eine notwendige Voraussetzung für Managermyopie dar³¹⁶. Vor diesem Hintergrund interpretierten JACOBSON und AAKER ihre Ergebnisse als Beleg für die Hypothese, daß das wirtschaftliche Umfeld in den USA im Vergleich zu Japan in einem stärkeren Maße die Voraussetzungen für Managermyopie schafft.

Ein weiterer neuartiger Ansatz wurde in einer Arbeit von LYS und VINCENT präsentiert, welche in einer Case-Study die Übernahme des Technologieunternehmens NCR durch den Telekommunikationskonzern AT&T untersuchten³¹⁷. Von Interesse ist hier die durch LYS und VINCENT hervorgehobene Tatsache, daß AT&T im Rahmen der Akquisition zusätzliche Aufwendungen tätigte, um in den Jahren nach der Akquisition die sogenannte „Pooling-of-Interest“ Methode der Konzernrechnungslegung anwenden zu können. Die Anwendung dieser Methode ließ den Cash-Flow des neuen Unternehmens unbeeinflusst, erhöhte aber dessen bilanzielle Ergebnisse in den Folgeperioden um jeweils ca. 5%. LYS und VINCENT dokumentierten, daß die durch AT&T hierfür getätigten Aufwendungen mindestens 50 Mio. USD und möglicherweise bis zu 500 Mio. USD betragen³¹⁸. Es handelt sich hierbei um einen der wenigen in der empirischen Managermyopie-Literatur direkt belegten Fälle von Managermyopie.

³¹⁵ Vgl. KESTER (1992), der in einer Analyse der Beziehungen japanischer Unternehmen zu ihren Kapitalgebern diese im Vergleich zu den USA geringeren Informationsasymmetrien auf mehrere Faktoren zurückführt. Es sind dies erstens die Langfristigkeit vertikaler Unternehmensverbände, sog. Keiretsus, zweitens die Tatsache, daß Kooperationen eher auf gegenseitigem Einverständnis als auf möglichst umfassend formulierten Verträgen beruhen, drittens temporäre Mitarbeiterausleihungen, viertens extensives Monitoring durch Banken und exklusive Unternehmensverbände, fünftens wechselseitige Beteiligungen und sechstens die selektive Intervention bedeutender Anteilseigner im Krisenfall. Vgl. des Weiteren HOSHI et al. (1990) zu einer empirischen Analyse der Insolvenzkosten japanischer Unternehmen, deren Ergebnisse konform mit der Hypothese der geringeren japanischen Informationsasymmetrien sind.

³¹⁶ Vgl. STEIN (1989).

³¹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden LYS/VINCENT (1995).

³¹⁸ Da die „Pooling-of-Interest“ Methode in geringeren Geschäftswertabschreibungen der Folgeperioden resultierte, kann hier von einer Ausprägungsform der Aufwendungsmyopie gesprochen werden.

Eine andere Studie wurde von PAUWELS et al. erstellt, welche die Effekte von verkaufsfördernden Maßnahmen („sales promotions“)³¹⁹ in der amerikanischen Automobilindustrie untersuchten³²⁰. PAUWELS et al. ermittelten einen kurzfristig positiven Effekt dieser Maßnahmen auf bilanzielle Ergebnisse und Börsenwerte der untersuchten Unternehmen, während langfristig beide Kenngrößen durch diese durchgeführten Preissenkungen negativ beeinflusst wurden.

In einem weiteren Beitrag beschäftigte sich ROYCHOWDHURY mit der Frage, ob Unternehmen Managermyopie betreiben, um bestimmte Schwellen bilanzieller Ergebnisse („earnings thresholds“) zu erreichen³²¹. ROYCHOWDHURY ermittelte durch die Analyse der GuVs einer Vielzahl US-amerikanischer Unternehmen Indizien für die Vermutung, daß Manager zur Vermeidung bilanzieller Verluste Preissenkungen gewähren, Überproduktion betreiben und diskretionäre Aufwendungen wie z. B. für F&E, Marketing oder Verwaltung reduzieren.

COHEN et al. bauten in einer weiteren Arbeit auf der durch ROYCHOWDHURY eingeführten Operationalisierung von Managermyopie auf und ermittelten für amerikanische Unternehmen einen Anstieg von Managermyopie nach der Einführung des sog. Sabanes-Oxley-Act³²².

In einer weiteren, in Bezug auf die im Folgenden verwendete unabhängige Variable Berichtsfrequenz interessanten Arbeit bauten ERNSTBERGER et al. ebenfalls auf der durch ROYCHOWDHURY eingeführten Operationalisierung von Managermyopie auf³²³. ERNSTBERGER et al. untersuchten die Managermyopie von Unternehmen aus verschiedenen Ländern der europäischen Union, wobei Quartalsberichterstattung in dem untersuchten Zeitraum lediglich in einem Teil dieser Länder verpflichtend war. Im Ergebnis wurde ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen Berichtsfrequenz und Managermyopie ermittelt.

³¹⁹ Unter „sales promotions“ sind in diesem Zusammenhang direkte und indirekte Preisnachlässe zu verstehen.

³²⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden PAUWELS et al. (2004).

³²¹ Vgl. ROYCHOWDHURY (2006).

³²² Vgl. COHEN et al. (2008).

³²³ Vgl. ERNSTBERGER et al. (2011).

Verschiedene weitere Studien befaßten sich mit der in dem Modell von STEIN zentralen Annahme³²⁴, daß die Manager von Unternehmen einen höheren Nutzen aus gegenwärtigen denn aus zukünftigen Aktienkursen ziehen³²⁵.

Hierzu zählen Untersuchungen, welche die Zusammensetzung der Aktionäre von Unternehmen betrachteten, wie z. B. der Beitrag von LIU, die Fälle analysierte, in denen fälschlich ausgewiesene bilanzielle Ergebnisse nach einer Beschwerde der Aufsichtsbehörde berichtigt werden mußten („accounting restatements“)³²⁶. LIU verwendete diese „accounting restatements“ als Indiz für Managermyopie, da der fälschliche Ergebnisausweis im Zeitpunkt der Veröffentlichung das bilanzielle Ergebnis erhöht, gleichzeitig aber das bilanzielle Ergebnis im Zeitpunkt der Berichtigung senkt. Basierend auf dieser Operationalisierung ermittelte LIU, daß die Wahrscheinlichkeit eines „accounting restatements“ mit einer Erhöhung des Anteils des Eigenkapitals, welcher von „ungeduldigen“ institutionellen Investoren³²⁷ gehalten wurde, signifikant anstieg.

Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch der Beitrag von MATSUMOTO, der die Wahrscheinlichkeit des Erreichens von durch Analysten erwarteten bilanziellen Ergebnissen in Abhängigkeit von der Zusammensetzung der Aktionäre betrachtete³²⁸. MATSUMOTO ermittelte eine signifikante Erhöhung der Wahrscheinlichkeit der Realisierung der erwarteten bilanziellen Ergebnisse mit einer Erhöhung des Anteils des von „ungeduldigen“ institutionellen Investoren³²⁹ gehaltenen Eigenkapitals. Die Ergebnisse von LIU und MATSUMOTO können ebenfalls als Indizienbelege für die Existenz von Managermyopie angesehen werden. Darüber hinaus ist in diesem Zusammenhang eine international vergleichende Studie von BLACK und FRASER zu nennen. Diese testeten die Marktpreise australischer, deutscher, japanischer, britischer und US-amerikanischer Unternehmen bzgl. einer Unterbewertung zeitlich entfernt

³²⁴ Vgl. STEIN (1989).

³²⁵ Grund für eine solche Präferenz kann nach STEIN der Druck durch einflußreiche Anteilseigner, die Gefahr einer feindlichen Übernahme, eine bevorstehenden Beschaffung von externem Kapital oder eine variable Managerentlohnung, welche teilweise vom aktuellen Aktienkurs abhängt, sein.

³²⁶ Vgl. LIU (2005).

³²⁷ Vgl. BUSHEE (1998), dessen Einordnung institutioneller Investoren durch LIU und MATSUMOTO übernommen wurde.

³²⁸ Vgl. MATSUMOTO (2002).

³²⁹ Vgl. ebenfalls BUSHEE (1998).

liegender Cash-Flows³³⁰. Sie kamen zu dem Ergebnis, daß die Unterbewertung dieser Cash-Flows und damit der Anreiz zur Managermyopie für Unternehmen in Großbritannien und teilweise den USA deutlich höher als in den anderen untersuchten Ländern war.

Andere Studien betrachteten die Einführung von Gesetzen, welche feindliche Übernahmen erschweren („antitakeover laws“). So ermittelte ATANASSOV, daß die Einführung von „antitakeover laws“ in verschiedenen Bundesstaaten der USA zu einem signifikanten Rückgang der Patentanmeldungen der dort angesiedelten Unternehmen führte³³¹. ATANASSOV betrachtete die mit Patentanmeldungen verbundenen technologischen Innovationen als langfristige Investitionsprojekte³³²; gleichzeitig stellte für ihn die Einführung von „antitakeover laws“ eine Senkung des auf die untersuchten Unternehmen ausgeübten Kapitalmarktdrucks dar³³³. Er sah daher die Tatsache, daß diese Investitionsprojekte im Zusammenhang mit „antitakeover laws“ in vermindertem Masse realisiert wurden, als Beleg gegen die Existenz von Managermyopie an. BERTRAND und MULLAINATHAN stellten schlußendlich in einer ähnlichen Untersuchung fest, daß die Einführung von „antitakeover laws“ zu einem Rückgang der Produktivität der betroffenen Unternehmen führte³³⁴, und werteten dieses Ergebnis ebenfalls als Beleg gegen die Existenz von Managermyopie.

6. ZUSAMMENFASSENDE WÜRDIGUNG DES VORHANDENEN MATERIALS

Im folgenden Abschnitt soll eine kurze zusammenfassende Würdigung der vorgestellten Arbeiten der Managermyopie-Literatur - getrennt nach theoretischen und empirischen Arbeiten - erfolgen.

6.1. WÜRDIGUNG DES VORHANDENEN THEORETISCHEN MATERIALS

Die Frage nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie wurde in der theoretischen Forschung breit behandelt. Es wurde eine Vielzahl von Modellen erstellt,

³³⁰ Vgl. BLACK/FRASER (2002).

³³¹ Vgl. ATANASSOV (2006).

³³² Vgl. ebenso HOLMSTROM (1989), S. 325.

³³³ Vgl. ebenso STEIN (1988), S. 62.

³³⁴ Vgl. BERTRAND/MULLAINATHAN (2003).

in denen aus verschiedenen Gründen ein Zustand der Managermyopie resultiert. So wurde Managermyopie u. a. als Ergebnis der Bemessung von Managerentlohnung³³⁵, betrieblicher Dividendenpolitik³³⁶, drohender Unternehmensübernahmen³³⁷, der Informationssituation zwischen Anteilseignern und Managern³³⁸ sowie ineffizienter Kapitalmärkte³³⁹ dargestellt.

Gleichzeitig wurden auch theoretische Arbeiten erstellt, in denen Managermyopie explizit nicht resultiert. So wurden modellhaft Situationen dargestellt, in denen Informationsasymmetrien zwischen Anteilseignern und Managern nicht in Managermyopie, sondern einem betrieblichen Overinvestment resultieren³⁴⁰. Darüber hinaus sei an dieser Stelle auf die zahlreichen theoretischen Arbeiten zu effizienten Kapitalmärkten³⁴¹ verwiesen, in denen jeweils implizit davon ausgegangen wird, daß keine Managermyopie besteht.

Bezüglich des wissenschaftlichen Beitrages der verschiedenen theoretischen Arbeiten ragt nach Ansicht des Verfassers aus der Vielzahl der in diesem Zusammenhang vorgestellten Arbeiten das Modell von STEIN aus dem Jahr 1989 heraus. Dieses stellt die grundlegenden Zusammenhänge relativ einfach und intuitiv verständlich dar und kann in Bezug auf seine Resonanz in der theoretischen und empirischen Managermyopie-Literatur als die bedeutendste theoretische Arbeit auf diesem Gebiet³⁴² bezeichnet werden.

Im Hinblick auf eventuell vorhandene Forschungslücken läßt sich insgesamt konstatieren, daß die theoretische Managermyopie-Literatur im Jahr 2011 als relativ breit und umfassend bezeichnet werden kann. Ein Großteil der bedeutendsten Arbeiten dieses Bereiches wurde bereits in den Jahren zwischen 1985 und 1997 erstellt; spätere Arbeiten stellten meist Erweiterungen der in diesen Jahren entstandenen Modelle dar. Als Konsequenz hieraus verlagerte sich der Schwerpunkt der Managermyopie-Literatur

³³⁵ Vgl. NARAYANAN (1985b).

³³⁶ Vgl. MILLER/ROCK (1985).

³³⁷ Vgl. STEIN (1988).

³³⁸ Vgl. STEIN (1988), STEIN (1989) und BEBCHUK/STOLE (1993).

³³⁹ Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1990).

³⁴⁰ Vgl. BEBCHUK/STOLE (1993) und NOE/REBELLO (1997).

³⁴¹ Vgl. zu einem Überblick über diese Arbeiten FAMA (1970).

³⁴² CARMEL merkt hierzu an, der Beitrag von STEIN wäre "perhaps the most responsible for launching the academical literature on managerial myopia". Vgl. CARMEL (2008), S. 25.

seit dem Jahr 2000 mehr und mehr hin zu empirischen Untersuchungen. In der ersten Dekade des neuen Jahrtausends konnten durch den Verfasser offensichtliche Ansatzpunkte für weitere theoretische Arbeiten nicht ausgemacht werden. Die vorliegende Arbeit ist daher eine empirische.

6.2. WÜRDIGUNG DES VORHANDENEN EMPIRISCHEN MATERIALS

Die vorhandene empirische Managermyopie-Literatur ist als umfangreich zu bezeichnen. Die Frage nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie ist in einer Vielzahl empirischer Studien bearbeitet worden; die gewählten Forschungsansätze waren u. a. Analysen von Aufwendungen, Umfragen und Experimente, internationale Vergleiche und Analysen von Kapitalaufnahmen.

Allen diesen Studien ist allerdings gemein, daß die gewählten Forschungsansätze gewisse Schwächen in der Validität der in ihnen verwendeten Meßinstrumente, d. h. eine ungenaue Operationalisierung³⁴³ der aus dem verwendeten Konstrukt³⁴⁴ „Managermyopie“ abgeleiteten Variablen³⁴⁵, aufweisen³⁴⁶. Aus den in den betrachteten Untersuchungen erhobenen Daten lassen sich daher meist lediglich bedingte Schlüsse auf die Existenz von und die Gründe für Managermyopie ziehen.

So kann die Messung von Positionen der GuV und deren Veränderung nur bedingt geeignet sein, die Existenz von Managermyopie zu begründen. Der Grund hierfür liegt in der Tatsache, daß Managermyopie sich in Underinvestment in genau denjenigen Aktivitäten äußert, deren Charakter durch die Marktteilnehmer nicht exakt bestimmt werden kann. So besteht für die Aktionäre³⁴⁷ von Unternehmen stets die Schwierigkeit, die Veränderung von bestimmten Positionen der GuV, wie beispielsweise Aufwendun-

³⁴³ Vgl. hierzu SCHNELL et al. (1999), welche auf S. 10 Operationalisierung als „Angabe, wie einem theoretischen Begriff beobachtbare Indikatoren zugeordnet werden“ definieren. BORTZ/DÖRING (2006) sprechen auf S. 63 von der Operationalisierung eines Merkmals bzw. einer operationalen Definition als Standardisierung eines Begriffs „durch die Angabe der Operationen, die zur Erfassung des durch den Begriff bezeichneten Sachverhaltes notwendig sind, oder durch Angabe von meßbaren Ereignissen, die das Vorliegen dieses Sachverhaltes anzeigen (Indikatoren).“

³⁴⁴ Unter einem Konstrukt kann ein empirisch nicht direkt erkennbarer Sachverhalt innerhalb einer Theorie, wie z. B. „Managermyopie“, verstanden werden. Vgl. hierzu SCHNELL et al. (1999), welche auf S. 150 ein Konstrukt als „theoretische Eigenschaftsdimensionen“ definieren.

³⁴⁵ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 53.

³⁴⁶ Vgl. hierzu STEIN (2001), welcher diesbezüglich auf S. 30 ausführt: „Short-termism models such as that of STEIN (1989) can be difficult to test directly.“

³⁴⁷ Dieselbe Schwierigkeit besteht auch für die Analysten, welche die Aktie des Unternehmens beobachten.

gen für Forschung und Entwicklung, Werbung oder Personalentwicklung, zu charakterisieren³⁴⁸. Bei einer solchen Veränderung kann es sich aus deren Sicht sowohl um Managermyopie, also um Underinvestment, als auch um eine Verbesserung der ökonomischen Situation des Unternehmens, also die Unterlassung von Overinvestment, handeln. Zu ihrer korrekten Beurteilung ist also die Information über den Nettokapitalwert der z. B. mit unterlassenen Aufwendungen verknüpften Investitionsprojekte notwendig. Der Grund, warum in vielen der vorgestellten theoretischen Beiträge³⁴⁹ Managermyopie entsteht, liegt jedoch darin, daß zwischen Anteilseignern und Managern diese Informationen asymmetrisch verteilt sind. Nur deswegen stellt dort Managermyopie aus Sicht der Manager einen sinnvollen Versuch dar, die Anteilseigner zu täuschen. Da aber die Verfasser empirischer Studien schwerlich besser informiert sein können als Investoren, ist es für diese ebenso problematisch wie für jene, die Veränderung von Positionen der GuV zu charakterisieren und aus diesen auf die Existenz von Managermyopie zu schließen³⁵⁰.

Auch aus den Ergebnissen von Befragungen bzw. von Experimenten mit Managern kann lediglich indirekt auf die Existenz bzw. Nichtexistenz von Managermyopie geschlossen werden. Diese bergen insbesondere das Problem in sich, daß Manager evtl. aus Reputationsgründen auf Fragen nach der Existenz von Managermyopie in ihren Unternehmen nicht wahrheitsgemäß antworten. Gleichzeitig besteht die Möglichkeit, daß myopische Manager mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit als ihre nichtmyopischen Kollegen an Befragungen bzw. Experimenten teilnehmen, was zu einer als Non-Response-Bias bezeichneten Verzerrung der Ergebnisse führen würde³⁵¹.

Die in die Kategorie der internationalen Vergleiche eingeordneten Arbeiten liefern lediglich Hinweise auf das Verhältnis der Ausmaße von Managermyopie in verschiedenen Ländern zueinander, nicht jedoch deren jeweils absolutes Ausmaß. Des Weiteren bedienen sich diese Studien oft der Forschungsinstrumente der Arbeiten anderer Kategorien wie beispielsweise Analysen von Aufwendungen mit der Folge der dargestellten Schwächen bzgl. der Validität der verwendeten Meßinstrumente.

³⁴⁸ Vgl. zu dieser Überlegung STEIN (2001), S. 30 f. und STEIN (1989), S. 663 f.

³⁴⁹ Vgl. insbesondere STEIN (1989).

³⁵⁰ Vgl. zu weiterer Kritik des Forschungsansatzes Analysen von Aufwendungen insbesondere LAVERTY (1993) und LAVERTY (1996).

³⁵¹ Vgl. zu einer Analyse des Non-Response-Bias der vorliegenden Untersuchung Abschnitt IV.3.2.3.

Auch aus den dargestellten Analysen von Kapitalaufwendungen können lediglich indirekte Hinweise auf die Existenz von Managermyopie gewonnen werden. In diesen Arbeiten werden allenfalls Zusammenhänge aufgezeigt, die auftreten würden, wenn Managermyopie existierte³⁵². Ein kausaler Zusammenhang zwischen Managermyopie und bestimmten unabhängigen Variablen kann aus den Ergebnissen dieser Arbeiten allerdings kaum abgeleitet werden.

Bedingt durch die dargestellten, den Arbeiten sämtlicher vier Kategorien innewohnenden Probleme der Operationalisierung des Konstrukte „Managermyopie“ sind diese Arbeiten in Bezug auf ihre Ergebnisse als uneinheitlich zu bezeichnen. So wurden einerseits starke Hinweise auf die Existenz von Managermyopie geliefert; in den Augen des Verfassers sind diesbezüglich insbesondere die Ergebnisse der Arbeiten von BUSHEE (1998), POTERBA/SUMMERS (1990), GRAHAM et al. (2005), BHOJRAJ/LIBBY (2005), JACOBSON/AAKER (1993) und MIZIK/JACOBSON (2007) überzeugend. Andererseits liegen zahlreiche Studien vor, deren Ergebnisse durch ihre Verfasser als Belege gegen die Existenz von Managermyopie gewertet wurden. In den Augen des Verfassers ist jedoch das vorliegende empirische Material insgesamt tendenziell so zu werten, daß es stärkere Hinweise auf die Existenz denn auf die Nichtexistenz von Managermyopie liefert.

Gleichwohl kann in Anbetracht der Widersprüchlichkeit des vorhandenen empirischen Materials die Frage nach der Existenz von Managermyopie auch näherungsweise nicht als beantwortet bezeichnet werden. Es ist das Anliegen der vorliegenden Arbeit, in den folgenden Abschnitten weitere Hinweise zur Beantwortung dieser noch offenen Forschungsfrage zu geben. Hierbei sollen insbesondere Indizien zur Beantwortung der im Jahr 2011 weitgehend unbehandelten Unterfrage nach der Existenz von Managermyopie in Deutschland geliefert werden.

³⁵² Vgl. STEIN (2001), der diesbezüglich auf S. 31 von “circumstantial evidence” spricht.

IV. METHODIK

Im folgenden Abschnitt soll die Methodik der in der vorliegenden Arbeit durchgeführten empirischen Untersuchung vorgestellt werden. Hierbei werden zunächst aus dem Literaturüberblick und eigenen Überlegungen Forschungsfragen abgeleitet und als Fragestellungen bzw. Hypothesen formuliert. In einem nächsten Abschnitt wird die Durchführung der Untersuchung, insbesondere der Prozeß der Datenerhebung durch die durchgeführte Fragebogenaktion sowie die durchgeführte Interviewserie dargestellt; gleichzeitig werden Operationalisierungen der im Folgenden verwendeten Variablen festgelegt. In einem dritten Schritt wird die Inferenzpopulation dargestellt; gleichzeitig werden mögliche Verzerrungen derselben diskutiert. Es folgt eine kurze Zusammenfassung der Methodik.

1. FRAGESTELLUNGEN UND HYPOTHESEN

Aus dem Literaturüberblick und hierauf aufbauenden Überlegungen resultieren verschiedene Forschungsfragen, welche die Grundlage der durchgeführten empirischen Untersuchung bilden. Diese sollen im Folgenden als Fragestellungen bzw. Hypothesen formuliert werden.

Von besonderer Bedeutung ist hierbei die Konkretisierung des Begriffes „Hypothese“ in der empirischen Sozialforschung, welche im Folgenden basierend auf der Literatur zur empirischen Sozialforschung dargestellt und im Weiteren verwendet werden soll. SCHNELL et al. definieren Hypothesen als „Aussagen, die einen Zusammenhang zwischen mindestens zwei Variablen postulieren“³⁵³. BORTZ und DÖRING führen hierzu aus: „Wissenschaftliche Hypothesen sind Annahmen über reale Sachverhalte in Form von Konditionalsätzen. Sie weisen über den Einzelfall hinaus und sind durch Erfahrungsdaten widerlegbar.“³⁵⁴ Diese Definition basiert auf den Überlegungen von POPPER, für den wissenschaftliche Hypothesen universelle Sätze in der Form von

³⁵³ Vgl. SCHNELL et al. (1999), S. 51.

³⁵⁴ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 4.

falsifizierbaren Allsätzen, d. h. Aussagen über unbegrenzt viele Elemente³⁵⁵, darstellen³⁵⁶. Sie soll im Folgenden in der vorliegenden Arbeit verwendet werden.

1.1. FRAGESTELLUNGEN

Aus der getroffenen Definition von wissenschaftlichen Hypothesen ergibt sich, daß einige der im Folgenden zu formulierenden Forschungsfragen nicht als wissenschaftliche Hypothesen formuliert werden können, da es sich bei diesen um universelle Es-gibt-Sätze handelt, welche nicht Konditionalsätze sind. Da die indikative Beantwortung dieser Forschungsfragen in den Augen des Verfassers dennoch von Interesse ist, werden sie im Folgenden als Fragestellungen bezeichnet und formuliert³⁵⁷.

Diese Vorgehensweise der Verwendung von Forschungsfragen, welche keine wissenschaftlichen Hypothesen darstellen, wurde in zahlreichen empirischen Arbeiten der Managermyopie-Literatur - insbesondere der Kategorie „Umfragen und Experimente“ - gewählt³⁵⁸. Sie deckt sich mit einer Empfehlung von BORTZ und DÖRING, welche diesbezüglich ausführen: „Wo immer es nicht möglich ist, bestimmte Effekte im Vorfeld mit guter Gewißheit zu postulieren, sollten anstelle von Hypothesen lieber Fragestellungen formuliert werden. Bei Fragestellungen wird kein konkreter Effekt postuliert, sondern nach der Ausprägung von Variablen gefragt.“³⁵⁹

Es ist das Anliegen der vorliegenden Arbeit, speziell die Verhältnisse in deutschen börsennotierten Unternehmen zu untersuchen. Die folgenden Fragestellungen werden daher ebenso wie die in einem nächsten Schritt formulierten Hypothesen bezogen auf

³⁵⁵ Vgl. POPPER (2005), S. 40.

³⁵⁶ Vgl. ebenda, S. 41, wo POPPER von wissenschaftlichen Hypothesen als universellen Sätzen spricht, sowie ebenda, S. 46, wo POPPER universelle „Es-gibt-Sätze“, d. h. universelle Sätze, die keine Allsätze sind, als nicht falsifizierbar und nichtempirisch bezeichnet. Vgl. des Weiteren ebenda, S. 62 f., wo POPPER verlangt, daß eine Hypothese falsifizierbar sein muß.

³⁵⁷ Dieses Vorgehen ist in der empirischen Accounting-Literatur nicht unüblich. Vgl. hierzu VAN DER STEDE et al. (2007), welche auf S. 447 ausführen: „Survey Research can be used for two main purposes: description and explanation.“ Vgl. hierzu des Weiteren LAKATOS, I. (2010), welcher auf S. 2 ausführt: „Is, then, Popper's falsifiability criterion the solution to the problem of demarcating science from pseudoscience? No. For Popper's criterion ignores the remarkable tenacity of scientific theories.“

³⁵⁸ Vgl. insbesondere GRAHAM et al. (2005), POTERBA/SUMMERS (1992), DEMIRAG (1995a), DEMIRAG (1995b), BAKER (1998), GRINYER et al. (1998) und MORONE/PAULSEN (1991).

³⁵⁹ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 88 sowie S. 50, wo des Weiteren hierzu ausgeführt wird: „Zudem gibt es Fragestellungen, in denen es nicht primär darum geht, Phänomene durch Theorien und Hypothesen zu erklären, sondern darum, Populationen zu beschreiben (deskriptive Untersuchung).“

deutsche börsennotierte Unternehmen formuliert. Als solche werden im Folgenden börsennotierte Unternehmen verstanden, deren Hauptsitz sich im Gebiet der Bundesrepublik Deutschland befindet.

1.1.1. Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen

Die Frage nach der Existenz von Managermyopie wurde in der angloamerikanischen Managermyopie-Literatur relativ breit behandelt. So wurde einerseits eine Vielzahl von Modellen erstellt, in denen aus verschiedenen Gründen ein Zustand der Managermyopie resultiert. Andererseits untersuchten auch zahlreiche empirische Untersuchungen, welche sich meist mit dem US-amerikanischen, teilweise jedoch auch dem britischen, dem japanischen oder einem kontinentaleuropäischen Wirtschaftsraum befaßten, die Frage nach der Existenz von Managermyopie. Vergleichbare, ausschließlich auf den deutschen Wirtschaftsraum bezogene Studien sind dem Autor nicht bekannt.

Die Frage nach der Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen ist eine der zentralen Forschungsfragen der vorliegenden Arbeit. Sie wird als Fragestellung 1 formuliert:

FRAGESTELLUNG 1: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen managermyopisch?

In Abschnitt II.2 der vorliegenden Arbeit wurden mögliche Ausprägungsformen von Managermyopie dargestellt. Hierbei wurde insbesondere eine grundlegende Einordnung möglicher Ausprägungsformen von Managermyopie in Aufwendungs- und Ertragsmyopie vorgenommen. Bei Betrachtung der empirischen Managermyopie-Literatur vor dem Hintergrund dieser Einordnung ist zu beobachten, daß eine Vielzahl von Studien die Frage nach der Existenz von Aufwendungsmyopie betrachtet³⁶⁰, gleichzeitig sich jedoch relativ wenige Studien mit der Frage nach der Existenz von Ertragsmyopie befassen³⁶¹. In den vorliegenden theoretischen Arbeiten der Managermyopie-Literatur wird

³⁶⁰ Vgl. insbesondere die in Abschnitt III.5.1 dargestellten Arbeiten der Kategorie „Analysen von Aufwendungen“.

³⁶¹ Zu nennen sind hier beispielsweise PAUWELS (2004) und ROYCHOWGHURY (2006).

Managermyopie meist allgemein beschrieben; konkrete Ausprägungsformen werden dort meist nicht dargestellt³⁶².

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es u. a., Indizien für die Beantwortung der Fragen nach der Existenz von sowohl Aufwendungs- als auch Ertragsmyopie zu liefern. Hieraus resultiert zunächst die Frage nach der Existenz von Aufwendungsmyopie in deutschen Unternehmen, welche als Fragestellung 1a formuliert wird:

FRAGESTELLUNG 1a: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen aufwendungsmyopisch?

In Abschnitt II.2.1 wurden verschiedene mögliche Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie dargestellt. Es handelt sich hierbei um die respektive Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, Werbung und Personalentwicklung sowie um einen Restbereich der sonstigen Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie. Vor diesem Hintergrund ist für die vorliegende Arbeit die Forschungsfrage von Interesse, in welchem Maße Aufwendungsmyopie in deutschen Unternehmen in verschiedenen Ausprägungsformen existiert. Diese wird in Form der Fragestellungen 1aa bis 1ae formuliert:

FRAGESTELLUNG 1aa: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch die Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung aufwendungsmyopisch?

FRAGESTELLUNG 1ab: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch die Unterlassung von Aufwendungen für Werbung aufwendungsmyopisch?

FRAGESTELLUNG 1ac: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch die Unterlassung von Aufwendungen für Personalentwicklung aufwendungsmyopisch?

³⁶² Vgl. allerdings Ausnahmen hiervon wie beispielsweise STEIN (1989), welcher auf S. 656 f. bestimmte Formen von sowohl Aufwendungs- als auch von Ertragsmyopie als mögliche Ausprägungsformen von Managermyopie beschreibt, in seinem Modell jedoch auf Managermyopie im Allgemeinen und nicht auf bestimmte Ausprägungsformen hiervon abstellt.

FRAGESTELLUNG 1ad: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch die Unterlassung von Aufwendungen für die Einstellung neuer Mitarbeiter aufwendungsmyopisch?

FRAGESTELLUNG 1ae: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch die Unterlassung von Aufwendungen für die Pflege von Kundenbeziehungen aufwendungsmyopisch?

Die Fragestellungen 1aa bis 1ac leiten sich hierbei aus den in den Abschnitten II.2.1.1 bis II.2.1.3 dargestellten möglichen Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie ab. Die Fragestellungen 1ad und 1ae leiten sich aus dem in Abschnitt II.2.1.4 dargestellten Restbereich der sonstigen Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie ab. Hierbei ist anzumerken, daß in den Pretests der durchgeführten Fragebogenaktion³⁶³ die Unterlassung von Aufwendungen für die Pflege von Kundenbeziehungen und die Einstellung neuer Mitarbeiter im Vergleich zu anderen Ausprägungsformen des Restbereiches relativ häufig genannt wurden. Diese Ausprägungsformen werden daher in den Fragestellungen 1ad und 1ae detailliert betrachtet.

Neben der Frage nach der Existenz von Aufwendungsmyopie und verschiedenen Ausprägungsformen hiervon stellt sich auch die Frage nach der Existenz von Ertragsmyopie. Diese wird als Fragestellung 1b formuliert:

FRAGESTELLUNG 1b: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen ertragsmyopisch?

In Abschnitt II.2.2 wurden verschiedene mögliche Ausprägungsformen von Ertragsmyopie dargestellt. Es handelt sich hierbei um Preiserhöhungen, Preissenkungen, Markenerweiterungen und die Nutzung neuer Distributionskanäle. Auch hier ist von Interesse, in welchem Maße Ertragsmyopie in deutschen Unternehmen in verschiedenen Ausprägungsformen existiert. Diese Forschungsfrage wird im Folgenden in Form der Fragestellungen 1ba bis 1bd formuliert:

³⁶³ Vgl. Abschnitt IV.2.2.3

FRAGESTELLUNG Iba: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch Preiserhöhungen ertragsmyopisch?

FRAGESTELLUNG Ibb: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch Preissenkungen ertragsmyopisch?

FRAGESTELLUNG Ibc: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch Markenerweiterungen ertragsmyopisch?

FRAGESTELLUNG Ibd: Verhalten sich Manager in deutschen Unternehmen durch die Nutzung neuer Distributionskanäle ertragsmyopisch?

1.1.2. Existenz von Kapitalmarktdruck auf deutsche Unternehmen

Der Begriff „Kapitalmarktdruck“ wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur uneinheitlich verwendet. Eine explizite Definition des Begriffes ist nicht bekannt, dennoch ist dieser in zahlreichen Arbeiten der Managermyopie-Literatur von zentraler Bedeutung³⁶⁴. Zu nennen ist hier insbesondere die Arbeit von STEIN (1989)³⁶⁵, welcher den Begriff nicht explizit definiert, aber als Beispiele für Kapitalmarktdruck die Wahrscheinlichkeit des Versuches einer feindlichen Unternehmensübernahme oder die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung angibt. Für die vorliegende Arbeit soll hierauf basierend Kapitalmarktdruck definiert werden als von aktuellen und potentiellen Kapitalgebern auf Manager direkt oder indirekt ausgeübter Druck, ein hohes aktuelles bilanzielles Ergebnis auf Kosten zukünftiger bilanzieller Ergebnisse darzustellen.

In zahlreichen Einzelfallberichten der Managermyopie-Literatur wird Kapitalmarktdruck als Ursache von Managermyopie beschrieben³⁶⁶. Aufbauend auf diesen Einzelfallberichten wurde Kapitalmarktdruck als Parameter in Modellen, welche das Phänomen Managermyopie untersuchten, verwendet. Hierbei ist wiederum insbesondere das Modell von STEIN (1989) zu nennen, in welchem Kapitalmarktdruck eine notwendige Voraussetzung für das Auftreten von Managermyopie darstellt.

³⁶⁴ Vgl. beispielsweise STEIN (1989) oder BHOJRAJ/LIBBY (2005).

³⁶⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden STEIN (1989) sowie die Darstellung des Modells von STEIN in Anhang 1.

³⁶⁶ Vgl. z. B. DRUCKER (1986), JACOBS (1991) oder PORTER (1992).

Gleichzeitig wurde Kapitalmarktdruck als Variable in empirischen Studien der Managermyopie-Literatur verwendet³⁶⁷. So führte in einem von BHOJRAJ und LIBBY durchgeführten Experiment unter 89 hochrangigen Managern von US-Unternehmen eine Erhöhung von Kapitalmarktdruck - operationalisiert durch eine fiktive bevorstehende Kapitalerhöhung - zu einer Erhöhung von Managermyopie. In einer weiteren empirischen Untersuchung, in welcher 23 Unternehmen der Luftfahrtindustrie analysiert wurden, beobachteten ZHANG und GIMENO, daß eine Erhöhung von Kapitalmarktdruck zu einer Veränderung des strategischen Verhaltens der betrachteten Unternehmen auf ihren Produktmärkten führte. Kapitalmarktdruck wurde hierbei durch die Differenz von durch Aktienanalysten geschätzten und „natürlichen“ bilanziellen Ergebnissen der betrachteten Unternehmen operationalisiert. Des Weiteren ist hier die Untersuchung von KLASSEN (1997) zu nennen, welcher für Unternehmen mit geringem Kapitalmarktdruck³⁶⁸ verringertes managermyopisches Verhalten³⁶⁹ feststellte.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß sowohl Einzelfallberichte als auch theoretische und empirische Studien der Managermyopie-Literatur existieren, welche Kapitalmarktdruck als Mitursache für Managermyopie ansehen. Vor diesem Hintergrund ist die Forschungsfrage von Interesse, ob in deutschen Unternehmen Kapitalmarktdruck existiert. Diese wird als Fragestellung 2 formuliert:

Fragestellung 2: Übt der Kapitalmarkt Druck auf deutsche Unternehmen aus, kurzfristig positive bilanzielle Ergebnisse auf Kosten langfristiger bilanzieller Ergebnisse darzustellen?

1.2. HYPOTHESEN

Im folgenden Abschnitt sollen die nach der getroffenen Definition als Hypothesen formulierbaren Forschungsfragen als solche formuliert werden. Hierbei soll zunächst

³⁶⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden BHOJRAJ/LIBBY (2005), ZHANG/GIMENO (2009) und KLASSEN (1997).

³⁶⁸ KLASSEN operationalisiert hohen Kapitalmarktdruck durch geringe „inside ownership concentration“, d. h. den Anteil der durch das Management gehaltenen Aktien an der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens.

³⁶⁹ KLASSEN untersucht Unternehmen, welche Unternehmensteile veräußerten. Er operationalisiert Managermyopie durch die Entscheidung, das Ergebnis dieser Veräußerung bilanziell anzusetzen und hierdurch das bilanzielle Ergebnis unter Inkaufnahme höherer Steuerzahlungen zu erhöhen.

eine Formulierung als Forschungshypothesen³⁷⁰ erfolgen. Da die Variable Kapitalmarktdruck in zahlreichen Arbeiten der Managermyopie-Literatur als zentrale Ursache für das Vorliegen von Managermyopie dargestellt wird³⁷¹, werden in den folgenden Abschnitten die Fragestellungen nach den Ursachen nicht nur von Managermyopie, sondern auch von Kapitalmarktdruck als Hypothesen formuliert. Diese Abschnitte sind hierbei nach den verschiedenen unabhängigen Variablen bzw. Faktoren³⁷² der jeweiligen Hypothesen unterteilt. Hierbei werden die Hypothesen 1 bis 9 als gerichtete und die Hypothesen 10 und 11 als ungerichtete Unterschiedshypothesen³⁷³ formuliert.

1.2.1. Kapitalmarktdruck

Wie bereits an anderer Stelle dargestellt ist festzustellen, daß sowohl Einzelfallberichte als auch theoretische und empirische Studien der Managermyopie-Literatur existieren, welche Kapitalmarktdruck als Mitursache für Managermyopie ansehen³⁷⁴.

Basierend auf diesen Einzelfallberichten, theoretischen Überlegungen und empirischen Aussagen kann vermutet werden, daß hoher Kapitalmarktdruck mit hoher Managermyopie einher geht. Diese Vermutung wird als Hypothese 1 formuliert:

HYPOTHESE 1: Deutsche Unternehmen, welche einem relativ hohen Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind, verhalten sich stärker managermyopisch als deutsche Unternehmen, welche einem relativ geringen Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind.

³⁷⁰ Vgl. zum Begriff der Forschungshypothese allgemein SEDLMEIER/RENKEWITZ (2008) S. 43 f. sowie BORTZ/DÖRING (2006), welche auf S. 492 ausführen: „Die Forschungshypothese formuliert mit Hilfe klar definierter theoretischer Konstrukte (anstelle von Alltagsbegriffen) Zusammenhänge, Unterschiede und Veränderungen in den interessierenden Populationen.“

³⁷¹ Vgl. Abschnitt IV.1.1.2.

³⁷² Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 531.

³⁷³ Vgl. zu Unterschiedshypothesen und ihrer Abgrenzung zu Zusammenhangshypothesen allgemein BORTZ/DÖRING (2006), S. 492.

³⁷⁴ Zu nennen ist hier insbesondere das bereits dargestellte Modell von STEIN (1989), in welchem Kapitalmarktdruck eine notwendige Bedingung für die Existenz von Managermyopie darstellt. Vgl. des Weiteren WEISSENBERGER (2007), welcher diesbezüglich auf S. 470 ausführt: „Stehen Unternehmen unter starkem Kapitalmarktdruck, kann daraus ein Anreiz für das Management entstehen, vor allem solche Maßnahmen zu ergreifen, die kurzfristige Erfolge generieren, auch wenn diese Maßnahmen langfristig ungünstig zu beurteilen sind.“

1.2.2. Berichtsfrequenz

Während in den USA börsennotierte Unternehmen bereits seit 1969 durch die SEC zur Erstellung von Quartalsberichten verpflichtet sind³⁷⁵, besteht eine solch einheitliche, von einer Regulierungsbehörde oder dem Gesetzgeber ausgehende Verpflichtung in Deutschland im Jahre 2011³⁷⁶ nicht. Nicht nur hier, sondern in der gesamten EU sowie einigen ostasiatischen Ländern fand in der ersten Dekade des dritten Jahrtausend eine Diskussion um die Einführung einer gesetzlich verpflichtenden Quartalsberichterstattung statt. Befürworter einer solchen Maßnahme sprechen häufig von den Vorteilen einer erhöhten Transparenz der Unternehmenssituation für die Anleger sowie einer größeren Aktualität der Daten des externen Rechnungswesens³⁷⁷.

Auf der anderen Seite haben auch Gegner der Quartalsberichterstattung mehrere Argumente aufgeführt. Hierzu gehören unter anderem die erhöhten Kosten einer solchen Berichterstattung sowie die Verminderung der Zuverlässigkeit der Rechnungslegung. Von besonderem Interesse ist hierbei jedoch, daß einige bedeutende Wirtschaftsführer und Interessenvertreter die Hypothese geäußert haben, daß eine höhere Berichtsfrequenz zu einer Erhöhung von Kapitalmarktdruck und Managermyopie führt.

So bemängelte beispielsweise der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank AG, Josef Ackermann, im Rahmen des Weltwirtschaftsforums in Davos 2003, daß "Quartalszahlen mit ein Grund für Fehlentscheidungen des Managements" seien³⁷⁸. Gleichzeitig sprachen Peter Montagnon, Head of Investment Affairs der Association of British Insurers, und Pierre Bollon, Generaldirektor der Association Française de la Gestion Financière, in einer gemeinsamen Erklärung von dem „Risiko, daß Quartalsberichterstattung Managermyopie fördere“³⁷⁹. Der in diesem Zusammenhang in der deutschen Presse am stärksten diskutierte Fall ist die Weigerung der Porsche AG gegenüber der Deutschen Börse AG, Quartalsberichte zu erstellen. Der damalige Vorstandsvorsitzende der Porsche AG, Wendelin Wiedeking, sprach hierbei u. a. von

³⁷⁵ Vgl. SEC (Hrsg.) (1969).

³⁷⁶ Vgl. ERNSTBERGER et al. (2011), S. 6.

³⁷⁷ Vgl. zu einer Zusammenfassung dieser Argumente HEALY/PALEPU (2001).

³⁷⁸ Vgl. ZSCHÄPITZ (2003).

³⁷⁹ Vgl. MEDHAV (2010).

der Gefahr, daß „man ein Unternehmen nur noch so steuert, daß die Quartalszahlen stimmen“³⁸⁰.

Diese anekdotischen Indizien wurden in der theoretischen und empirischen Managermyopie-Literatur in lediglich äußerst geringem Umfang aufgenommen. Eine hierzu vorliegende empirische Arbeit³⁸¹ ist die Studie von BHOJRAJ und LIBBY, welche in einem Experiment mit 89 hochrangigen Managern von US-amerikanischen Unternehmen u. a. die Auswirkungen einer Änderung der Berichtsfrequenz auf Managermyopie untersuchten³⁸². BHOJRAJ und LIBBY stellten fest, daß eine Erhöhung der Berichtsfrequenz das Ausmaß von Managermyopie in Abhängigkeit von den in dem Experiment verwendeten Szenarien erhöhte oder auch senkte und konstatierten: „Because of the natural smoothing resulting from longer reporting periods, we expect that, on average, more frequent disclosure will cause greater myopia in the presence of significant stock market pressure.“³⁸³ Dieses Ergebnis von BHOJRAJ und LIBBY wurde durch eine theoretische Arbeit von GIGLER et al.³⁸⁴ sowie eine empirische Arbeit von ERNSTBERGER et al.³⁸⁵ bestätigt.

Basierend auf dieser Schlußfolgerung sowie den vorliegenden Einzelfallberichten kann vermutet werden, daß eine hohe Berichtsfrequenz zu einem hohen Kapitalmarktdruck bzw. hoher Managermyopie führt. Diese Vermutung wird als Hypothesen 2 und 3 formuliert:

³⁸⁰ Vgl. HAWRANEK (2001).

³⁸¹ Vgl. RAHMAN et al. (2007) für eine weitere Arbeit, in welcher für singapurische Unternehmen der Zusammenhang zwischen Berichtsfrequenz und Ergebnismanagement untersucht wurde. Hierbei wurde allerdings nicht zwischen Ergebnismanagement durch die Ausnutzung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten im externen Rechnungswesen einerseits und Managermyopie andererseits unterschieden. Im Ergebnis wurde kein statistisch gesicherter Zusammenhang zwischen Berichtsfrequenz und Ergebnismanagement ermittelt.

³⁸² Vgl. BHOJRAJ/LIBBY (2005).

³⁸³ Vgl. ebenda, S. 17.

³⁸⁴ Vgl. GIGLER et al. (2009), welche auf S. 43 resümieren: „When the results of operations are reported too frequently... actions that produce large immediate (short-term) benefits become more attractive and actions that do not immediately produce such benefits but would ultimately create more value for the firm become less attractive.“

³⁸⁵ Vgl. ERNSTBERGER et al. (2011), welche auf S. 29 resümieren: „we hypothesize and find that, when falling behind on competitors in terms of operating income ..., firms reporting quarterly are likely to use more real earnings management compared to semi-annual reporters.“

HYPOTHESE 2: Deutsche Unternehmen mit einer relativ hohen Berichtsfrequenz sind einem höheren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt als deutsche Unternehmen mit einer relativ geringen Berichtsfrequenz.

HYPOTHESE 3: Deutsche Unternehmen mit einer relativ hohen Berichtsfrequenz verhalten sich stärker managermyopisch als deutsche Unternehmen mit einer relativ geringen Berichtsfrequenz.

1.2.3. Strategische Langfristinvestoren

SHILLER definiert Langfristinvestoren als „investors who can commit their money to an investment for ten full years.“³⁸⁶ Gleichzeitig definiert HELLMANN strategische Investoren als Investoren, welche Vermögensgegenstände im Eigentum halten, deren Wert durch die jeweilige Beteiligung beeinflusst wird³⁸⁷. Basierend auf diesen Definitionen werden strategische Langfristinvestoren im Folgenden definiert als Investoren mit einem Anlagehorizont von zehn und mehr Jahren, welche Vermögensgegenstände im Eigentum halten, deren Wert durch die jeweilige Beteiligung beeinflusst wird.

Eine kurzfristige Orientierung von Investoren wird sowohl in der anekdotischen als auch in der empirischen Managermyopie-Literatur als wichtige Ursache für das Entstehen sowohl von Kapitalmarktdruck als auch von Managermyopie angesehen.

Zu nennen sind an Einzelfallberichten hierzu neben RAPPAPORT³⁸⁸ insbesondere DRUCKER, welcher beklagte, daß „a pension fund manager has little choice but to focus on the very shortest term“³⁸⁹, und PORTER, welcher diesbezüglich ausführte: „The most basic weakness in the American system is transient ownership.“³⁹⁰

Diese anekdotischen Indizien wurden von BUSHEE in einer empirischen Untersuchung überprüft³⁹¹. BUSHEE gelangte zu der Schlußfolgerung, daß Unternehmen, deren

³⁸⁶ Vgl. SHILLER (2001), S. 12.

³⁸⁷ Vgl. HELLMANN (2002), S. 287.

³⁸⁸ Vgl. RAPPAPORT (2005), S. 66.

³⁸⁹ Vgl. DRUCKER (1986), S. 32.

³⁹⁰ Vgl. PORTER (1992), S. 81.

³⁹¹ Vgl. BUSHEE (1998).

Aktien hauptsächlich von geduldigen, d. h. Langfristinvestoren gehalten werden, ein deutlich geringeres Maß an Managermyopie als sonstige Unternehmen aufwiesen.

Basierend auf dieser Schlußfolgerung und den vorliegenden Einzelfallberichten kann vermutet werden, daß ein hoher Anteil von strategischen Langfristinvestoren am Eigenkapital - ceteris paribus - zu einem geringen Kapitalmarktdruck und zu geringer Managermyopie führt. Diese Vermutung wird als Hypothesen 4 und 5 formuliert:

HYPOTHESE 4: Deutsche Unternehmen mit einem relativ hohen Anteil strategischer Langfristinvestoren sind einem geringeren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt als deutsche Unternehmen mit einem relativ geringen Anteil strategischer Langfristinvestoren.

HYPOTHESE 5: Deutsche Unternehmen mit einem relativ hohen Anteil strategischer Langfristinvestoren verhalten sich weniger stark managermyopisch als deutsche Unternehmen mit einem relativ geringen Anteil strategischer Langfristinvestoren.

1.2.4. Fremdfinanzierung

Die Auswirkungen der Kapitalstruktur von Unternehmen auf das myopische Verhalten von Managern wurden in der Managermyopie-Literatur lediglich in geringem Umfang behandelt. Zu nennen ist diesbezüglich zum Einen ein im Jahr 2002 veröffentlichter Beitrag von NOLAN, in dem die Aufnahme von langfristigem Fremdkapital den Anreiz für Manager vermindert, den aktuellen Aktienkurs ihres Unternehmens zu erhöhen³⁹². Zum Anderen veröffentlichte EDMANS im Jahr 2010 ein Modell, in welchem eine Erhöhung der Fremdkapitalquote durch eine Erhöhung der Quote der sog. Blockholder am Eigenkapital Managermyopie reduziert³⁹³.

Die Schlußfolgerungen von NOLAN und EDMANS sollen in der vorliegenden Arbeit ebenso wie ein basierend auf den Arbeiten von NOLAN und EDMANS vermutbarer Zusammenhang zwischen hohem Kapitalmarktdruck und einer niedrigen Fremdkapitalquote empirisch überprüft werden. Diese Vermutungen werden im Folgenden als Hypothesen 6 und 7 formuliert:

³⁹² Vgl. NOLAN (2002) sowie Abschnitt III.4.

³⁹³ Vgl. EDMANS (2010a) sowie Abschnitt III.4.

HYPOTHESE 6: Deutsche Unternehmen mit einer relativ geringen Fremdkapitalquote sind einem höheren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt als deutsche Unternehmen mit einer relativ hohen Fremdkapitalquote.

HYPOTHESE 7: Deutsche Unternehmen mit einer relativ geringen Fremdkapitalquote verhalten sich stärker managermyopisch als deutsche Unternehmen mit einer relativ hohen Fremdkapitalquote.

1.2.5. Unternehmensgröße

Eine weitere Eigenschaft von Unternehmen mit potentiellen Auswirkungen auf Kapitalmarktdruck und das myopische Verhalten von Managern ist die Unternehmensgröße. Hierbei sprechen verschiedene Faktoren für einen negativen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Managermyopie³⁹⁴.

So stellt die Größe eines Unternehmens ein Indiz für die Menge der über dieses Unternehmen verfügbaren Informationen³⁹⁵ dar³⁹⁶. Hieraus kann geschlossen werden, daß Informationsasymmetrien zwischen Managern und Kapitalgebern mit zunehmender Unternehmensgröße sinken. Gleichzeitig stellen jedoch Informationsasymmetrien in zahlreichen theoretischen Arbeiten der Managermyopie-Literatur eine notwendige Voraussetzung für die Existenz von Managermyopie dar³⁹⁷. Hieraus folgernd kann die Vermutung aufgestellt werden, daß für das Management von größeren im Vergleich zu kleineren Unternehmen geringere Möglichkeiten bestehen, durch Managermyopie den Aktienkurs ihres Unternehmens zu erhöhen.

³⁹⁴ Vgl. hierzu und im Folgenden BUSHEE (1998), S. 315.

³⁹⁵ Vgl. BUSHEE (1998), S. 315, der in diesem Zusammenhang von einem „richer information environment“ spricht.

³⁹⁶ Vgl. hierzu BROWN et al. (1987), welche in einer empirischen Untersuchung von Analysten prognostizierte Unternehmensgewinne mit sich aus Zeitreihenanalysen ergebenden Gewinnprognosen verglichen und eine Überlegenheit von Analystenprognosen feststellten, welche mit der Größe der untersuchten Unternehmen signifikant zunahm. Vgl. des Weiteren zu einer weiterführenden Untersuchung WIEDMAN (1996).

³⁹⁷ Vgl. insbesondere NARAYANAN (1985b), MILLER/ROCK (1985), STEIN (1988) und STEIN (1989).

Gleichzeitig bedienen sich größere im Vergleich zu kleineren Unternehmen in einem höheren Masse liquider Mittel zur Erfüllung ihrer finanziellen Ziele³⁹⁸. Die Größe eines Unternehmens stellt daher auch ein Indiz für die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätsgpässen und damit ebenso der Notwendigkeit von Kapitalmaßnahmen dar. Eine hohe Wahrscheinlichkeit der Notwendigkeit von Kapitalmaßnahmen ist wiederum im Modell von STEIN (1989) einer von mehreren Auslösern für Managermyopie.

Die an dieser Stelle aufgestellten theoretischen Überlegungen sollen im weiteren Verlauf ebenso wie ein gleichfalls vermutbarer Unterschied zwischen großen und kleinen Unternehmen in Hinblick auf den Kapitalmarktdruck, welchem sie ausgesetzt sind, empirisch überprüft werden. Sie werden daher als Hypothesen 8 und 9 formuliert:

HYPOTHESE 8: Relativ kleine deutsche Unternehmen sind einem höheren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt als relativ große deutsche Unternehmen.

HYPOTHESE 9: Relativ kleine deutsche Unternehmen verhalten sich stärker managermyopisch als relativ große deutsche Unternehmen.

1.2.6. Industriezugehörigkeit

Eine verbreitete Klassifikation von Unternehmen wird nach der Zugehörigkeit zu verschiedenen Industrien vorgenommen. Auch die Industriezugehörigkeit stellt eine Eigenschaft von Unternehmen dar, welche potentiell den auf sie ausgeübten Kapitalmarktdruck und die in ihnen praktizierte Managermyopie beeinflussen kann.

Die Vermutung, daß Unternehmen verschiedener Industrien sich bezüglich ihres Maßes an Managermyopie unterscheiden, wurde u. a. von LI und DAI geäußert. Diese führten aus³⁹⁹: „It is likely that corporate myopia varies from industry to industry as the merger and acquisition (M&A) activities, shareholder mixtures, and investment returns vary.“⁴⁰⁰ Diese Vermutung wird ebenso wie ein gleichfalls vermutbarer Unterschied

³⁹⁸ Vgl. JALILVAND/HARRIS (1984), welche in einer empirischen Untersuchung auf S. 141 Hinweise für die Vermutung fanden, daß „larger firms tend to make more use of liquid assets in meeting financial needs.“

³⁹⁹ Vgl. LI/DAI (2010), S. 27.

⁴⁰⁰ Vgl. des weitem LAVERTY (2004), welcher hierzu auf S. 960 ausführt: „Understanding whether firms undervalue the long term will require studies across ... industries.“

zwischen dem Kapitalmarktdruck in verschiedenen Industrien im Folgenden als Hypothesen 10 und 11 formuliert:

HYPOTHESE 10: Deutsche Unternehmen verschiedener Industrien sind einem unterschiedlich hohen Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt.

HYPOTHESE 11: Deutsche Unternehmen verschiedener Industrien verhalten sich unterschiedlich stark managermyopisch.

2. DURCHFÜHRUNG DER UNTERSUCHUNG

Im folgenden Abschnitt soll das Vorgehen der durchgeführten Fragebogenaktion sowie der durchgeführten Interviewserie begründet und dargestellt werden. Darüber hinaus sollen die in den Fragestellungen und Hypothesen verwendeten Variablen operationalisiert werden.

2.1. METHODE DER DATENERHEBUNG

2.1.1. Begründung der Methode der Datenerhebung

Generell bieten sich bei der Durchführung einer empirischen Studie mit der Zielsetzung der Erforschung des Phänomens Managermyopie verschiedene Methoden der Datenerhebung an. Diese Methoden lassen sich allgemein in zwei Gruppen unterteilen⁴⁰¹.

So besteht zum Einen die Möglichkeit, anhand einer Analyse historischer Daten⁴⁰² wie beispielsweise von Aktienkursen⁴⁰³, Daten der Bilanz und der GuV⁴⁰⁴, der Zusammensetzung der Kapitalgeber eines Unternehmens⁴⁰⁵ oder bestimmter Ereignisse mit

⁴⁰¹ Vgl. so auch GRAHAM et al. (2005), S. 7. Es bestehen darüber hinaus Möglichkeiten, beide Untersuchungsformen zu kombinieren.

⁴⁰² Vgl. GRAHAM et al. (2005), die diesbezüglich auf S. 7 von „archival research“ sprechen.

⁴⁰³ Vgl. z. B. MORCK et al. (1990) oder CHAN et al. (1990).

⁴⁰⁴ Vgl. z. B. HANSEN/HILL (1991), GRABER (2003) oder HOLDEN/LUNDSTRUM (2009).

⁴⁰⁵ Vgl. z. B. BUSHEE (1998), BUSHEE (2001) oder WAHAL/MCCONNELL (2000).

besonderer Bedeutung für ein Unternehmen⁴⁰⁶ Rückschlüsse auf die Existenz von und die Gründe für Managermyopie zu ziehen⁴⁰⁷.

Zum Anderen können durch eine Befragung von Mitarbeitern der untersuchten Unternehmen Hinweise zur Erforschung des Phänomens Managermyopie gewonnen werden⁴⁰⁸. Hierbei sind sowohl qualitative als auch quantitative⁴⁰⁹ Methoden der Datenerhebung denkbar. Solche Befragungen können als rein qualitative⁴¹⁰ bzw. kombiniert qualitative und quantitative⁴¹¹ oder rein quantitative Interviews, schriftliche Experimente⁴¹², quantitative Fragebogenumfragen⁴¹³ sowie eine Kombination aus quantitativer Fragebogenumfrage und ergänzenden qualitativen Interviews ausgeführt werden⁴¹⁴.

Bei einer Analyse historischer Daten besteht allgemein auf Grund der meist großen Menge an verfügbaren Daten eine hohe statistische Aussagekraft⁴¹⁵. Allerdings kann die Entscheidung für diese Methode der Datenerhebung bestimmte Nachteile mit sich bringen.

So bestehen insbesondere - wie bereits diskutiert⁴¹⁶ - massive Schwierigkeiten,

⁴⁰⁶ Vgl. zu diesen sogenannten Event-Studies allgemein Campbell et al. (1997), S. 151 ff. Vgl. zu Beispielen für Event-Studies der Managermyopie-Literatur z. B. WOOLRIDGE/SNOW (1990) oder MEULBROEK et al. (1990).

⁴⁰⁷ Vgl. hierzu die Darstellung von empirischen Untersuchungen der Managermyopie-Literatur, welche den Kategorien „Analysen von Aufwendungen“ und „Analysen von Kapitalaufnahmen“ zuzuordnen sind, in den Abschnitten II.5.1. und II.5.2.

⁴⁰⁸ Vgl. hierzu die Darstellung von empirischen Untersuchungen der Managermyopie-Literatur, welche der Kategorie „Umfragen und Experimente“ zuzuordnen sind, in Abschnitt II.5.3.

⁴⁰⁹ Vgl. hierzu BORTZ/DÖRING (2006), welche auf S. 296 einen wesentlichen Unterschied zwischen quantitativer und qualitativer Datenerhebung herausstellen: „Während in der qualitativen Forschung Erfahrungsrealität zunächst verbalisiert wird, wird sie im quantitativen Ansatz numerisch beschrieben.“

⁴¹⁰ Vgl. z. B. MORONE/PAULSON (1991).

⁴¹¹ Vgl. z. B. BAKER (1998).

⁴¹² Vgl. z. B. BHOJRAJ/LIBBY (2005).

⁴¹³ Vgl. z. B. DEMIRAG (1995a), POTERBA/SUMMERS (1995), SEGELOD (2000) oder MARSTON/CRAVEN (1998).

⁴¹⁴ Vgl. z. B. GRAHAM et al. (2005), DEMIRAG (1995b) und DEMIRAG (1998).

⁴¹⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden GRAHAM et al. (2005), S. 7 ff.

⁴¹⁶ Vgl. Abschnitt III.5.1.

Managermyopie mit Hilfe historischer Daten zu messen⁴¹⁷. Darüber hinaus besteht bei einer Analyse von Jahresabschlußdaten das Problem, daß die Entscheidungen von Managern lediglich mittelbar in diesen reflektiert werden, da diese Daten durch die Entscheidungen von Wirtschaftsprüfern und sonstigen Beteiligten des Rechnungslegungsprozesses gefiltert werden. Hierdurch wird die Aussagekraft solcher Daten in Bezug auf Managermyopie weiter vermindert.

Im Gegensatz hierzu bietet eine Befragung von Entscheidungsträgern in Unternehmen die Möglichkeit, direkte Fragen zu bestimmten Entscheidungen und die diesen zu Grunde liegende Motivation zu stellen. In den Augen des Verfassers resultiert hieraus eine gegenüber Untersuchungen durch Analysen historischer Daten erhöhte Validität und empirische Aussagekraft. Darüber hinaus liefert das Format der Befragung - insbesondere bei einer Kombination aus quantitativer Fragebogenumfrage und qualitativen Interviews - potentiell eine integrierte Sicht auf unternehmerische Entscheidungen in Bezug auf Managermyopie, während eine Analyse historischer Daten meist in lediglich einer einzigen Erklärung für einen bestimmten Sachverhalt mündet.

Aus diesen Gründen wurden die Daten der vorliegenden Untersuchung auf dem Wege einer Befragung von Unternehmensverantwortlichen erhoben. Hierbei wurde eine quantitative, postalische Fragebogenumfrage unter den Finanzvorständen deutscher börsennotierter Unternehmen durchgeführt.

Zur Erhöhung des Informationsgehalts der Ergebnisse dieser Fragebogenumfrage wurde darüber hinaus eine Serie von qualitativen, teilstrukturierten⁴¹⁸ Interviews mit leitenden Angestellten deutscher börsennotierter Unternehmen durchgeführt. Dies geschah vor dem Hintergrund, daß Interviews generell in der Literatur zur sozialwissenschaftlichen

⁴¹⁷ Vgl. zu diesen Schwierigkeiten LAVERTY (1993), STEIN (1988), S. 77, STEIN (2001), S. 30, und insbesondere STEIN (1989), welcher auf S. 663 ausführt: „testing for myopia may be quite difficult. The existence of many important types of myopic behaviour cannot be empirically refuted using accounting data in a conventional fashion. Indeed, it is precisely those investments that are most easily and accurately summarized on an accounting statement - e. g., expenditures on plant and equipment - which are least likely to be sacrificed in the quest for higher stock prices.“

⁴¹⁸ Generell besteht die Auswahl zwischen un-, teil- und vollstrukturierten Interviews. Vgl. zu teilstrukturierten Interviews allgemein BORTZ/DÖRING (2006), welche hierzu auf S. 239 ausführen: „Charakteristisch für diese Untersuchungsform ist ein Interview-Leitfaden, der dem Interviewer mehr oder weniger verbindlich die Art und die Inhalte des Gesprächs vorschreibt.“ Da im vorliegenden Fall den Befragten eine gewisse Variabilität in den Antworten eingeräumt werden sollte und die Interviews bzgl. ihrer Dauer stark limitiert waren, wurden die Interviews teilstrukturiert durchgeführt.

Forschung als geeignetes Mittel zur Interpretation der Ergebnisse einer vorangestellten quantitativen Umfrage angesehen werden⁴¹⁹. Gleichzeitig wird dort die Analyse von sehr ähnlichen Fragen in unterschiedlichen Formen des Forschungsaufbaus als Mittel zur Überprüfung der Zuverlässigkeit der verwendeten Meßinstrumente betrachtet. Die Frage nach der Motivation hinter den gegebenen Antworten wird hierbei oft als Mittel zur Überprüfung der Validität einer Messung angesehen⁴²⁰. Generell gelten Messungen durch Interviews als sehr valide⁴²¹.

Der gewählte Ansatz einer Befragung führt allerdings auch potentielle Limitationen mit sich. Es besteht insbesondere die Gefahr potentieller Verzerrungen der Stichprobe bzw. der Inferenzpopulation. Diese möglichen Verzerrungen werden im Folgenden in Abschnitt IV.3.2. diskutiert.

2.1.2. Einordnung des gewählten Untersuchungsdesigns

Empirische Untersuchungen können in Bezug auf die Art ihres wissenschaftlichen Beitrages in drei Kategorien unterteilt werden⁴²². So werden erstens in relativ unerforschten Untersuchungsbereichen sogenannte explorative, d. h. hypothesenerkundende Untersuchungen durchgeführt, um erste Hypothesen formulieren zu können. Zweitens werden in Forschungsgebieten, in denen die Theoriebildung bereits relativ weit voran geschritten ist, sogenannte explanative, d. h. hypothesenprüfende Untersuchungen durchgeführt, um die Beziehungen zwischen verschiedenen Variablen zu erkunden. Schlußendlich werden in Gebieten, in denen es nicht möglich oder sinnvoll ist, bestimmte Effekte im Vorfeld mit guter Gewißheit zu postulieren, sogenannte deskriptive, d. h. populationsbeschreibende Analysen angefertigt, um Populationen hinsichtlich ausgewählter Merkmale zu beschreiben.

Innerhalb dieser Systematik ist die vorliegende Arbeit als Kombination aus explanativer und deskriptiver Untersuchung anzusehen⁴²³. So werden zum Einen explanativ

⁴¹⁹ Vgl. HAKIM (2000), S. 41.

⁴²⁰ Vgl. DE VAUS (1996), S. 54 ff.

⁴²¹ Vgl. HAKIM (2000), S. 36.

⁴²² Vgl. hierzu und im Folgenden BORTZ/DÖRING (2006), S. 50 ff.

⁴²³ Vgl. VAN DER STEDE et al. (2007), welche die Zielsetzungen von Umfragen, die im Rahmen von empirischen Studien aus dem Bereich der Accounting-Literatur durchgeführt wurden, untersuchten und auf S. 447 konstatieren: "Survey research can be used for two main purposes: description and explanation."

Aussagen überprüft, die einen Zusammenhang zwischen mindestens zwei Variablen postulieren, mithin wissenschaftliche Hypothesen darstellen. Zum Anderen werden deskriptiv universelle Es-gibt-Sätze analysiert, die Fragestellungen darstellen, welche nicht als wissenschaftliche Hypothesen formuliert werden können⁴²⁴. Da die Theoriebildung innerhalb der Managermyopie-Literatur bereits relativ weit fortgeschritten ist, und insbesondere theoretische Arbeiten mit einem hohen wissenschaftlichen Beitrag existieren⁴²⁵, wurde für die vorliegende Arbeit auf die explorative Erforschung von Hypothesen weitgehend verzichtet⁴²⁶.

Des Weiteren können Untersuchungen nach der Art der Versuchsanordnung in experimentelle, quasi-experimentelle und nichtexperimentelle Studien unterteilt werden. Experimentell werden Studien genannt, bei denen Untersuchungsobjekte per Zufall in Gruppen eingeteilt werden⁴²⁷. Quasi-experimentell sind Studien, deren Versuchsanordnung mit einem Experiment bis auf die sog. Stimuli-Kontrolle durch die Wissenschaftler vergleichbar ist⁴²⁸. Nichtexperimentell sind im Gegensatz hierzu Studien, bei denen unabhängige und abhängige Variablen in einem Datenerhebungsprozeß gemessen werden, man spricht hier auch von einer Ex-post-facto-Anordnung. Die vorliegende Untersuchung verzichtet auf eine experimentelle oder quasi-experimentelle Versuchsanordnung. Sie zählt daher zu den nichtexperimentellen Studien.

Nichtexperimentelle Untersuchungen werden darüber hinaus in Längs- und Querschnittstudien unterschieden. Bei Längsschnittstudien erfolgt die Erhebung von Daten zeitlich versetzt, d. h. mehrmals zu unterschiedlichen Zeitpunkten⁴²⁹, während bei einer Querschnittstudie die Datenerhebung zu einem einzigen Zeitpunkt erfolgt. Innerhalb dieser Kategorien ist die vorliegende Arbeit, deren Daten zu lediglich einem Zeitpunkt erhoben wurden, als Querschnittstudie einzustufen⁴³⁰.

⁴²⁴ Vgl. zu dem Unterschied zwischen Fragestellungen und Hypothesen Abschnitt IV.1.1.

⁴²⁵ Vgl. hierzu Abschnitt III.6.1.

⁴²⁶ Vgl. allerdings zu den Empfehlungen für weiter gehende Forschung Abschnitt VI.6.

⁴²⁷ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 54.

⁴²⁸ Vgl. hierzu und im Folgenden SCHNELL et al. (1999), S. 219.

⁴²⁹ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 519.

⁴³⁰ Dieses Vorgehen ist in Fragebogenumfragen der empirischen Accounting-Literatur üblich. Vgl. hierzu VAN DER STEDE et al. (2007), welche eine Metaanalyse von 130 solchen Fragebogenumfragen durchführten und einen Anteil der Querschnittstudien von 98% berichten.

Schlußendlich lassen sich solche Querschnittstudien nach dem verwendeten Auswahlverfahren in Voll- und Teilerhebungen unterteilen⁴³¹, wobei in einer Vollerhebung alle Elemente einer Grundgesamtheit erhoben werden, während in einer Teilerhebung lediglich eine Teilmenge der Grundgesamtheit untersucht wird. Da in der vorliegenden Untersuchung auf die Ziehung einer Stichprobe verzichtet wurde⁴³², ist diese innerhalb dieser Systematik als Vollerhebung einzuordnen.

2.2. DURCHFÜHRUNG DER FRAGEBOGENUMFRAGE

2.2.1. Untersuchungsobjekte, angestrebte Grundgesamtheit und Beobachtungsobjekte

In den empirischen Sozialwissenschaften werden Untersuchungsobjekte betrachtet. Es handelt sich hierbei um Personen oder Gruppen von Personen, bzgl. derer Aussagen getroffen werden sollen⁴³³. In der englischsprachigen Literatur werden Untersuchungsobjekte als „units of analysis“ bezeichnet. Hiervon zu unterscheiden sind die sogenannten „units of observation“, an denen die Ausprägungen bestimmter Variablen gemessen werden⁴³⁴. Diese sollen im Folgenden als Beobachtungsobjekte bezeichnet werden. Im folgenden Abschnitt soll die Auswahl der Untersuchungs- und Beobachtungsobjekte der vorliegenden Arbeit kurz dargestellt werden.

Die der vorliegenden Arbeit zu Grunde liegenden Fragestellungen und Hypothesen beziehen sich auf die Frage nach der Existenz von und den Gründen für Managermyopie in deutschen Unternehmen. Als Konsequenz hieraus sind die hier betrachteten Untersuchungsobjekte deutsche Unternehmen. Als solche werden im Folgenden Unternehmen betrachtet, deren Hauptniederlassung sich im Gebiet der Bundesrepublik

⁴³¹ Vgl. zu den grundsätzlichen Unterschieden zwischen beiden Untersuchungsformen ausführlichst SCHNELL et al. (1999), S. 249 f.

⁴³² Vgl. zu diesem in der empirischen Accounting-Literatur nicht unüblichem Vorgehen VAN DER STEDE et al. (2007), welche 130 empirische Untersuchungen der Accounting-Literatur, in welchen postalische Fragebögen verwendet wurden, analysierten und bezogen auf diesen Punkt konstatierten: „In management accounting, survey researchers often do not have the luxury of obtaining a sampling frame and developing a probability-sampling plan... Most surveys seem to have been mailed out to the entire survey population.“

⁴³³ Vgl. SCHNELL et al. (1999), S. 247. Vgl. des Weiteren BREWER/HUNTER (2005), welche auf S. 88 Untersuchungsobjekte bezeichnen als „those entities about which we collect data and about which we want to generalize and make inferences“.

⁴³⁴ Vgl. BREWER/HUNTER (2005), welche auf S. 88 „units of observation“ als „those units from which data are collected“ definieren. Dem Autor ist keine in der Wissenschaft verwendete deutsche Übersetzung des Terms „units of observation“ bekannt.

Deutschland befindet. In der gewählten Definition stellt Managermyopie aktienkursmotivierte Entscheidungen zu Underinvestment in nicht bilanzierungsfähige Wirtschaftsgüter dar⁴³⁵. Managermyopie ist also lediglich in börsennotierten Unternehmen theoretisch möglich. Die Untersuchungsobjekte der vorliegenden Studie sollen daher deutsche, börsennotierte Unternehmen sein. Die angestrebte Grundgesamtheit aller Untersuchungsobjekte oder „target population“ der durchgeführten Fragebogenumfrage, d. h. die Menge der Objekte, für die eine Aussage beabsichtigt ist⁴³⁶, stellen daher sämtliche deutschen börsennotierten Unternehmen dar.

Im Rahmen des gewählten Untersuchungsdesigns sind die Untersuchungsobjekte selber keine potentiellen Beobachtungsobjekte, da Unternehmen selbst nicht befragt werden können. Es stellt sich also die Frage nach den geeigneten Ansprechpartnern in den untersuchten Unternehmen. Diese Frage wurde durch die Festlegung des jeweiligen Finanzvorstandes (CFO) als Beobachtungsobjekt gelöst. Hintergrund dieser Entscheidung ist die Tatsache, daß das durch Managermyopie potentiell beeinflusste bilanzielle Ergebnis in vielen Unternehmen im Verantwortungsbereich des CFO liegt⁴³⁷. Gleichzeitig besitzen in den Augen des Verfassers die Angaben eines hochrangigen Unternehmensvertreters im Vergleich zu den Angaben nicht leitender Mitarbeiter eine erhöhte Aussagekraft⁴³⁸.

2.2.2. Auswahlgesamtheit

Die vorliegende Studie wurde durch die Deutsche Börse AG als Praxispartner u. a. durch die Lieferung einer Datei mit den Adressen der CFOs von 682 an der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten Unternehmen unterstützt⁴³⁹. Diese Datei basiert auf einer Liste der CFOs der im Jahr 2001 im CDAX aufgeführten Unternehmen. Bei diesem

⁴³⁵ Vgl. Abschnitt II.1.

⁴³⁶ Vgl. SCHNELL et al. (1999), S. 253 und SCHNELL (1991), S. 106.

⁴³⁷ Vgl. hierzu BERTRAND/SCHOAR (2003), welche in einer empirischen Analyse von Unternehmensdaten und persönlichen Daten von Managern zu dem Schluß kommen, daß „Different types of managers matter for different decisions; e.g., CFOs matter more for financial decisions.“

⁴³⁸ Die Auswahl von Finanzvorständen als Beobachtungsobjekte ist in der empirischen Managermyopie-Literatur nicht unüblich. Vgl. zu beispielhaften Arbeiten GRAHAM et al. (2005), DEMIRAG (1995a), GRINYER et al. (1998) und MARSTON/CRAVEN (1998).

⁴³⁹ An dieser Stelle sei der Deutschen Börse AG und insbesondere Herrn Alexander von Preysing als Ansprechpartner für ihre Unterstützung recht herzlich gedankt.

handelt es sich um einen Index der deutschen Börse AG, welcher sämtliche deutsche Unternehmen des sog. Prime Standards und des sog. General Standards umfaßt⁴⁴⁰.

Die Adresdaten wurden um die Adressen der CFOs ausländischer sowie im September 2004 nicht mehr börsennotierter oder existenter Unternehmen bereinigt. Schlußendlich wurden die Adressen der Datenbank mit Hilfe des Informationssystems BLOOMBERG und mittels Internetrecherche validiert, überprüft und ggf. aktualisiert. Es verblieb eine Datei mit den Namen und Adressen von 629 CFOs deutscher börsennotierter Unternehmen, welche im weiteren Verlauf der Fragebogenumfrage verwendet wurde.

Bei der Menge der in dieser Datei aufgeführten Unternehmen handelt es sich um die Auswahlgesamtheit oder „frame population“ der Untersuchung, d. h. alle Elemente, die prinzipiell die Chance haben, im Rahmen der Untersuchung betrachtet zu werden⁴⁴¹.

2.2.3. Fragebogenentwicklung

Eine erste Version eines Fragebogens wurde durch den Autor basierend auf den in Abschnitt IV.1 abgeleiteten Forschungsfragen und wissenschaftlichen Hypothesen erstellt. Diese Version wurde mit Wissenschaftlern der Fachrichtungen Wirtschaftswissenschaften und Statistik⁴⁴² besprochen und basierend auf deren Anmerkungen modifiziert. Das modifizierte Dokument umfaßte vier Fragen zu den Bereichen Managermyopie und Quartalsberichterstattung sowie sieben Fragen zum Unternehmen bzw. zur Person des Interviewpartners.

Diese modifizierte Version des Fragebogens wurde in einer Reihe von Pretests, welche in den Monaten Juli und August des Jahres 2004 durchgeführt wurden, überprüft⁴⁴³. Insgesamt wurden im Rahmen dieser Pretests sieben Interviews durchgeführt. Ziel der

⁴⁴⁰ Vgl. hierzu DEUTSCHE BÖRSE (Hrsg.) (2009), wo auf S. 10 ausgeführt wird: „CDAX mißt die Entwicklung des gesamten deutschen Aktienmarktes und eignet sich somit gut zu Analysezwecken.“

⁴⁴¹ Zur Analyse der sich aus dem Unterschied von angestrebter Grundgesamtheit und Auswahlgesamtheit ergebenden Verzerrung, dem sog. Coverage-Bias, vgl. Abschnitt IV.3.2.1.

⁴⁴² An dieser Stelle sei Herrn Prof. Dr. Arnis Vilks (Handelshochschule Leipzig), Herrn Prof. Dr. Andreas Walter (Universität Gießen), Herrn Dr. Alexander Sonntag und Herrn Prof. Dr. Helmut Küchenhoff (Statistisches Beratungslabor des Instituts für Statistik der Ludwigs-Maximilians-Universität München) für ihre Kommentare und Anregungen gedankt.

⁴⁴³ Vgl. zur Notwendigkeit von Pretests SCHNELL et al. (1999), welche auf S. 324 postulieren: „Da es keine Theorie der Befragung gibt, aus der alle Details der Konstruktion eines Fragebogens ableitbar sind, muß jeder Fragebogen vor Beginn der eigentlichen Datenerhebung in einem Pretest empirisch getestet werden.“

Pretest-Interviews war eine Verbesserung des Fragebogens zur Erhöhung des Verständnisses der Fragen durch die Befragten sowie zur Erhöhung der Rücklaufquote der geplanten Fragebogenumfrage.

Generell wird in der Methodenlehre der empirischen Sozialwissenschaft gefordert, daß die Teilnehmer von Pretest-Interviews aus der Zielpopulation einer geplanten Fragebogenumfrage stammen⁴⁴⁴. Basierend auf dieser Vorgabe wurden fünf Interviews mit Finanzvorständen geführt; darüber hinaus wurde je ein Interview mit einem Assistenten des Finanzvorstandes und einem Head of Investor Relations geführt. Sämtliche Interviewpartner waren Angestellte deutscher börsennotierter Unternehmen. Bei der Auswahl dieser Unternehmen wurde auf eine ausgewogene Verteilung bezüglich ihrer Größe geachtet; ihre Marktkapitalisierung betrug zum Stand 25.06.2004 zwischen 17 Mio. € und 10,3 Mrd. € und lag im Durchschnitt bei 2,3 Mrd. €⁴⁴⁵. Sechs der Interviews wurden persönlich und ein Gespräch telefonisch geführt.

Basierend auf den Anmerkungen der Teilnehmer der Pretest-Interviews wurde der Fragebogen modifiziert und erweitert. Das finale Dokument umfaßt sechs Fragen zu den Bereichen Managermyopie und Quartalsberichterstattung sowie sechs Fragen zum Unternehmen auf insgesamt zwei Seiten und findet sich in Anhang 2.

2.2.4. Versendung und Rücklauf der Fragebögen, Inferenzpopulation

Die Fragebögen wurden im September 2004 auf dem Postweg an die 629 CFOs der Unternehmen der Auswahlgesamtheit versandt. Zur Erhöhung der Rücklaufquote wurde den Fragebögen jeweils ein Begleitschreiben der deutschen Börse AG sowie des Lehrstuhls für Mikroökonomie der Handelshochschule Leipzig, ein Rückumschlag und eine Postkarte zur Anforderung einer Zusammenfassung der Ergebnisse der Umfrage⁴⁴⁶ beigelegt⁴⁴⁷. Das Begleitschreiben der deutschen Börse AG findet sich in Anhang 3.

⁴⁴⁴ Vgl. SCHNELL et al. (1999), S. 325.

⁴⁴⁵ Zum Stichtag 25.06.2004 lag der Streubesitzanteil der Unternehmen zwischen 24 und 100 Prozent und betrug im Durchschnitt 72 Prozent

⁴⁴⁶ Diese Postkarten wurden zur Sicherung der Anonymität der Untersuchungsteilnehmer beigelegt. Den hieran interessierten Untersuchungsteilnehmer wurde im Dezember 2004 eine Kurzzusammenfassung der Ergebnisse der Fragebogenumfrage übersandt.

⁴⁴⁷ An dieser Stelle sei Frau Beate Kanheissner (Lehrstuhl für Mikroökonomie der Handelshochschule Leipzig) recht herzlich für ihre Unterstützung bei der Versendung der Fragebögen gedankt.

Zur Erhöhung der Rücklaufquote wurde im Oktober 2004 eine telefonische Nachfassaktion durchgeführt.

Insgesamt wurden 130 Fragebögen ausgefüllt zurückgesandt. Dies entspricht einer Rücklaufquote von insgesamt 21%. Diese Rücklaufquote ist in Anbetracht der Tatsache, daß es sich bei den Befragten um leitende Angestellte handelte, als hoch einzustufen. Zum Vergleich sei die Untersuchung von GRAHAM et al. genannt, welche bei einer ähnlichen Befragung US-amerikanischer CFOs eine Rücklaufquote von 10% erzielten⁴⁴⁸. Des Weiteren sind für die USA die Arbeiten von TRAHAN und GITMAN⁴⁴⁹ sowie von GRAHAM und HARVEY⁴⁵⁰ und BRAV et al.⁴⁵¹ zu nennen, welche bei schriftlichen Befragungen US-amerikanischer CFOs Rücklaufquoten von 12%, 9% bzw. 16% erzielten. In Deutschland erzielte KASCH bei einer postalischen Befragung der CFOs deutscher börsennotierter Unternehmen eine Rücklaufquote von 9%⁴⁵².

Die insgesamt 130 ausgefüllt zurückgesendeten Fragebögen stellen die sogenannte Inferenzpopulation der vorliegenden Untersuchung dar. Es handelt sich hierbei um diejenige Menge an Untersuchungsobjekten, aus deren Betrachtung Rückschlüsse auf die angestrebte Grundgesamtheit gezogen werden sollen. Gemäß den Ausführungen von SCHNELL et al. besteht die Inferenzpopulation aus den Elementen bzw. Personen der Auswahlgesamtheit, „die während des Untersuchungszeitraums hätten erreicht werden können und sich zu einer Teilnahme an der Befragung entschlossen hätten“⁴⁵³.

⁴⁴⁸ Vgl. GRAHAM et al. (2005), S. 10.

⁴⁴⁹ Vgl. TRAHAN/GITMAN (1995), S. 75.

⁴⁵⁰ Vgl. GRAHAM/HARVEY (2001), S. 191.

⁴⁵¹ Vgl. BRAV et al. (2005), S. 524.

⁴⁵² Vgl. KASCH (2008), S. 152.

⁴⁵³ Vgl. SCHNELL et al. (1999), S. 253 ff., welche dort des Weiteren bezogen auf Teilerhebungen die Inferenzpopulation konzeptuell als die Grundgesamtheit definieren, über die auf Basis einer vorliegenden Stichprobe tatsächlich Aussagen gemacht werden können. Vgl. des Weiteren GROVES (2004), welcher auf S. 83 die Inferenzpopulation einer Teilerhebung bezeichnet als „the set of people who, if they were selected for the survey, would be respondents“.

2.3. DURCHFÜHRUNG DER INTERVIEWSERIE

Zusätzlich zu der durchgeführten Fragebogenumfrage wurde aufbauend auf dieser in den Jahren 2004 und 2005 eine Serie von elf teilstrukturierten Interviews mit dem Ziel der Interpretation der Ergebnisse dieser Umfrage⁴⁵⁴ durchgeführt.

Als potentiell in Frage kommende Interviewpartner wurden allgemein leitende Angestellte der im Rahmen der Fragebogenumfrage festgelegten Beobachtungsobjekte der angestrebten Grundgesamtheit, d. h. deutscher, börsennotierter Unternehmen, identifiziert. Aus diesem Kreis wurden elf leitende Angestellte von Unternehmen⁴⁵⁵ identifiziert, die aus unterschiedlichen Industrien stammten und bezüglich ihrer Größe hinreichend verschieden voneinander⁴⁵⁶ waren⁴⁵⁷. Mit diesen Angestellten wurden die Interviews geführt. Es handelte sich hierbei in einem Fall um den Vorstandsvorsitzenden, in fünf Fällen um den CFO, in drei Fällen um den Leiter und in einem Fall um eine Mitarbeiterin der Investor-Relations-Abteilung sowie in einem Fall um den „Vice President Capital Markets“. Sechs Interviews wurden persönlich und fünf Interviews telefonisch geführt.

Den Interviews lag ein Interview-Leitfaden zu Grunde, welcher basierend auf den im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage getroffenen Angaben entwickelt worden war. In diesen Interview-Leitfaden flossen daher zum Einen in der Fragebogenumfrage gestellte Fragen ein, zum Anderen wurden durch den Verfasser auch weitergehende Fragen entwickelt, welche die Motivation hinter den in der Fragebogenumfrage gegebenen Antworten ergründen sollten. Der Interview-Leitfaden wurde mit den Vorgaben der Literatur der empirischen Sozialwissenschaften bzgl. der Konstruktion von Interview-Fragebögen abgeglichen⁴⁵⁸. Er findet sich in Anhang 5.

Die Interviews wurden unter Zusicherung der Anonymität der Befragten geführt. Die Länge der Interviews lag zwischen 15 und 60 Minuten. Die Gespräche wurden mit dem Ziel geführt, die Antworten nicht zu beeinflussen.

⁴⁵⁴ Vgl. zu dieser Vorgehensweise allgemein HAKIM (2000), S. 41.

⁴⁵⁵ Zwei der interviewten Personen waren bei demselben Unternehmen beschäftigt.

⁴⁵⁶ Die Anzahl der Mitarbeiter dieser Unternehmen lag zum Jahresende 2004 zwischen 28 und 49.852.

⁴⁵⁷ Ein weiterer wichtiger Faktor bei der Auswahl dieser Unternehmen war die Bereitschaft der potentiellen Gesprächspartner zu einem Interview. Da diese nicht in allen Fällen gegeben war, mußte eine größere Anzahl von Interviewanfragen gestellt werden.

⁴⁵⁸ Vgl. SCHNELL et al. (1999), S. 319 ff. sowie BORTZ/DÖRING (2006) 244 f.

Die Darstellung der Ergebnisse der Interviews ist im Folgenden in die Darstellung der Ergebnisse der Fragebogenumfrage integriert, um ein vertieftes Verständnis der dort gegebenen Antworten zu ermöglichen.

2.4. OPERATIONALISIERUNG DER VERWENDETEN VARIABLEN

Im folgenden Abschnitt sollen die in den Fragestellungen und Hypothesen verwendeten Variablen operationalisiert, d. h. durch die Angabe von Operationen, die zur Erfassung des durch sie bezeichneten Sachverhaltes notwendig sind, standardisiert⁴⁵⁹ werden. Diese Operationalisierungen beziehen sich auf die im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage geäußerten Antworten. Hierzu wird auf den dort verwendeten Fragebogen verwiesen, welcher sich in Anhang 2 findet.

2.4.1. Operationalisierung von Managermyopie

In den bisher vorliegenden Arbeiten der Kategorie „Umfragen“ der empirischen Managermyopie-Literatur wird keine explizite Operationalisierung von Managermyopie geliefert⁴⁶⁰. Für die hier vorliegende Arbeit ist daher die Neuentwicklung einer solchen vonnöten.

In der durchgeführten Fragebogenumfrage wurden die befragten CFOs zu ihrer Einschätzung bzgl. verschiedener Aussagen, sogenannter Items, befragt. Diese Einschätzungen wurden mit Hilfe sogenannter Ratingskalen⁴⁶¹ erhoben, welche den Befragten die Antwortmöglichkeiten „Stimme voll und ganz zu“ (1), „Stimme eher zu“ (2), „Neutral“ (3), „Stimme eher nicht zu“ (4), „Stimme überhaupt nicht zu“ (5) und „Keine Aussage möglich“ (x) vorgaben.

Von besonderem Interesse sind hierbei an dieser Stelle die Einschätzungen der Befragten bzgl. der nachfolgend in Abbildung 3 und 4 dargestellten Items 3b und 3d des Fragebogens.

⁴⁵⁹ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 63.

⁴⁶⁰ In der der Kategorie „Experimente“ der empirischen Managermyopie-Literatur zuzuordnenden Arbeit von BHOJRAJ und LIBBY wird Managermyopie als die Auswahl von Investitionsprojekten, „that will maximize short-term earnings as opposed to total cash flows“ operationalisiert. Vgl. BHOJRAJ/LIBBY (2005), S. 6.

⁴⁶¹ Vgl. zu Ratingskalen allgemein BORTZ/DÖRING (2006), welche auf S. 177 ausführen: „Ratingskalen geben (durch Zahlen ... o. ä.) markierte Abschnitte eines Merkmalkontinuums vor, die die Urteilenden als gleich groß bewerten sollen.“

3b. Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen in folgenden Bereichen zu unterlassen:

Forschung und Entwicklung	1	2	3	4	5	x
Pflege von Kundenbeziehungen	1	2	3	4	5	x
Werbung	1	2	3	4	5	x
Einstellung neuer Mitarbeiter	1	2	3	4	5	x
Personalentwicklung	1	2	3	4	5	x

Abb. 3: Items 3b des Fragebogens

3d. Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch folgende, langfristig nicht sinnvolle, Massnahmen zu erzielen:

Preiserhöhungen (Marktanteilaufgabe)	1	2	3	4	5	x
Preissenkungen (Preiskampf)	1	2	3	4	5	x
Markenausweitung auf neue Produkte (Markenverwässerung)	1	2	3	4	5	x
Nutzung neuer Distributionskanäle (Markenverwässerung)	1	2	3	4	5	x

Abb. 4: Items 3d des Fragebogens

Zur Operationalisierung der Variable Managermyopie wurden die Antworten zu diesen insgesamt neun Items der Fragen 3b und 3 d herangezogen⁴⁶², wobei anzumerken ist, daß sich Antworten zu diesen Fragen mit niedrigen Punktwerten jeweils auf ein hohes Maß an Managermyopie beziehen. Es wurde ein sog. Index⁴⁶³ in der Variante einer sog. Skala⁴⁶⁴, der sog. Likert-Skala⁴⁶⁵, gebildet.

⁴⁶² Vgl. zu einer ähnlichen Verwendung mehrerer Items eines Fragebogens zur Operationalisierung der Variable „undervaluing the long term“ LAVERTY (2004), S. 954.

⁴⁶³ Vgl. zur Indexbildung allgemein BORTZ/DÖRING (2006), S. 143 ff., welche auf S. 143 einen Index als die Zusammenfassung mehrerer Einzelindikatoren bezeichnen.

⁴⁶⁴ Vgl. SCHNELL et al. (1999), welche auf S. 173 eine Skala als eine Reihe von Items verstehen, die entlang einer Dimension mißt.

⁴⁶⁵ Vgl. zur Likert-Skala allgemein BORTZ/DÖRING (2006), S. 224 sowie SCHNELL et al. (1999), S. 181 ff., welche auf S. 185 zusammenfassend feststellen: „Trotz ihrer extrem einfachen Konstruktion und Anwendung stellt die Likert-Skala meist eine brauchbare Lösung für eine Operationalisierung dar.“

Für eine solche Verwendung mehrerer Items für die Operationalisierung einer Variablen über die Bildung einer Skala ist ein hohes Maß an interner Konsistenz dieser Items vonnöten. Diese kann durch ein statistisches Maß, das sogenannte Cronbachs Alpha, überprüft werden⁴⁶⁶. Im vorliegenden Fall weisen die neun verwendeten Items ein Cronbachs Alpha von 0,90 auf. Dieser Wert wird in der Literatur als relativ hoch und als hinreichend für die Verwendung mehrerer Items zur Operationalisierung einer Variable betrachtet.

Sämtliche Items beziehen sich auf jeweils eine Ausprägungsform von Aufwendungs- bzw. Ertragsmyopie, mithin von Managermyopie nach der getroffenen Definition. Die Zustimmung zu einem oder mehreren dieser Items durch einen der befragten CFOs liefert daher ein starkes Indiz für die Existenz von Managermyopie in dem jeweiligen Unternehmen.

Zur Operationalisierung von Managermyopie wurde das arithmetische Mittel der Antworten zu diesen neun Items verwendet. Dies geschah vor dem Hintergrund, daß das arithmetische Mittel ein geeignetes Maß für die Lage der Antworten zu den verschiedenen Items darstellt. Gleichzeitig bietet der verwendete, in den empirischen Sozialwissenschaften häufig gebräuchliche⁴⁶⁷ sog. Durchschnittsscore den Vorteil, daß fehlende Werte kompensiert werden, wenn man den Summenscore jeder Person durch die Zahl der von ihr beantworteten Items teilt⁴⁶⁸.

Managermyopie wurde daher operationalisiert als sechs abzüglich des arithmetischen Mittels aus den Antworten zu den Fragen nach den neun Items 3b und 3d des Fragebogens:

$$(1) \quad MM = 6 - \frac{\sum_{i=1}^9 F_i}{9}$$

⁴⁶⁶ Vgl. hierzu und im Folgenden BLAND/ALTMAN (1997), welche auf S. 572 ausführen: „When items are used to form a scale they need to have internal consistency. The items should all measure the same thing, so they should be correlated with one another. A useful coefficient for assessing internal consistency is Cronbachs Alpha.“ Vgl. des Weiteren für Details CRONBACH (1951).

⁴⁶⁷ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), welche auf S. 224 bezogen auf Likert-Skalen ausführen: „Häufig wird ... ein durchschnittlicher Gesamtwert berechnet, indem man den Summenscore durch die Anzahl der eingehenden Items dividiert.“

⁴⁶⁸ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 224.

Hierbei steht MM für die Variable Managermyopie und F_i für die Antwort auf Frage i der gedanklich von 1 bis 9 nummerierten Items 3b und 3d des Fragebogens⁴⁶⁹. Die lineare Transformation um den Wert sechs wurde eingeführt, um Unternehmen mit einem hohen Grad an Managermyopie einen hohen Wert von MM zuzuweisen und vice versa. MM kann Werte zwischen eins und fünf annehmen.

Eine notwendige Bedingung für die Zulässigkeit der durchgeführten Skalenbildung durch Bildung des arithmetischen Mittels und lineare Transformation ist eine Intervall- oder Verhältnisskalierung⁴⁷⁰ der verwendeten Daten, welche im vorliegenden Fall durch fünfstufige Ratingskalen erhoben wurden. Die Frage nach dem Intervallskalencharakter von Ratingskalen ist in der empirischen Sozialforschung umstritten⁴⁷¹. Für die vorliegende Untersuchung wird jedoch auf Grund der Tatsache, daß die Antwortvorgaben dieser Ratingskalen symmetrisch formuliert wurden, in Übereinstimmung mit der Literatur der Forschungsmethoden der empirischen Sozialwissenschaften⁴⁷² von einer Intervallskalierung der erhobenen Daten ausgegangen. Es wird damit gleichzeitig von der Zulässigkeit der Bildung eines Durchschnittsscores an dieser Stelle ausgegangen.

Die gewählte Operationalisierung stellt lediglich eine von vielen Möglichkeiten der Messung von Managermyopie dar. Eine Alternative stellt im vorliegenden Fall die Operationalisierung von Managermyopie als arithmetisches Mittel der Antworten zu den fünf Items 3b1 bis 3b5 des Fragebogens, welche sich jeweils auf eine Ausprägungsform von Aufwendungsmyopie beziehen, dar. Da die Ergebnisse der folgenden statistischen Analyse gegenüber einer solchen alternativen Operationalisierung jedoch

⁴⁶⁹ Formel 1 gilt allerdings nur, wenn sämtliche Fragen nach den neun Items 3b und 3d beantwortet wurden. Für den Fall fehlender Werte wurden nur gültige Werte summiert und dann durch die Anzahl gültiger Werte dividiert.

⁴⁷⁰ Vgl. zu Skalenniveaus allgemein BORTZ/DÖRING (2006), welche auf S. 67 ff. Nominal-, Ordinal-, Intervall- und Verhältnisskala als die vier wichtigsten Skalenarten darstellen, sowie ROST (2004), S. 19 ff.

⁴⁷¹ Vgl. BORTZ/DÖRING, S. 181 ff.

⁴⁷² Vgl. BORTZ/DÖRING, welche hierzu auf S. 183 ausführen: „Die Sozialwissenschaften wären ... schlecht beraten, wenn sie mangels Argumenten, die für den Intervallskalencharakter von Ratingskalen sprechen, gänzlich auf dieses Forschungsinstrument verzichteten... Solange die Forschung mit Ratingskalen zu inhaltlich sinnvollen Ergebnissen kommt, die sich in der Praxis bewähren, besteht wenig Veranlassung, an der Richtigkeit der impliziten messtheoretischen Hypothesen zu zweifeln.“

robust⁴⁷³ sind, wird im Folgenden die gewählte Operationalisierung von Managermyopie verwendet.

Für die folgenden statistischen Analysen ist die Frage von Bedeutung, ob die durch diese Operationalisierung gemessene Variable „Managermyopie“ normalverteilt ist. Diese Frage wurde durch einen sogenannten Kolmogoroff-Smirnoff-Test des vorliegenden Datenmaterials überprüft. Dieser Test überprüft die Nullhypothese, daß die Verteilung einer Variablen der Normalverteilung entspricht, und eignet sich für Stichproben bzw. Inferenzpopulationen mit mehr als 30 Elementen⁴⁷⁴. Im vorliegenden Fall mußte auf Basis der Ergebnisse des Kolmogoroff-Smirnoff-Tests die Nullhypothese bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit⁴⁷⁵ von 0,001 verworfen werden. Von einer Normalverteilung der Variablen „Managermyopie“ kann also im Folgenden nicht ausgegangen werden.

2.4.2. Operationalisierung von Kapitalmarktdruck

In der Managermyopie-Literatur wurden einige Operationalisierungen von Kapitalmarktdruck⁴⁷⁶ geliefert. So operationalisiert KLASSEN Kapitalmarktdruck unterliegenden Unternehmen als Unternehmen mit geringer „inside ownership concentration“, d. h. Firmen, deren Anteile sich lediglich in einem geringen Maße im Eigentum ihrer Manager befinden⁴⁷⁷. SAMUEL operationalisiert Kapitalmarktdruck als die Existenz geringer finanzieller Reserven⁴⁷⁸. In der experimentellen Arbeit von BHOJRAJ und LIBBY wird Kapitalmarktdruck durch die Einführung einer hypothetisch bevorstehenden Kapitalerhöhung operationalisiert⁴⁷⁹.

⁴⁷³ Die Ergebnisse der im Folgenden durchgeführten statistischen Untersuchungen unter der dargestellten alternativen Operationalisierung von Managermyopie können bei Interesse durch den Verfasser verfügbar gemacht werden.

⁴⁷⁴ Vgl. zum Kolmogoroff-Smirnoff-Test allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 94 f.

⁴⁷⁵ Vgl. zum Konzept der Irrtumswahrscheinlichkeit allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche auf S. 142 f. diese als „Wahrscheinlichkeit α , die Nullhypothese zu verwerfen, obwohl sie in der Grundgesamtheit gilt“ bezeichnen.

⁴⁷⁶ Vgl. Abschnitt IV.1.1.2., wo für die vorliegende Arbeit Kapitalmarktdruck als von Investoren auf Manager direkt oder indirekt ausgeübter Druck, ein hohes aktuelles bilanzielles Ergebnis auf Kosten zukünftiger bilanzieller Ergebnisse darzustellen, definiert wurde.

⁴⁷⁷ Vgl. KLASSEN (1997), S. 458.

⁴⁷⁸ Vgl. SAMUEL (2000), S. 495. Auf S. 499 setzt SAMUEL finanzielle Reserven als die Summe aus Reingewinn und Abschreibungen abzüglich Investitionen fest.

⁴⁷⁹ Vgl. BHOJRAJ/LIBBY (2005), S. 7.

In der vorliegenden Untersuchung wurde Kapitalmarktdruck durch sechs abzüglich der jeweiligen Antwort auf die Frage 2 des Fragebogens operationalisiert.

$$(2) \quad KMD = 6 - F_2$$

Hierbei steht KMD für die Variable Kapitalmarktdruck und F_2 für die Antwort auf die Frage zu Item 2 des Fragebogens, in welchem die Einschätzung der befragten CFOs zu folgendem, direkt die Existenz von Kapitalmarktdruck abfragenden Item erbeten wurde: „Der Kapitalmarkt übt Druck auf unser Unternehmen aus, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen.“

Wie auch bei der Operationalisierung sämtlicher folgenden Variablen wurden jeweils nur gültig beantwortete Fragen ausgewertet. Die lineare Transformation um den Wert sechs wurde eingeführt, um Unternehmen mit hohem Kapitalmarktdruck einen hohen Wert von KMD zuzuweisen und vice versa. KMD kann Werte zwischen eins und fünf annehmen. Analog zu dem bei der Operationalisierung von Managermyopie gewählten Vorgehen wird davon ausgegangen, daß die über eine Ratingskala gemessene Variable KMD Intervallskalencharakter besitzt.

Für die folgenden statistischen Analysen ist die Frage von Bedeutung, ob die durch diese Operationalisierung gemessene Variable KMD normalverteilt ist. Diese Frage wurde wiederum durch einen Kolmogoroff-Smirnoff-Test überprüft. Auf Basis der Ergebnisse dieses Tests muß die Nullhypothese der Normalverteilung der Variable KMD bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 0,001 verworfen werden. Von dieser Verteilung kann also hier nicht ausgegangen werden.

2.4.3. Operationalisierung der demographischen Variablen

Bei den demographischen Variablen⁴⁸⁰ der vorliegenden Untersuchung handelt es sich um die Variablen Berichtsfrequenz (BF), Unternehmensgröße (SIZE), Industrie (I), Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital (SLI) und Fremdkapitalquote

⁴⁸⁰ Die Formulierung „demographische Variablen“ wird in der empirischen Sozialforschung üblicherweise in Untersuchungen verwendet, in welchen Einzelpersonen als Untersuchungsobjekte betrachtet werden. Vgl. zur Funktion dieser Variablen SCHNELL (1997), welcher auf S. 191 ausführt: „Demographische Variablen sind „Globalvariablen“, also Variablen, deren einzelne Ausprägungen über eine Vielzahl verschiedener Mechanismen mit einer Vielzahl von Phänomenen gekoppelt sind.“

(FK). Diese wurden basierend auf den Antworten der befragten CFOs zu den Fragen 4 und 5 des Fragebogens, welche nachfolgend in Abbildung 5 dargestellt sind, operationalisiert. Dies geschah vor dem Hintergrund, daß die Fragebogenumfrage zur Erhöhung der Rücklaufquote anonym durchgeführt wurde und die Erhebung von Unternehmensdaten über andere Quellen als die erhaltenen Fragebögen daher nicht möglich war.

4. Wie oft veröffentlicht Ihr Unternehmen einen Bericht für den Kapitalmarkt?			
Quartalsweise	<input type="checkbox"/>	Halbjährlich	<input type="checkbox"/>
Jährlich	<input type="checkbox"/>	Andere Frequenz	<input type="checkbox"/>
5a. Wieviele Mitarbeiter beschäftigt Ihr Unternehmen?			<input type="text"/>
5b. Was ist der Marktwert des Eigenkapitals Ihres Unternehmens?			<input type="text"/>
5c. In welcher Industrie ist Ihr Unternehmen tätig?			
Automobil	<input type="checkbox"/>	Verarbeitende Industrie	<input type="checkbox"/>
Finanzdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	Konsumgüter/ Nahrungsmittel	<input type="checkbox"/>
Bauindustrie	<input type="checkbox"/>	Medien/ Telekommunikation	<input type="checkbox"/>
Pharma/ Chemie	<input type="checkbox"/>	Software/ Technologie	<input type="checkbox"/>
Energie/ Rohstoffe/ Versorger	<input type="checkbox"/>	Transport/ Logistik	<input type="checkbox"/>
Handel	<input type="checkbox"/>	Andere:	<input type="checkbox"/>
5d. Welcher Anteil am Eigenkapital Ihres Unternehmens wird Ihrer Einschätzung nach von strategischen Langfristinvestoren gehalten?			<input type="text"/>
5e. Welcher Anteil am Gesamtkapital Ihres Unternehmens stammt aus Fremdfinanzierung?			<input type="text"/>

Abb. 5: Fragen 4 und 5 des Fragebogens

Die intervallskalierte Variable BF entspricht bei dieser Operationalisierung der Anzahl der innerhalb eines Jahres für den Kapitalmarkt veröffentlichten Berichte. Sie kann die Werte eins, zwei und vier annehmen:

$$(3) \quad BF = F_4$$

Bezüglich der Variablen Unternehmensgröße ist generell anzumerken, daß diese auf unterschiedlichste Weise gemessen werden kann. Zu den in der empirischen Forschung hier am häufigsten verwendeten Kennzahlen zählen u. a. Jahresumsatz, Anzahl der Mitarbeiter, Bilanzsumme und Marktkapitalisierung⁴⁸¹. Unter diesen Kennzahlen sticht bezüglich der Häufigkeit ihrer Verwendung in akademischen Studien die Anzahl der Mitarbeiter heraus⁴⁸². Diese Kennzahl daher wird auch in der vorliegenden Arbeit verwendet; es resultiert folgende Operationalisierung der verhältnisskalierten Variable SIZE:

$$(4) \quad SIZE = F_{5a}$$

Diese Operationalisierung stellt wie bereits erläutert eine von mehreren möglichen Messungen der Variable SIZE dar. Eine Alternative stellt im vorliegenden Fall eine Operationalisierung von SIZE über die Marktkapitalisierung der jeweiligen Unternehmen dar. Die Ergebnisse der folgenden statistischen Analyse sind jedoch gegenüber einer solchen alternativen Operationalisierung äußerst robust⁴⁸³. Gleichzeitig weisen die Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von AGARWAL darauf hin, daß unterschiedliche Operationalisierungen von Unternehmensgröße im Falle einer - wie im vorliegenden Fall vorhandenen⁴⁸⁴ - starken Korrelation der verschiedenen Meßgrößen äußerst ähnliche Ergebnisse liefern⁴⁸⁵. Im Folgenden wird daher die gewählte Operationalisierung von SIZE durch die Anzahl der Mitarbeiter verwendet.

Die nominalskalierte Variable I wird durch die Antworten zu der Frage 5c des Fragebogens⁴⁸⁶ operationalisiert:

$$(5) \quad I = F_{5c}$$

⁴⁸¹ Vgl. Hess et al. (2004), S. 122.

⁴⁸² Vgl. KIMBERLY (1976), welcher auf S. 587 den Anteil der Studien, welche die Unternehmensgröße mit Hilfe dieser Kennzahl messen, mit 80% angibt. Vgl. des Weiteren PRASHANTHAM (2008), welcher diesbezüglich auf S. 138 ausführt: "A review of the literature suggests that the most common operationalization of firm size is in terms of number of employees."

⁴⁸³ Die Ergebnisse der im Folgenden durchgeführten statistischen Untersuchungen unter der dargestellten alternativen Operationalisierung von Unternehmensgröße durch die Marktkapitalisierung der betreffenden Unternehmen können bei Interesse durch den Verfasser verfügbar gemacht werden.

⁴⁸⁴ Vgl. die Darstellung der statistisch hochsignifikanten Korrelation von Marktkapitalisierung und Anzahl der Mitarbeiter der vorliegenden Inferenzpopulation in Abschnitt IV.3.1. dieser Arbeit.

⁴⁸⁵ Vgl. AGARWAL (1979).

⁴⁸⁶ Die Einordnung der Industrien in dem Fragebogen wurde an Hand der 18 Sektorenindizes der DEUTSCHE BÖRSE AG vorgenommen. Vgl. hierzu DEUTSCHE BÖRSE (2009), S. 47 ff.

Die verhältnisskalierten Variablen SLI und FK werden bei der vorgenommenen Operationalisierung durch die Antworten zu den Fragen 5d bzw. 5e des Fragebogens operationalisiert; sie können hierbei Werte zwischen null und eins annehmen:

$$(6) \quad SLI = F_{5d}$$

$$(7) \quad FK = F_{5e}$$

3. BESCHREIBUNG DER INFERENZPOPULATION DER FRAGEBOGENUMFRAGE

Im folgenden Abschnitt soll die aus 130 zurück gesandten Fragebögen zusammengesetzte Inferenzpopulation der Fragebogenumfrage beschrieben werden; hierbei sollen die demographischen Charakteristika der teilnehmenden Unternehmen dargestellt und mögliche Verzerrungen analysiert werden.

3.1. EIGENSCHAFTEN DER AN DER FRAGEBOGENUMFRAGE TEILNEHMENDEN UNTERNEHMEN

In dem Fragebogen wurden einige demographische Informationen über die befragten Unternehmen erhoben. Dies geschah vor dem Hintergrund der Erforschung möglicher Berichtsfrequenz-, Größen-, Industrie-, Eigentümerstruktur- und Finanzierungseffekte. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Charakteristika der Unternehmen der an der Fragebogenumfrage teilnehmenden CFOs.

Die teilnehmenden Unternehmen beschäftigten zwischen 3 und 400.000 und im Durchschnitt 16.848 Mitarbeiter; ihre Marktkapitalisierung betrug zwischen 4 Mio. € und 54 Mrd. € und durchschnittlich 2,4 Mrd. €. Die mit 82,9% große Mehrheit der Unternehmen veröffentlichte vierteljährlich Berichte für den Kapitalmarkt. Im Durchschnitt wurden 50% ihres Eigenkapitals von strategischen Langfristinvestoren gehalten⁴⁸⁷; der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital betrug durchschnittlich 34%⁴⁸⁸.

⁴⁸⁷ Der kleinste bzw. größte angegebene Wert waren hier 0% bzw. 99%.

⁴⁸⁸ Die angegebenen Werte lagen hier zwischen 0% und 94%.

Einige Ausdrücke wie beispielsweise „strategische Langfristinvestoren“ wurden in dem Fragebogen aus Platzgründen nicht explizit definiert. Hier ist es wahrscheinlich, daß die Antworten der Befragten basierend auf dem individuellen Verständnis des jeweiligen Ausdrucks gegeben wurden. Schlußendlich ist anzumerken, daß die relativen Häufigkeiten in Tabelle 1 jeweils auf der Anzahl der getätigten gültigen Aussagen basieren.

Tabelle 1: Demographische Charakteristik der Untersuchungsteilnehmer

<i>Mitarbeiter</i>	Prozent	<i>Industrie</i>	Prozent
< 250	27,3	Automobil	8,1
251 - 1.000	21,1	Finanzdienstleistungen	16,1
1.001 - 10.000	28,1	Bauindustrie	4,8
> 10.000	23,4	Pharma/Chemie	6,5
		Energie/Rohstoffe/Versorger	3,2
<i>Marktkapitalisierung</i>		Handel	8,1
< 50 Mio. €	32,5	Verarbeitende Industrie	10,5
51 - 500 Mio. €	33,3	Konsumgüter/Nahrungsmittel	4,8
501 - 5.000 Mio. €	22,8	Medien/Telekommunikation	5,6
> 5.000	11,4	Software/Technologie	20,2
		Transport/Logistik	0,8
<i>Berichtsfrequenz</i>		Andere	11,3
vierteljährlich	82,9		
halbjährlich	14,0	<i>Anteil strategischer Langfristinvestoren</i>	
jährlich	2,3	< 25%	23,2
andere Frequenz	0,8	25 - 50%	27,2
		51 - 75%	34,4
<i>Fremdkapitalquote</i>		> 75%	15,2
< 25%	43,3		
25 - 50%	31,7		
51 - 75%	20,8		
> 75%	4,2		

Anmerkung: Relative Häufigkeiten basieren auf der jeweiligen Anzahl der getätigten gültigen Aussagen

In Tabelle 2 sind die Pearson-Korrelationskoeffizienten der demographischen Variablen wiedergegeben. Hieraus ergibt sich eine signifikant negative Korrelation zwischen Berichtsfrequenz und Fremdkapitalquote. Mit Ausnahme einer zu erwartenden Signifikanz der Korrelation zwischen Marktkapitalisierung und Anzahl der Mitarbeiter bestehen darüber hinaus keine weiteren signifikanten Korrelationen.

Tabelle 2: Pearson-Korrelationskoeffizienten der demographischen Variablen

	Mitarbeiter	Marktkapitalisierung	Strategieinvestoren	Fremdkapitalquote
Berichtsfrequenz ⁴⁸⁹	0,101	0,101	- 0,050	- 0,215*
Mitarbeiter		0,762**	- 0,148	0,102
Marktkapitalisierung			- 0,127	0,133
Strategieinvestoren				- 0,131

*. Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,05 (2-seitig) signifikant.

** Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,01 (2-seitig) signifikant.

3.2. VERZERRUNGEN DER INFERENZPOPULATION

Bei der Datenerhebung mittels Befragung besteht allgemein die Gefahr verschiedener, aus dem Forschungsdesign entstehender Verzerrungen⁴⁹⁰ der Inferenzpopulation bzw. der Stichprobe. Im Folgenden soll die Inferenzpopulation im Hinblick auf einige der bei dem vorliegenden Forschungsdesign potentiell entstehenden Verzerrungen analysiert werden.

3.2.1. Analyse des Coverage-Bias

Bei einer Datenerhebung im Wege der Befragung besteht generell die Gefahr, daß die vorliegende Auswahlgesamtheit nicht mit der angestrebten Grundgesamtheit übereinstimmt. Eine sich hieraus ergebende Verzerrung wird in der empirischen Sozialforschung als Coverage-Bias bezeichnet⁴⁹¹.

Die Auswahlgesamtheit der vorliegenden Studie ist eine Menge von 629 im September 2004 an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Unternehmen, welche in einer durch die Deutsche Börse AG zur Verfügung gestellten Datei nach deren Modifizierung aufgeführt waren⁴⁹². Diese unterscheidet sich aus verschiedenen Gründen

⁴⁸⁹ Andere als viertel-, halb- oder jährliche Berichtsfrequenzen wurden nicht berücksichtigt.

⁴⁹⁰ Vgl. zum Begriff der Verzerrung im statistischen Sinne PROPPE (2007), welcher auf S. 243 ausführt: „Als Verzerrung wird die Abweichung des Erwartungswertes des geschätzten Parameters von seinem wahren Wert bezeichnet.“ Vgl. des Weiteren zum Begriff der Verzerrung in der empirischen Sozialforschung SCHNELL et al. (1999), welche auf S. 330 ausführen: „Die Probleme, die sich beim Interview ergeben, werden ... in der deutschsprachigen Literatur als Antwortverzerrung bezeichnet.“

⁴⁹¹ Vgl. hierzu BRICK (1996), welcher auf S. 4 Coverage-Bias als „the bias due to failure to include all persons in the sample“ bezeichnet. Vgl. des Weiteren OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET (Hrsg.) (2006), welche auf S. 29 Coverage-Bias als „the discrepancy between statistics calculated on the frame population and the same statistics calculated on the target population“ bezeichnen.

⁴⁹² Vgl. zu den Details der Auswahl der Befragten Abschnitt IV.2.2.2.

von der angestrebten Grundgesamtheit der Untersuchung, nämlich sämtlichen deutschen, börsennotierten Unternehmen.

So wurden deutsche Unternehmen, welche an anderen deutschen Wertpapierbörsen bzw. ausländischen Börsen notiert waren oder in Frankfurt im Freiverkehr gehandelt wurden, nicht befragt. Gleichzeitig waren Unternehmen, welche in den Jahren 2001 bis 2004 an der Frankfurter Wertpapierbörse erstmalig gelistet wurden, nicht Bestandteil der Auswahlgesamtheit. Die Frankfurter Wertpapierbörse hat jedoch unter den deutschen Börsen eine dominante Position inne⁴⁹³, gleichzeitig ist die Anzahl deutscher Unternehmen, welche an einer ausländischen, nicht aber an einer deutschen Börse gehandelt wurden, als äußerst gering anzusehen⁴⁹⁴. Auch ist die Bedeutung des Freiverkehrs für Aktiennotierungen deutscher Unternehmen als gering einzustufen⁴⁹⁵. Der aus einem möglichen Coverage-Bias einher gehende Informationsverlust ist daher als tendenziell eher gering anzusehen.

3.2.2. Analyse des Non-Response-Bias

Postalische Fragebögen als Erhebungsinstrument bergen in dem sehr häufig anzutreffenden Fall, daß nicht sämtliche Befragte an der Untersuchung teilnehmen, die Gefahr einer Verzerrung der Inferenzpopulation durch den sogenannten Non-Response-Bias⁴⁹⁶ in sich. Diese Verzerrung tritt auf, wenn die an einer Fragebogenumfrage teilnehmenden Befragten sich von den nicht teilnehmenden Befragten hinsichtlich der interessierenden Merkmale systematisch unterscheiden⁴⁹⁷. In diesem Fall erlauben die Ergebnisse

⁴⁹³ Vgl. hierzu SCHMIDT (2005), welcher die Umsätze der verschiedenen deutschen Börsenplätze vergleicht und auf S. R049 konstatiert: „Als Fazit für die Entwicklung der Börsenumsätze im Jahr 2004 ist festzuhalten, daß Umsätze und auch die Vormachtstellung der Deutschen Börse AG... mit rund 90% Marktanteil unverändert geblieben sind.“ Vgl. auch DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (2009), welches auf Blatt 02-1-1-1 für das Jahr 2004 die Anzahl der insgesamt an der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. sämtlichen deutschen Wertpapierbörsen gehandelten deutschen Unternehmen mit 816 (inklusive 156 im Frankfurter Freiverkehr gehandelter Aktien) bzw. 979 angibt.

⁴⁹⁴ Vgl. hierzu BUNDESKARTELLAMT (Hrsg.) (2005), welches hierzu auf S. 33 konstatiert: „Es gibt keinerlei Anhaltspunkte dafür, daß deutsche Unternehmen eine Verlagerung ihrer Primärnotierungen an ausländische Börsen beabsichtigen.“

⁴⁹⁵ Vgl. SCHNELL (2005) sowie DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (2009), welches auf Blatt 02-1-1-1 für das Jahr 2004 die Anzahl der im Frankfurter Freiverkehr gehandelten deutschen Unternehmen mit 156 angibt.

⁴⁹⁶ Vgl. bzgl. des Non-Response-Bias allgemein HUDSON et al. (2004) sowie bzgl. der Notwendigkeit einer Analyse des Non-Response-Bias bei postalischen Fragebogenumfragen VAN DER STEDE et al. (2007), welche hierzu auf S. 467 ausführen: „Assessing potential non-response bias is important because there is a possibility that the target respondents have self-selected to respond based on some correlated omitted variable(s), thus posing a threat to the theoretical generalizability of the survey.“

⁴⁹⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden ARMSTRONG/OVERTON (1977), S. 396 ff.

einer solchen Untersuchung keine direkten Rückschlüsse darauf, wie die gesamte angestrebte Grundgesamtheit geantwortet hätte. Vor einer Generalisierung einer Stichprobe bzw. Inferenzpopulation stellt daher ein Test auf diesen Non-Response-Bias eine wichtige Forschungsaufgabe dar⁴⁹⁸.

Einen ersten Anhaltspunkt für den Non-Response-Bias einer Fragebogenumfrage stellt die erzielte Rücklaufquote dar. Diese liegt für die vorliegende Untersuchung mit 21% über den Werten vergleichbarer Untersuchungen⁴⁹⁹, auf Grund dieser Quote kann jedoch ein Non-Response-Bias keinesfalls ausgeschlossen werden.

In der sozialwissenschaftlichen Forschung werden über die Betrachtung der Rücklaufquote hinaus verschiedene weitergehende Methoden der Abschätzung des Non-Response-Bias verwendet. Zu nennen sind hier zum Ersten der Vergleich der Ergebnisse der Stichprobe bzw. der Inferenzpopulation mit bekannten Ausprägungen der angestrebten Grundgesamtheit hinsichtlich der interessierenden Merkmale, zum Zweiten die subjektive Schätzung des Non-Response-Bias und zum Dritten die sogenannte Extrapolationsmethode. Letztere basiert auf der Annahme, daß Untersuchungsteilnehmer, welche zu einem relativ späten Zeitpunkt an einer Fragebogenumfrage teilnehmen, in ihren Charakteristika denjenigen Untersuchungsteilnehmern, welche nicht an dieser Umfrage teilnehmen, ähneln. Schlußendlich besteht speziell im Falle einer Befragung von Organisationen die Möglichkeit, den Non-Response-Bias über eine Analyse der Charakteristika der befragten Organisationen abzuschätzen⁵⁰⁰.

Im vorliegenden Fall ist ein Abgleich der Ergebnisse der Inferenzpopulation mit der angestrebten Grundgesamtheit nur bedingt möglich, da deren Ausprägungen - insbesondere des interessierenden Merkmals „Managermyopie“ - mangels vergleichbarer Studien nicht bekannt sind. Von einer subjektive Schätzung des Non-Response-Bias wird auf Grund der relativen Ungenauigkeit der Methode abgesehen. Der Non-Response-Bias wurde daher zunächst mit Hilfe der Extrapolationsmethode analysiert. Hierbei wurde die Stichprobe an ihrem Median in eine Gruppe der früh Antwortenden und eine Gruppe der spät Antwortenden unterteilt. Es wurde für sämtliche auf

⁴⁹⁸ Vgl. KASCH (2008), S. 155.

⁴⁹⁹ Vgl. Abschnitt IV.2.2.4.

⁵⁰⁰ Vgl. TOMASKOVIC-DEVEY et al. (1994).

Managermyopie bezogenen Items des Fragebogens⁵⁰¹ ein zweiseitiger t-Test⁵⁰² durchgeführt, um zu überprüfen, ob die Mittelwerte der jeweiligen Variablen in den beiden Gruppen signifikant verschieden sind. Im Ergebnis ergibt sich, daß die Mittelwerte beider Gruppen für keine der analysierten Variablen signifikant voneinander verschieden sind. Diese Analyse läßt den Schluß zu, daß die Stichprobe nicht wesentlich von einem Non-Response-Bias beeinträchtigt ist⁵⁰³.

Einschränkend ist an dieser Stelle allerdings anzumerken, daß die durchgeführte Analyse des Non-Response-Bias mit Hilfe der Extrapolationsmethode auf der Annahme beruht, daß zu einem späten Zeitpunkt an einer Umfrage teilnehmende Respondenten den nicht teilnehmenden Befragten ähneln. Diese Annahme wird gestützt durch Untersuchungen der Rücklaufmuster in postalischen Umfragen, welche Einzelpersonen als Untersuchungsobjekte betrachten⁵⁰⁴. Sie wird in zahlreichen auf Fragebogenumfragen basierenden Arbeiten der empirischen Sozialwissenschaften sowie der Accounting-Literatur verwendet⁵⁰⁵. Dem Verfasser sind gleichwohl keine empirischen Belege für ihre Gültigkeit bei postalischen Fragebogenumfragen, welche Organisationen als Untersuchungsobjekte betrachten, bekannt. Im Gegenteil präsentieren VAN DER STEDE et al. Zweifel an der Gültigkeit dieser Annahme bei solchen Studien⁵⁰⁶.

Die Möglichkeit einer detaillierteren Analyse wird hier von TOMASKOVIC-DEVEY et al. vorgestellt, welche als Bestandteil einer „organizational theory of survey nonresponse“ eine Analyse des Non-Response-Bias durch eine detaillierte Betrachtung

⁵⁰¹ Vgl. die Fragen 2 bis 3d des Fragebogens in Anhang 2.

⁵⁰² Vgl. zur Begründung der Wahl dieses parametrischen Testverfahrens Abschnitt V.2.1.

⁵⁰³ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), welche hierzu auf S. 260 konstatieren: „In jedem Fall ist es ratsam, den relativ geringen Aufwand eines Vergleiches von Sofort- und Spätantwortern in Kauf zu nehmen. Unterscheiden sich diese beiden Gruppen nicht, ist eine Verzerrung der Ergebnisse durch Nichtbeantworter unwahrscheinlich.“

⁵⁰⁴ Vgl. FOWLER (1984), S. 49.

⁵⁰⁵ Vgl. hierzu VAN DER STEDE et al. (2007), welche auf S. 468 die diesbezüglichen Ergebnisse einer Metaanalyse von 130 auf Fragebogenumfragen aufbauenden Studien der Accounting-Literatur präsentieren. Hiervon wurde in 36 Studien eine Analyse des Non-Response-Bias durchgeführt, wovon wiederum in 72% dieser Artikel, mithin in 26 Studien eine Analyse des Non-Response-Bias durch einen Vergleich von frühen und späten Respondenten durchgeführt wurde.

⁵⁰⁶ Vgl. VAN DER STEDE et al. (2007), welche auf S. 468 feststellen, daß in sämtlichen 26 im Rahmen einer Metaanalyse untersuchten Studien, welche eine Analyse des Non-Response-Bias durch einen Vergleich von frühen und späten Respondenten durchführten, zu dem Schluß gelangt wurde, daß kein Non-Response-Bias vorlag. Vor dem Hintergrund, daß TOMASKOVIC-DEVEY et al. (1994) auf S. 455 f. bezogen auf postalische Fragebogenumfragen mit Organisationen als Untersuchungsobjekten zu dem Schluß gelangen, daß „It is difficult to imagine a substantively interesting organizational analysis that is not potentially compromised.“, wirft dieses Ergebnis einer Metaanalyse erhebliche Zweifel an der Gültigkeit der hier verwendeten Annahme auf.

der Charakteristika der befragten Organisationen vorschlagen⁵⁰⁷. Es handelt sich hierbei um die Variablen Autorität, Kapazität und Motivation⁵⁰⁸. In diesem Zusammenhang bezieht sich Autorität auf die Position des Befragten innerhalb der Organisation, Kapazität auf den Zugang des Befragten zu zur Beantwortung der gestellten Fragen benötigten Informationen und benötigtem Wissen und Motivation auf die Neigung des Befragten, Informationen bzgl. der Organisation bzw. des Unternehmens weiterzugeben.

Bei einer Anwendung dieser Vorgehensweise auf die vorliegende Untersuchung fällt auf, daß die Ausprägungen sowohl der Autorität als auch der Kapazität der befragten Finanzvorstände durchgängig als hoch anzusehen ist, da sie einerseits hierarchisch innerhalb ihrer Organisationen stets eine hohe Position einnehmen, andererseits im Regelfall sehr gute Kenntnisse über die Finanzpolitik ihrer Unternehmen besitzen. Aus unterschiedlichen Ausprägungen dieser Variablen ist ein Non-Response-Bias also nicht zu erwarten.

Unterschiedlich stellt sich die Sachlage hier bezüglich der dritten interessierenden Variablen, der Motivation dar. Diese hängt nach TOMASKOVIC-DEVEY et al. wiederum von den individuellen Eigenschaften der Befragten, den Eigenschaften der Untersuchungsobjekte, d. h. der befragten Unternehmen, und den Besonderheiten, insbesondere der Salienz⁵⁰⁹, des verwendeten Erhebungsinstruments ab⁵¹⁰. Da Letzteres allerdings bei sämtlichen Befragten identisch verwendet wurde, ist hieraus ein Non-Response-Bias nicht zu erwarten. Die an dieser Stelle relevanten individuellen Eigenschaften der Befragten sind insbesondere die Arbeitsbelastung und die generelle Einstellung gegenüber Forschung. Auch hier ist in den Augen des Verfassers davon auszugehen, daß zwischen teilnehmenden und nicht teilnehmenden Befragten kein systematischer Unterschied bezüglich der Ausprägungen dieser Variablen besteht.

⁵⁰⁷ Vgl. hierzu und im Folgenden TOMASKOVIC-DEVEY et al. (1994).

⁵⁰⁸ Vgl. zu dieser Vorgehensweise auch VAN DER STEDE et al. (2007), welche diesbezüglich auf S. 468 ausführen: „Discussing how the respondents and non-respondents differ in their authority, capacity and motivation to respond would enhance the quality of management accounting survey research.“

⁵⁰⁹ Mit Salienz wird in der sozialwissenschaftlichen Forschung das Hervorstechen bzw. die Intensität und Wichtigkeit eines Erhebungsinstrumentes bezeichnet. Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 188.

⁵¹⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden VAN DER STEDE et al. (2007), S. 467 f.

Von besonderem Interesse ist an dieser Stelle allerdings die dritte Einflußgröße der Motivation, die Eigenschaften der befragten Unternehmen. Von Bedeutung ist hierbei primär die Frage, ob die Herausgabe der angefragten Informationen im Interesse des Unternehmens liegt⁵¹¹. Aus den unterschiedlichen Antworten auf diese Frage ergibt sich in den Augen des Verfassers im vorliegenden Fall eine potentielle Ursache eines Non-Response-Bias der Untersuchung. Hier besteht nämlich die Möglichkeit, daß die CFOs von Unternehmen, welche Managermyopie betreiben, die Teilnahme an der Fragebogenumfrage als weniger im Interesse ihres Unternehmens stehend ansehen als ihre bei nicht Managermyopie betreibenden Unternehmen angestellten Kollegen. Dieses geringere Interesse ist insbesondere vor dem Hintergrund einer möglichen Skepsis gegenüber der getroffenen Zusicherung der Vertraulichkeit der Antworten zu sehen⁵¹².

Aus den sich ergebenden unterschiedlichen Ausprägungen der Motivation der Untersuchungsobjekte ergibt sich deswegen ein potentieller Non-Response-Bias. Es kann daher basierend auf einer Analyse nach TOMASKOVIC-DEVEY et al. vermutet werden, daß das in den an der Fragebogenumfrage teilnehmenden Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie das in den an der Fragebogenumfrage nicht teilnehmenden Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie unterschreitet.

3.2.3. Analyse des Social-Desirability-Bias

Bei einer Datenerhebung im Wege der Befragung besteht generell die Gefahr, daß die Befragten von der Realität abweichende Antworten geben, um nicht ein negatives Bild von sich selbst zu kreieren. Es handelt sich hierbei um einen sogenannten Social-Desirability-Bias, d. h. eine Verzerrung der Antworten einer Befragung, die dadurch entsteht, daß die Befragten in einer Art und Weise antworten, die sie in den Augen

⁵¹¹ Vgl. hierzu TOMASKOVIC-DEVEY et al. (1994), welche auf S. 442 ausführen: "We conceptualize organizational motive to reflect whether or not it is in the organization's or its dominant coalition's interest to disclose information."

⁵¹² Vgl. TOMASKOVIC-DEVEY et al. (1994), welche hierzu auf S. 442 ausführen: „It is also our experience that many managers are skeptical of academic promises of confidentiality.“

anderer so gut wie möglich aussehen läßt⁵¹³. Die Ursache dieser Verzerrung kann als eine Sonderform der Selbstdarstellung und auch der Selbsttäuschung angesehen werden⁵¹⁴.

Im Falle der vorliegenden Untersuchung ist hierbei insbesondere das Szenario vorstellbar, daß die befragten Manager sich myopisch verhalten, dieses Verhalten jedoch nicht in einer Befragung zugeben möchten, da es von der Investitionstheorie als suboptimal angesehen wird⁵¹⁵ und die befragten Manager eine Verschlechterung ihrer Reputation vermeiden möchten.

Aus diesem Grunde wurde als primäres Instrument der Datenerhebung eine postalische Fragebogenaktion gewählt, in deren Verlauf die Namen der beteiligten Unternehmen und Personen nicht notiert wurden. Diese Konstruktion ermöglicht den Befragten eine anonyme Teilnahme, wodurch die Gefahr eine Social-Desirability-Bias potentiell eingedämmt wird⁵¹⁶. Da bei der durchgeführten Interviewserie dem Interviewer die Identität der Befragten bekannt war, war die Eindämmung eines potentiellen Social-Desirability-Bias durch die erfolgte Zusicherung der Anonymität der Befragten an dieser Stelle naturgemäß in lediglich eingeschränktem Maße möglich⁵¹⁷.

Gleichzeitig wurde in der Fragebogenaktion bei der Gestaltung des Fragebogens⁵¹⁸ den Items 3b und 3d, welche die Existenz von Managermyopie in den die Befragten

⁵¹³ Vgl. DONALDSON/GRANT-VALLONA (2002), die dieses Phänomen als „Self-Response-Bias“ bezeichnen und hierzu auf S. 247 ausführen: „In general, research participants...tend to under-report behaviors deemed inappropriate by researchers or other observers, and they tend to over-report behaviors viewed as appropriate.“ Vgl. bzgl. des Social-Desirability-Bias des Weiteren MOORMAN/PODSAKOFF (1992) sowie THOMPSON/PHUA (2005), welche bzgl. der Bedeutung des Social-Desirability-Bias in den Wirtschaftswissenschaften auf S. 541 f. konstatieren: „Given the prevalence of self-report methodologies in business research, socially desirable responding ... is a key issue. This is particularly the case in studies that address aspects of individual or firm performance and which rely on senior-manager informants who have a fiduciary duty to present their firms, if not themselves, in a good light.“

⁵¹⁴ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), welche auf S. 232 hierzu ausführen: „Die eigenen Äußerungen zu „glätten“ und mit Selbstkonzept und Gruppenidentität in Übereinstimmung zu bringen ist häufig intrapersonal motiviert und dient somit eher der „Selbsttäuschung“ als der „Fremdtäuschung“.“

⁵¹⁵ Vgl. Abschnitt II.1.

⁵¹⁶ Vgl. zu dieser dort als „sealed ballot technique“ beschriebenen Strategie BARTON (1958), S. 67. Vgl. des Weiteren RANDALL/FERNANDES (1992), welche auf S. 813 subsumieren: „Previous research has convincingly demonstrated that observed levels of socially desirable responding vary with the level of anonymity.“

⁵¹⁷ Vgl. TOMASKOVIC-DEVEY et al. (1994), welche hierzu auf S. 442 ausführen: „It is also our experience that many managers are skeptical of academic promises of confidentiality.“

⁵¹⁸ Vgl. hierzu den in Anhang 2 abgedruckten Fragebogen.

beschäftigenden Unternehmen direkt abfragen, die Items 3a und 3c voran gestellt, welche die Existenz von Managermyopie in anderen Unternehmen abfragen und nachfolgend in Abbildung 6⁵¹⁹ dargestellt sind. Mit dieser von BARTON als „other people approach“ bezeichneten Strategie⁵²⁰ sollte ein potentieller Social-Desirability-Bias meßbar gemacht werden.

3a. Oft sind Unternehmen gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen zu unterlassen.					
1	2	3	4	5	x

3c. Oft sind Unternehmen gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch langfristig nicht sinnvolle Massnahmen zu erzielen.					
1	2	3	4	5	x

Abb. 6: Fragen 3a und 3c des Fragebogens

Die Items 3a und 3c des Fragebogens wurden in diesen integriert, um die Durchführung eines direkten Tests der Stärke des Social-Desirability-Bias zu ermöglichen. In diesem wurden die Angaben der befragten Manager bzgl. der in dem eigenen Unternehmen existenten Aufwendungs- bzw. Ertragsmyopie mit ihren Angaben zur Existenz von Aufwendungs- bzw. Ertragsmyopie in anderen Unternehmen verglichen⁵²¹.

Die Ergebnisse dieses Tests zeigen, daß die Mittelwerte der über Durchschnittsscores gebildeten Variablen Aufwendungs- bzw. Ertragsmyopie 3,64 bzw. 4,06 betragen, während die Mittelwerte der Antworten der korrespondierenden Items 3a bzw. 3c des Fragebogens bei 3,02 bzw. 3,29 lagen. Es wurde also den jeweils anderen Unternehmen ein wesentlich höheres Maß an Managermyopie als dem eigenen Unternehmen zugeschrieben. Ein Zweistichproben-t-Test für gepaarte Stichproben ergibt, daß die Mittelwerte der Variablen Aufwendungs- und Ertragsmyopie von den Mittelwerten der Antworten der Items 3a und 3c des Fragebogens bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit

⁵¹⁹ Den Befragten standen an dieser Stelle wiederum die Antwortmöglichkeiten „Stimme voll und ganz zu“ (1), „Stimme eher zu“ (2), „Neutral“ (3), „Stimme eher nicht zu“ (4), „Stimme überhaupt nicht zu“ (5) und „Keine Aussage möglich“ (x) zur Auswahl.

⁵²⁰ Vgl. BARTON (1958), S. 67.

⁵²¹ Vgl. zu diesem aus dem Bereich der Wirtschaftsethik stammenden Verfahren, eine Stichprobe auf einen möglichen Social-Desirability-Bias zu testen COHEN et al. (1998), S. 255, COHEN et al. (2001), S. 323, CHUNG/MONROE (2003), S. 294 und BELLIZI/BRISTOL (2005), S. 381.

von 0,1% verschieden sind. Das Ergebnis dieses Tests läßt eine hohe Verzerrung der Inferenzpopulation durch einen Social-Desirability-Bias vermuten.

Die im weiteren Verlauf vorgestellten Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung sind vor dem Hintergrund dieser zu erwartenden Verzerrung zu sehen. Es ist hierbei insbesondere bei den im Folgenden betrachteten Fragestellungen bzgl. der Existenz von Managermyopie davon auszugehen, daß das in den befragten Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie das im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage angegebene Maß an Managermyopie deutlich überschreitet.

3.2.4. Analyse des Informant-Bias

Bei einer Erhebung von Daten von Unternehmen im Wege der Befragung kann eine Verzerrung der Stichprobe dadurch entstehen, daß stets nur einzelne Mitarbeiter der Unternehmen befragt werden können, welche die Informationen, die sie zu ihrem Unternehmen geben, aus ihrer eigenen Perspektive filtern⁵²². Eine solche Verzerrung wird in der empirischen Sozialforschung als Informant-Bias⁵²³ bezeichnet.

Im Allgemeinen ist ein hoher Informant-Bias zu erwarten, wenn die Funktion der Befragten bzw. der Beobachtungsobjekte nicht in einem engen Bezug zu dem betrachteten Phänomen steht⁵²⁴. Im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage sowie in ca. der Hälfte der durchgeführten Interviews wurden die CFOs des jeweiligen Unternehmens befragt. Da deren Funktion als in einem engem Bezug zu dem betrachteten Phänomen Managermyopie stehend zu werten ist⁵²⁵, ist für diesen Teil der Untersuchung⁵²⁶ lediglich ein relativ geringer Informant-Bias zu erwarten.

⁵²² Vgl. ERNST (2003).

⁵²³ Vgl. zu dem Informant-Bias allgemein SEIDLER (1974), PHILLIPS (1981) sowie KUMAR et al. (1993), welche auf S. 1634 ausführen: "Informant bias ... results from differences related to informants' varying organizational roles."

⁵²⁴ Vgl. KUMAR et al. (1993), S. 1635.

⁵²⁵ Vgl. Abschnitt IV.2.2.1.

⁵²⁶ Die restlichen Interviews wurden in einem Fall mit dem Vorstandsvorsitzenden, in drei Fällen mit dem Leiter und in einem Fall einer Mitarbeiterin der Investor-Relations-Abteilung sowie in einem Fall mit dem „Vice President Capital Markets“ des jeweiligen Unternehmens geführt. Auch in diesen Fällen ist nach Ansicht des Verfassers von einem relativ geringen Informant-Bias auszugehen.

Es besteht allerdings ein potentiell erhöhter Informant-Bias der durchgeführten postalischen Fragebogenumfrage auf Grund der unkontrollierten Erhebungssituation⁵²⁷, da insbesondere wegen der zu vermutenden hohen Arbeitsbelastung der befragten Finanzvorstände die Gefahr besteht, daß die Fragebögen nicht von diesen persönlich, sondern von ihren Assistenten ausgefüllt wurden. Für die Aussagekraft der durchgeführten Fragebogenumfrage ist dies allerdings nur in so weit von Bedeutung, als die Antworten der Assistenten sich von den Antworten, die ihre Vorgesetzten gegeben hätten, unterscheiden. Hierbei wird im Folgenden davon ausgegangen, daß auch von dem jeweiligen Assistenten ausgefüllte Fragebögen vor ihrer Rücksendung final mit dem jeweiligen CFO abgestimmt werden und daher weitestgehend dessen Antworten beinhalten⁵²⁸, und sich daher aus der unkontrollierten Erhebungssituation keine zusätzliche Erhöhung des Informant-Bias der Fragebogenumfrage ergibt.

3.2.5. Analyse der Verzerrung durch Mißverständnis

Bei jeder Fragebogenumfrage besteht die Gefahr, daß die Befragten die Fragen nicht im Sinne des Verfassers verstehen und sich hieraus verfälschte Antworten ergeben⁵²⁹, was zu einer Verringerung der Validität des verwendeten Untersuchungsinstrumentes führt.

Das Ausmaß dieser Limitation hängt allgemein stark von dem Bildungsniveau der Befragten ab⁵³⁰. Gleichzeitig wird es von der Frage beeinflusst, in wie weit die in den Fragen eines Fragebogens verwendeten Konzepte die Lebensumstände der Befragten direkt abbilden⁵³¹.

Da es sich bei den Befragten um die Finanzvorstände börsennotierter Unternehmen handelte, kann in den Augen des Verfassers deren Bildungsniveau als sehr hoch eingeschätzt werden. Gleichzeitig kann in den Augen des Verfassers davon ausgegan-

⁵²⁷ Vgl. hierzu allgemein BORTZ/DÖRING (2006), S. 252.

⁵²⁸ Diese Annahme basiert auf mehreren durch den Autor geführten Gesprächen mit den Assistenten von Vorstandsmitgliedern großer deutscher Unternehmen.

⁵²⁹ Vgl. zu einer solchen Verzerrung allgemein VAN DER STEDE et al. (2007), welche hierzu auf S. 464 ausführen: „When poorly designed questions are included in the survey, they threaten the internal validity by systematically distorting responses or by inflating random error if respondents make guesses because they do not understand the question.“ Vgl. des Weiteren SCHOBER et al. (2004), welche hierzu auf S. 169 ausführen: „Leaving the interpretation of words up to participants in standardized survey interviews ... can lead to unintended interpretation.“

⁵³⁰ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 245.

⁵³¹ Vgl. CONRAD/SCHOBER (1997), S. 596.

gen werden, daß die in dem Fragebogen der vorliegenden Untersuchung verwendeten Konzepte einen Teilbereich des Berufsalltags der Befragten reflektieren. Es wird daher im weiteren Verlauf dieser Arbeit davon ausgegangen, daß die Gefahr verfälschter Antworten auf Grund von Mißverständnissen bei der vorliegenden Fragebogenumfrage als sehr gering einzustufen ist.

Eine Ausnahme hiervon stellt allerdings die in dem verwendeten Fragebogen in Frage 5d enthaltene Formulierung „strategische Langfristinvestoren“ dar, welche als nicht eindeutig definiert zu bezeichnen ist. Zwar werden strategische Langfristinvestoren in der vorliegenden Arbeit definiert als Investoren mit einem Anlagehorizont von zehn und mehr Jahren, welche Vermögensgegenstände im Eigentum halten, deren Wert durch die jeweilige Beteiligung beeinflusst wird⁵³². Diese Definition ist jedoch nicht allgemein anerkannt⁵³³. Es besteht daher die Möglichkeit, daß eine Gruppe der befragten CFOs bestimmte Investorengruppen den strategischen Langfristinvestoren zuordnet, welche von einer anderen Gruppe nicht als solche angesehen werden. Aus diesen möglichen unterschiedlichen Zuordnungen ergibt sich eine mögliche Verzerrung der Antworten auf die Frage 5d des Fragebogens durch Mißverständnis.

Des Weiteren besteht darüber hinaus die Möglichkeit, daß auch die Items 3d des Fragebogens, welche sich auf relativ komplexe wirtschaftliche Zusammenhänge beziehen, durch die befragten CFOs nicht im Sinne der Umfrage verstanden wurden. Auch hieraus ergibt sich eine potentielle Verzerrung der Antworten zu diesen Items durch Mißverständnis.

4. ZUSAMMENFASSUNG DER METHODIK

Im Folgenden soll eine kurze Zusammenfassung der Methodik der durchgeführten Untersuchung erfolgen. Hierbei sollen die Formulierung der in dieser Arbeit untersuchten Forschungsfragen, der Prozeß der Datenerhebung sowie die Beschreibung der Inferenzpopulation und insbesondere möglicher Verzerrungen derselben summarisch dargestellt werden.

⁵³² Vgl. Abschnitt IV.1.2.3.

⁵³³ Die Definition von strategischen Langfristinvestoren wurde aus Platzgründen und damit letztendlich zur Erhöhung der Rücklaufquote nicht in den Fragebogen aufgenommen.

In dem ersten Unterabschnitt wurden zunächst die aus dem Literaturüberblick sowie aus eigenen Überlegungen abgeleiteten Forschungsfragen als Fragestellungen, welche sich auf die Ausprägungen von einzelnen Variablen beziehen, und als Hypothesen, welche die Zusammenhänge zwischen mehreren Variablen untersuchen, formuliert. Die abgeleiteten Fragestellungen beziehen sich hierbei auf die Existenz von Managermyopie und verschiedenen Ausprägungsformen hiervon sowie von Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen. Die abgeleiteten Hypothesen beziehen sich auf die Frage nach systematischen Zusammenhängen zwischen der Berichtsfrequenz, dem Anteil strategischer Langfristinvestoren, der Fremdkapitalquote, der Unternehmensgröße und der Industriezugehörigkeit als unabhängige Variablen einerseits und den abhängigen Variablen Kapitalmarktdruck und Managermyopie andererseits. Darüber hinaus wurde die Frage nach einem systematischen Zusammenhang zwischen Kapitalmarktdruck und Managermyopie gestellt.

In einer zweiten Sektion wurde die Durchführung der empirischen Untersuchung dargestellt. Hierbei wurde zunächst die Auswahl der Methode der Datenerhebung als Kombination aus einer Fragebogenumfrage unter den Finanzvorständen sowie einer Serie von Interviews mit den leitenden Angestellten deutscher börsennotierter Unternehmen begründet. Gleichzeitig wurde das Untersuchungsdesign als Kombination aus explanativer und deskriptiver Untersuchung sowie als nichtexperimentelle Querschnittstudie und Vollerhebung eingeordnet. Daraufhin wurde die Durchführung der Fragebogenumfrage geschildert. Hierbei wurden zunächst die Untersuchungsobjekte als deutsche, börsennotierte Unternehmen, die angestrebte Grundgesamtheit als die Summe dieser Unternehmen und die Beobachtungsobjekte als die CFOs dieser Unternehmen festgelegt. In drei weiteren Schritten wurden die auf einer Liste der CFOs der 2001 im CDAX gelisteten Unternehmen basierende Auswahlgesamtheit, die auf den Kommentaren von Wissenschaftlern und Pretest-Interviews mit hochrangigen Wirtschaftsvertretern basierende Fragebogenentwicklung sowie die Versendung und der Rücklauf der Fragebögen und die aus 130 Unternehmen bestehende Inferenzpopulation dargestellt. Des Weiteren wurde die Durchführung einer Serie von elf teilstrukturierten Interviews mit den leitenden Angestellten deutscher, börsennotierter Unternehmen dargestellt. Schlußendlich erfolgte eine explizite Darstellung der Operationalisierungen der verwendeten Variablen.

In einem dritten Unterabschnitt wurden neben einer deskriptiven Darstellung ihrer Eigenschaften mögliche Verzerrungen der Inferenzpopulation diskutiert. Hierbei wurde die Möglichkeit einer solchen Verzerrung durch einen Informant-Bias oder Mißverständnisse sowie in eingeschränktem Maße durch einen Coverage-Bias als unwahrscheinlich erachtet. Im Gegensatz hierzu wurde ein Non-Response-Bias auf Grund der unterschiedlichen Motivation der Untersuchungsobjekte als wahrscheinlich und ein Social-Desirability-Bias vor dem Hintergrund der Ergebnisse einer Überprüfung der vorliegenden Daten durch einen „other people approach“ als höchst wahrscheinlich angesehen. Es ist aus diesen Gründen davon auszugehen, daß das in den befragten Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie das im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage angegebene Maß an Managermyopie deutlich überschreitet.

V. ERGEBNISSE

Im folgenden Abschnitt sollen die Ergebnisse der durchgeführten empirischen Untersuchung dargestellt werden. Hierzu wird zunächst eine deskriptive Analyse der Ergebnisse der Fragebogenumfrage vorgenommen; dies geschieht unter Zuhilfenahme der Ergebnisse der Interviewserie. Auf Basis dieser Ergebnisse wird hierbei der Versuch einer indikativen Beantwortung der formulierten Fragestellungen unternommen. In einem weiteren Schritt werden dann die aufgestellten wissenschaftlichen Hypothesen in statistische Hypothesen überführt. Diese werden statistischen Signifikanztests unterzogen, welche die Basis für Entscheidungen über Annahme oder Ablehnung der wissenschaftlichen Hypothesen bilden.

1. DESKRIPTIVE ANALYSE

Im folgenden Abschnitt sollen die im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage durch die Teilnehmer gegebenen Antworten dargestellt werden und eine deskriptive Analyse dieser Daten sowie mit Hilfe der in der Interviewserie getroffenen Aussagen eine indikative Beantwortung der in Abschnitt IV.1.1 formulierten Fragestellungen erfolgen. Hierzu sei bereits an dieser Stelle auf eine Darstellung der relativen Häufigkeiten der im Rahmen dieser Umfrage gegebenen Antworten verwiesen, welche sich in Anhang 4 findet.

1.1. EXISTENZ VON MANAGERMYOPIE IN DEUTSCHEN UNTERNEHMEN

Ausgangspunkt für die Beantwortung von Fragestellung 1, der Frage nach der Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen, sind die durch die Teilnehmer der Fragebogenumfrage gegebenen Antworten auf die Items 3b und 3d des Fragebogens. In diesen wurde jeweils die Zustimmung der befragten CFOs zu einer Aussage, wonach in dem jeweiligen Unternehmen bzw. Untersuchungsobjekt eine bestimmte Variante von Managermyopie existiert, erfragt.

Von Interesse bei der Beantwortung von Fragestellung 1 ist insbesondere eine itemübergreifende Betrachtung der Antworten zu diesen insgesamt neun Aussagen, welche in den nachfolgenden Abschnitten in den Tabellen 3 und 4 dargestellt sind. Hiernach stimmten insgesamt 50 befragte CFOs mindestens einer dieser Aussagen voll

und ganz oder eher zu, was 40,3% der 124 gültigen Antworten⁵³⁴ entspricht. Insgesamt neun CFOs stimmten mindestens einer dieser Aussagen voll und ganz zu. Gleichzeitig stimmten insgesamt 51 befragte CFOs allen diesen Aussagen eher nicht oder überhaupt nicht zu, was 41,1% der 124 gültigen Antworten entspricht.

Diese Ergebnisse können insgesamt als überaus deutliche Hinweise auf die Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen betrachtet werden. Die Tatsache, daß über 40% der befragten CFOs angeben, daß in ihren Unternehmen in der Vergangenheit managermyopische Entscheidungen getroffen wurden, deutet stark auf die Existenz dieses Phänomens in der deutschen Wirtschaft hin. Dies muß nicht notwendigerweise bedeuten, daß sämtliche börsennotierte deutsche Unternehmen von diesem Problem betroffen sind. Auch für den basierend auf den gegebenen Antworten als wahrscheinlich anzusehenden Fall, daß Managermyopie lediglich in einem Teil dieser Betriebe existiert, muß die Existenz dieses Phänomens und der sich hieraus ergebenden Ineffizienzen in der deutschen Wirtschaft bejaht werden.

Für die Interpretation der auf die Items 3b und 3d des Fragebogens gegebenen Antworten ist darüber hinaus eine starke zu vermutende Verzerrung dieser Antworten auf Grund eines Non-Response-Bias⁵³⁵ sowie eines Social-Desirability-Bias⁵³⁶ von Bedeutung, welche als äußerst wahrscheinlich anzusehen ist. Es ist daher davon auszugehen, daß das in den befragten Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie das im Rahmen der durchgeführten Fragebogenumfrage angegebene Maß an Managermyopie nochmals deutlich überschreitet.

Managermyopie führt zu einer Nichtdurchführung vorteilhafter Investitionsprojekte und damit zu einer Verminderung des langfristigen Wertes des Unternehmens und der Vermögensposition der langfristigen Aktionäre⁵³⁷. Basierend auf dem vorliegenden Datenmaterial und dem zu erwartenden Non-Response-Bias und Social-Desirability-Bias der Inferenzpopulation ist es als wahrscheinlich anzusehen, daß dieses Verhalten in

⁵³⁴ Sechs Fragebögen wurden ohne Beantwortung mindestens eines der Items 3b und 3d returniert.

⁵³⁵ Vgl. zu dem bei der durchgeführten Untersuchung zu erwartenden Non-Response-Bias Abschnitt IV.3.2.2.

⁵³⁶ Vgl. zu dem bei der durchgeführten Untersuchung zu erwartenden Social-Desirability-Bias Abschnitt IV.3.2.3.

⁵³⁷ Vgl. Abschnitt II.1.

einem bedeutsamen Teil der deutschen Wirtschaft stattfindet, und sich hieraus starke Wohlfahrtsverluste für die Aktionäre der betroffenen Unternehmen ergeben.

Ein Teilnehmer der Interviewserie beschrieb diese Situation wie folgt: „Die meisten Firmen pushen ihr Ergebnis, und das auch durch materielle Bilanzpolitik.“ Ein anderer Interviewee setzte Managermyopie in Verbindung mit durch Unternehmen kommunizierte Aussagen über zukünftige bilanzielle Ergebnisse und beschrieb die Situation in seinem Unternehmen folgendermaßen: „Wenn man ein verlässliches Unternehmen sein möchte, versucht man seine Ziele zu erfüllen. Auf Grund der Volatilität des Geschäftes ist das manchmal auf natürlichem Wege nicht möglich. Und dann muß man eine Entscheidung treffen.“

1.2. EXISTENZ VON AUFWENDUNGSMYOPIE IN DEUTSCHEN UNTERNEHMEN

Im Folgenden soll eine indikative Beantwortung von Fragestellung 1a, der Frage nach der Existenz von Aufwendungsmyopie in deutschen Unternehmen, erfolgen. Hierbei sind die in der Fragebogenumfrage gegebenen, nachfolgend in Tabelle 3 dargestellten Antworten auf die Items 3b des Fragebogens, welche bestimmte Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie widerspiegeln, bei einer wiederum itemübergreifenden Betrachtung von Interesse. Hiernach stimmten insgesamt 46 Befragte mindestens einer dieser Aussagen voll und ganz oder eher zu, was 37,1% der 124 gültigen Antworten⁵³⁸ entspricht. Gleichzeitig stimmten insgesamt 57 befragte CFOs allen diesen Aussagen eher nicht oder überhaupt nicht zu, was 46,0% der 124 gültigen Antworten entspricht.

⁵³⁸ Sechs Fragebögen wurden ohne Beantwortung mindestens eines der Items 3b returniert.

Tabelle 3: Antworten zu den Items 3b1 mit 3b5

Aussage: Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen in folgenden Bereichen zu unterlassen:

Item	Bereich	Stimme voll und ganz oder eher zu	Stimme eher oder überhaupt nicht zu	Arithmetisches Mittel
3b1	Forschung und Entwicklung	14,9%	73,7%	4,06
3b2	Pflege von Kundenbeziehungen	8,2%	82,0%	4,29
3b3	Werbung	19,4%	61,3%	3,84
3b4	Einstellung neuer Mitarbeiter	20,3%	63,4%	3,87
3b5	Personalentwicklung	16,9%	62,1%	3,87

Diese Ergebnisse und insbesondere die Tatsache, daß über 37% der befragten CFOs angeben, daß in ihren Unternehmen in der Vergangenheit aufwendungsmyopische Entscheidungen getroffen wurden, können als deutliche Hinweise auf die Existenz von Aufwendungsmyopie in deutschen Unternehmen betrachtet werden. Dies ist wiederum nicht als Widerspruch zu der Tatsache zu sehen, daß über 46% der Befragten die Frage nach Aufwendungsmyopie in ihren Unternehmen verneinen. Vielmehr sind die Ergebnisse nach Ansicht des Verfassers als starker Beleg für die Existenz von Aufwendungsmyopie zumindest in einem Teil der deutschen Unternehmen zu betrachten. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund des auch bei dieser Fragestellung zu erwartenden Non-Response-Bias und Social-Desirability-Bias zu sehen.

Bei einem Vergleich der Datenlage bzgl. der Fragen nach der Existenz von Manager- bzw. Aufwendungsmyopie fällt auf, daß ein Großteil der in der Vergangenheit managermyopischen Unternehmen Aufwendungsmyopie betrieb. Diese Beobachtung steht in keinem Widerspruch zur Managermyopie-Literatur. Dort werden als Beispiele für Managermyopie zum Großteil Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie genannt. Sie wird des Weiteren bestätigt durch die Äußerungen der Befragten der Interviewserie. Die dort angegebenen Fälle von Managermyopie im jeweils eigenen Unternehmen äußern sich zum Großteil in Aufwendungsmyopie.

1.3. EXISTENZ VERSCHIEDENER AUSPRÄGUNGEN VON AUFWENDUNGS-MYOPIE IN DEUTSCHEN UNTERNEHMEN

Die Fragen nach der Existenz verschiedener Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie - namentlich der Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, Werbung, Personalentwicklung, die Einstellung neuer Mitarbeiter und die Pflege von Kundenbeziehungen - in deutschen Unternehmen wurden in Abschnitt IV.1.1.1. als Fragestellungen 1aa mit 1ae formuliert. Zur Beantwortung dieser Fragen werden im Folgenden die in der Fragebogenumfrage gegebenen Antworten auf die Items 3b des Fragebogens, welche sich auf jeweils eine dieser Ausprägungsformen beziehen und im vorangegangenen Abschnitt in Tabelle 3 dargestellt wurden, herangezogen.

Hiernach stimmten 14,9% der Befragten CFOs voll und ganz oder eher der Aussage zu, wonach ihr Unternehmen in der Vergangenheit Aufwendungsmyopie durch die Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung betrieben habe. Die respektiven Werte für die Pflege von Kundenbeziehungen, Werbung, die Einstellung neuer Mitarbeiter und Personalentwicklung betragen 8,2%, 19,4%, 20,3% und 16,9%.

Diese prozentualen Zustimmungswerte für die verschiedenen Ausprägungen von Aufwendungsmyopie liegen deutlich unter den Zustimmungswerten für Aufwendungs- bzw. Managermyopie. Dieses Ergebnis der Fragebogenumfrage legt nahe, daß sich Aufwendungsmyopie in verschiedenen Unternehmen auf verschiedene Art und Weise äußert. Dies wird durch einen Teilnehmer der Interviewserie bestätigt, welcher diesbezüglich angab: „Die Kostenstruktur ist in jedem Unternehmen anders.“

Aus diesen prozentualen Zustimmungswerten ergeben sich - insbesondere vor dem Hintergrund des auch bei dieser Fragestellung zu erwartenden Non-Response-Bias und Social-Desirability-Bias - relativ starke Indizien für die Existenz von Aufwendungsmyopie durch die Unterlassung von Aufwendungen für Werbung und die Einstellung neuer Mitarbeiter sowie in vermindertem Masse von Forschung und Entwicklung sowie Personalentwicklung. Die Frage nach der Existenz von Aufwendungsmyopie durch die Unterlassung von Aufwendungen für die Pflege von Kundenbeziehungen ist hingegen basierend auf dem vorliegenden Datenmaterial tendenziell zu verneinen.

Bei einem Vergleich dieser Zustimmungswerte untereinander fällt auf, daß hier neben Werbung insbesondere die Einstellung neuer Mitarbeiter als ein der Aufwendungsmyopie unterliegender Bereich hervorsticht und im Vergleich hierzu der Zustimmungswert bzgl. des Bereiches Forschung und Entwicklung deutlich geringer ausfällt. Mit Hinblick auf die Managermyopie-Literatur überrascht dieses Ergebnis teilweise. Dort wird die Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung am häufigsten als Ausprägungsform nicht nur von Aufwendungs-, sondern auch von Managermyopie genannt⁵³⁹. Gleichzeitig dort wird der Bereich der Einstellung neuer Mitarbeiter kaum als ein der Aufwendungsmyopie unterliegender Bereich genannt.

Diese Differenz ist potentiell durch eine Überschneidung dieses Bereiches mit anderen Bereichen zu erklären. So ist es möglich, daß ein Unternehmen Aufwendungsmyopie dadurch betreibt, daß es nicht neue Mitarbeiter in den für Werbung oder Forschung und Entwicklung zuständigen Abteilungen einstellt. Die Unterlassung dieser Aufwendungen kann daher sowohl dem Bereich der Einstellung neuer Mitarbeiter als auch dem Bereich der Werbung bzw. Forschung und Entwicklung zugerechnet werden.

Ein weiterer Grund für dieses Ergebnis könnte in einer Ergebnisverzerrung durch einen unterschiedlich starken Social-Desirability-Bias liegen; es erscheint möglich, daß die befragten CFOs die Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung als bezogen auf ihre Öffentlichkeitswirkung besonders negativ ansehen. Der relativ hohe Zustimmungswert für den Bereich Werbung überrascht hingegen nicht. Dieser wird in der Managermyopie-Literatur häufig als ein der Aufwendungsmyopie unterliegender Bereich aufgeführt⁵⁴⁰.

Diese Ergebnisse der Fragebogenumfrage werden durch die geführten Interviews teilweise bestätigt. Dort gaben Interviewees u. a. an, in der Vergangenheit Aufwendungsmyopie durch Kürzung von Marketingaufwendungen und - im Fall eines Medienunternehmens - von Aufwendungen für die Programmgestaltung sowie durch die bewußte Ansiedelung bestimmter Geschäftsbereiche in verschiedenen rechtlichen Einheiten betrieben zu haben.

⁵³⁹ Vgl. Abschnitt II.2.1.1.

⁵⁴⁰ Vgl. Abschnitt II.2.1.2.

Im Gegensatz hierzu wurden in den Interviews keine Angaben zur Existenz von Aufwendungsmyopie durch Unterlassung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung gemacht. Ein in einem Unternehmen einer technologieintensiven Branche beschäftigter Interviewee gab hierzu an: „An Forschung und Entwicklung führt kein Weg vorbei. Forschung und Entwicklung machen einen so großen Anteil an unserem Gesamtunternehmen aus, daß alle Analysten, Investmentbanker und Aktionäre Investments in diesem Feld verstehen.“

1.4. EXISTENZ VON ERTRAGSMYOPIE IN DEUTSCHEN UNTERNEHMEN

Zur Beantwortung der Fragestellung 1b nach der Existenz von Ertragsmyopie in deutschen Unternehmen werden nachfolgend analog zu dem in Abschnitt V.1.2 gewählten Vorgehen die Antworten auf die Items 3d des Fragebogens betrachtet, welche verschiedene Ausprägungsformen von Ertragsmyopie repräsentieren. Diese Antworten sind nachfolgend in Tabelle 4 dargestellt.

Tabelle 4: Antworten zu den Items 3d1 mit 3d4 (detailliert)

Aussage: Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch folgende, langfristig nicht sinnvolle, Maßnahmen zu erzielen:

Item	Bereich	Stimme voll und ganz oder eher zu	Stimme eher oder überhaupt nicht zu	Arithmetisches Mittel
3d1	Preiserhöhungen (Marktanteilaufgabe)	5,3%	83,3%	4,37
3d2	Preissenkungen (Preiskampf)	12,1%	72,4%	4,09
3d3	Markenausweitung auf neue Produkte (Markenverwässerung)	7,0%	81,6%	4,33
3d4	Nutzung neuer Distributionskanäle (Markenverwässerung)	9,7%	75,2%	4,25

Eine itemübergreifende Analyse dieser Daten ergibt, daß 18,6% der Befragten mindestens einer dieser Aussagen voll und ganz oder eher zustimmten⁵⁴¹. Gleichzeitig

⁵⁴¹ Zwölf Fragebögen wurden ohne Beantwortung mindestens eines der Items 3d returniert. Die Angabe von 18,6% bezieht sich daher auf 22 Befragte bei 118 gültigen Antworten.

stimmten insgesamt 77 befragte CFOs allen diesen Aussagen eher nicht oder überhaupt nicht zu, was 65,2% der 118 gültigen Antworten entspricht.

Basierend auf diesen Antworten und vor dem Hintergrund einer deutlich höheren Zustimmungsrates zu den auf Aufwendungsmyopie bezogenen Items muß Ertragsmyopie in deutschen Unternehmen als vergleichsweise geringes Problem eingestuft werden.

Diese Relation steht nicht im Widerspruch zur Managermyopie-Literatur. Dort werden als Beispiele für Managermyopie zum Großteil Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie genannt. Sie deckt sich des Weiteren mit den Äußerungen der Befragten der Interviewserie. Die dort angegebenen Fälle von Managermyopie im jeweils eigenen Unternehmen äußern sich zum Großteil in Aufwendungsmyopie, während lediglich ein Fall von Ertragsmyopie angegeben wurde. Gleichwohl muß die Existenz von Ertragsmyopie in einer limitierten Anzahl von Unternehmen, insbesondere vor dem Hintergrund des sich auch hier potentiell ergebenden Non-Response-Bias und Social-Desirability-Bias, bejaht werden.

1.5. EXISTENZ VERSCHIEDENER AUSPRÄGUNGEN VON ERTRAGSMYOPIE IN DEUTSCHEN UNTERNEHMEN

Die in Abschnitt IV.1.1.1. formulierten Fragestellungen 1ba mit 1bd nach der Existenz verschiedener Ausprägungsformen von Ertragsmyopie sollen im Folgenden anhand der in der Fragebogenumfrage gegebenen, in Tabelle 4 dargestellten Antworten auf die Items 3d des Fragebogens indikativ beantwortet werden. Es handelt sich bei diesen Ausprägungsformen um Ertragsmyopie durch Marktanteilsaufgabe durch Preiserhöhungen, Preiskampf durch Preissenkungen, Markenverwässerungen durch Markenausweitung auf neue Produkte und Markenverwässerungen durch die Nutzung neuer Distributionskanäle.

12,1% der Befragten CFOs stimmten voll und ganz oder eher der Aussage zu, daß ihr Unternehmen in der Vergangenheit Ertragsmyopie durch die Erzielung von Erträgen durch Preissenkungen betrieben habe. Die respektiven Werte für Preiserhöhungen,

Markenausweitungen und die Nutzung neuer Distributionskanäle betragen 5,3%, 7,0% und 9,7%⁵⁴².

Aus diesen prozentualen Zustimmungswerten ergeben sich - wiederum vor dem Hintergrund des auch bei dieser Fragestellung zu erwartenden Non-Response-Bias und Social-Desirability-Bias - leichte Indizien für die Existenz von Ertragsmyopie durch die Erzielung von Erträgen durch Preissenkungen. Die Frage nach der Existenz von Ertragsmyopie durch Preiserhöhungen, Markenausweitungen und die Nutzung neuer Distributionskanäle ist hingegen basierend auf dem vorliegenden Datenmaterial tendenziell zu verneinen.

Der Grund für diese relativ geringen Zustimmungswerte kann darin gesehen werden, daß Ertragsmyopie in deutschen Unternehmen im Vergleich zu Aufwendungsmyopie - vorbehaltlich einer möglichen Verzerrung der Antworten auf die relativ komplizierten Items 3d des Fragebogens durch Mißverständnis - ein weniger gravierendes Problem darstellt. Diese Sicht der Dinge wird durch die Ergebnisse der Interviewserie gestützt, in welcher lediglich ein Fall von Ertragsmyopie angegeben wurde.

Bei diesem Fall handelte es sich um durch ein Unternehmen angegebene Gewinnrealisierungen durch wirtschaftlich nicht sinnvolle Verkäufe von Vermögensgegenständen und Unternehmensbeteiligungen. Die Tatsache, daß diese Ausprägung von Ertragsmyopie nicht in den Items 3d des auf Basis umfangreicher Pretests und einer Auswertung der Managermyopie-Literatur erstellten Fragebogens aufgeführt war, spricht für die Vielschichtigkeit des Phänomens Ertragsmyopie. Unternehmen scheinen über sehr viele verschiedene Möglichkeiten zu verfügen, ihr Periodenergebnis durch Ertragsmyopie zu erhöhen. Diese Möglichkeiten unterscheiden sich von Unternehmen zu Unternehmen. Sie scheinen allerdings verglichen zu Varianten der Ergebniserhöhung durch Aufwendungsmyopie in deutlich geringerem Umfang genutzt zu werden.

⁵⁴² Diese prozentualen Zustimmungswerte für die verschiedenen Ausprägungen von Ertragsmyopie liegen deutlich unter den Zustimmungswerten für Ertragsmyopie. Der Grund hierfür ist wiederum in den gewählten Operationalisierungen zu suchen. Vgl. hierzu Abschnitt IV.2.4.

1.6. EXISTENZ VON KAPITALMARKTDRUCK IN DEUTSCHEN UNTERNEHMEN

In zahlreichen Einzelfallberichten, theoretischen Arbeiten und empirischen Studien der Managermyopie-Literatur wird Kapitalmarktdruck als Ursache von Managermyopie beschrieben⁵⁴³. Die vor diesem Hintergrund interessante Fragestellung nach der Existenz von Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen wurde in der Fragebogenumfrage als Fragestellung 2 formuliert: "Übt der Kapitalmarkt Druck auf deutsche Unternehmen aus, kurzfristig positive bilanzielle Ergebnisse auf Kosten langfristiger bilanzieller Ergebnisse darzustellen?" In der vorliegenden Untersuchung wurde Kapitalmarktdruck durch die linear transformierten Antworten zu Frage 2 des Fragebogens operationalisiert⁵⁴⁴. Diese Antworten liefern daher Indizien zur Beantwortung der Frage nach der Existenz von Kapitalmarktdruck.

Eine Analyse dieser Antworten ergibt, daß der Aussage "Der Kapitalmarkt übt Druck auf unser Unternehmen aus, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen." bezogen auf 130 gültige Antworten 10,0% der Befragten voll und ganz, 36,9% eher, 20,0% eher nicht und 9,2% überhaupt nicht zustimmten. 23,8% der Befragten äußerten sich neutral. Das arithmetische Mittel der linear transformierten Variable KMD lag bei 3,18.

Diese Ergebnisse sind als starkes Indiz für die Existenz von Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen anzusehen. Die Tatsache, daß 46,9% der befragten CFOs, welche üblicherweise durch regelmäßige Gespräche mit Kapitalgebern und Analysten einen guten Einblick in deren Anforderungen besitzen, einer Aussage zur Existenz von Kapitalmarktdruck voll und ganz oder eher zustimmen, deutet stark auf die Existenz dieses Phänomens in der deutschen Wirtschaft hin. Hierbei ist vorstellbar, daß verschiedene Unternehmen Kapitalmarktdruck von verschiedener Intensität ausgesetzt sind. Insbesondere läßt sich vermuten, daß Unternehmen mit einer hohen Berichtsfrequenz, einem geringen Anteil strategischer Langfristinvestoren, einer geringen Fremdkapitalquote oder einer geringen Unternehmensgröße sowie Unternehmen aus bestimmten Industrien in höherem Masse Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind als andere Unternehmen⁵⁴⁵.

⁵⁴³ Vgl. hierzu und im Folgenden Abschnitt IV.1.1.2.

⁵⁴⁴ Vgl. Abschnitt IV.2.4.2.

⁵⁴⁵ Vgl. zu einer Untersuchung dieser Vermutungen Abschnitt V.2.

Gleichwohl ist an dieser Stelle im Vergleich zu den vorangegangenen Fragestellungen nach der Existenz von Managermyopie von einer deutlich geringeren Verzerrung der gegebenen Antworten durch einen Non-Response-Bias und Social-Desirability-Bias auszugehen. Der Grund hierfür ist darin zu sehen, daß durch die Angabe, das eigene Unternehmen stünde unter Kapitalmarktdruck, im Vergleich zu der Aussage, das eigene Unternehmen verhalte sich managermyopisch, in deutlich geringerer Masse ein negatives Bild der Befragten geprägt wird.

Auch die Ergebnisse der durchgeführten Interviews legen die Existenz von Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen nahe. Dort wurde den elf Befragten die Frage gestellt: „Existiert Ihrer Ansicht nach Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen?“ Diese Frage beantworteten sieben Befragte uneingeschränkt und vier Befragte eingeschränkt mit ja. Ein Interviewee gab an: „Der Druck ist extrem hoch.“ Ein weiterer Interviewpartner gab an: „Ja. Die Aktionäre wollen Ergebnisse sehen.“ Ein dritter Befragter gab als Antwort: „Von Unternehmensnachrichten und An- und Verkäufen hängt eine ganze Industrie ab.“

In einer zweiten Frage lag der Schwerpunkt auf Kapitalmarktdruck speziell auf dem eigenen Unternehmen: „Wird Ihrer Ansicht nach von Seiten des Kapitalmarkts Druck auf Ihr Unternehmen ausgeübt, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen?“ Diese Frage wurde von einem Befragten voll und ganz und von fünf Befragten tendenziell mit ja beantwortet, während zwei Befragte voll und ganz mit nein antworteten. Ein Befragter äußert sich neutral; zwei Interviewpartner gaben keine Antwort zu dieser Frage. Die Verteilung der Antworten zu dieser Frage wich also nicht deutlich von der Verteilung der Antworten der Fragebogenaktion ab.

Von Interesse sind an dieser Stelle die Kommentare der Interviewpartner. So gab ein eher zustimmender Befragter an: „Ja. Der Druck ist nicht gewaltig, aber wir spüren ihn. Wir haben langfristige Ziele, und die passen teilweise nicht zu diesem Druck.“ Der neutral antwortende Interviewee konstatierte: „Da ist nicht so ein direkter Zusammenhang.“ Ein weiterer Interviewpartner gab zu Protokoll: „Jeder will bessere Zahlen.“

2. INFERENZSTATISTISCHE ANALYSE

Im folgenden Abschnitt werden die in Abschnitt IV.1.2. aufgestellten Forschungshypothesen in statistische Hypothesen transformiert. Diese werden statistischen Signifikanztests unterzogen, welche die Basis für Entscheidungen über die Annahme oder Ablehnung der wissenschaftlichen Hypothesen bilden sollen.

2.1. KAPITALMARKTDRUCK UND MANAGERMYOPIE

In Abschnitt IV.1.2.1 wurde in Hypothese 1 ein Unterschied in der Managermyopie von unterschiedlichem Kapitalmarktdruck ausgesetzten Unternehmen postuliert. Zur Überprüfung dieser Forschungshypothese ist eine Transformation derselben in eine statistische Hypothese vonnöten⁵⁴⁶. Eine solche statistische Hypothese kann prinzipiell als sog. Unterschiedshypothese oder als sog. Zusammenhangshypothese formuliert werden, wobei zwischen gerichteten und ungerichteten Hypothesen unterschieden werden kann⁵⁴⁷. Im Folgenden soll eine Formulierung⁵⁴⁸ der statistischen Hypothese H_{stat_1} als gerichtete Unterschiedshypothese erfolgen⁵⁴⁹. Das Hypothesenpaar hierzu lautet⁵⁵⁰:

$$(8) \quad H_{stat_{10}}: \mu_{MMKMD \text{ hoch}} \leq \mu_{MMKMD \text{ gering}}$$

$$(9) \quad H_{stat_{11}}: \mu_{MMKMD \text{ hoch}} > \mu_{MMKMD \text{ gering}}$$

Die Formulierungen $\mu_{MMKMD \text{ hoch}}$ und $\mu_{MMKMD \text{ gering}}$ beziehen sich hierbei auf den Mittelwert des Merkmals Managermyopie in den Gruppen der Unternehmen mit einer

⁵⁴⁶ Vgl. BORTZ/DÖRING (2006), S. 8.

⁵⁴⁷ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 139.

⁵⁴⁸ Die statistische Hypothese H_{stat_1} wird wie im Folgenden sämtliche weiteren statistischen Hypothesen als Hypothesenpaar aus Null- und zugehöriger Alternativhypothese formuliert. Vgl. zum Konzept von Null- und Alternativhypothese allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 138.

⁵⁴⁹ Die Ergebnisse dieses und der folgenden, ebenfalls auf Basis von Unterschiedshypothesen durchgeführten statistischen Tests sind im Wesentlichen robust gegenüber einer alternativen Formulierung der statistischen Hypothesen als Zusammenhangshypothesen. Die Ergebnisse der statistischen Überprüfung von alternativ formulierten Zusammenhangshypothesen können bei Interesse durch den Verfasser verfügbar gemacht werden.

⁵⁵⁰ Bei der an dieser Stelle formulierten statistischen Hypothese handelt es sich wie bei sämtlichen im Folgenden formulierten statistischen Hypothese um sog. Nil-Nullhypothesen. Da in die folgenden Überprüfungen dieser Hypothesen jeweils die Effektgröße und die Teststärke mit einfließen, wurde auf die Formulierung von sog. Minimum-Effekt-Nullhypothesen verzichtet. Vgl. hierzu ausführlichst BORTZ/DÖRING (2006), S. 635 ff.

relativ hohen bzw. geringen Ausprägung der sogenannten Gruppierungsvariablen Kapitalmarktdruck.

Zur Ermittlung dieser Gruppen ist die Festlegung eines Trennwertes erforderlich, ab dem Unternehmen als hohem Kapitalmarktdruck unterliegend klassifiziert werden. Dieser Wert wird an dieser Stelle mit drei festgelegt, was dem Median der Inferenzpopulation hinsichtlich des Merkmals Kapitalmarktdruck entspricht⁵⁵¹. Eine Darstellung dieser Gruppen findet sich nachfolgend in Tabelle 5⁵⁵².

Tabelle 5: Gruppenstatistik *KMD gering* und *KMD hoch* für die Testvariable MM

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>KMD hoch</i>	KMD > 3	57	2,29	0,81
<i>KMD gering</i>	KMD =< 3	67	1,62	0,72

Bereits die deskriptive Betrachtung zeigt eine große Differenz der Mittelwerte der beiden Gruppen im Sinne von $H_{stat_{11}}$. Zur inferenzstatistischen Überprüfung dieser Beobachtung ist in einem nächsten Schritt die Auswahl eines statistischen Testverfahrens notwendig. Hierfür stehen prinzipiell sog. parametrische Testverfahren, welche als abhängige Variable aus den Daten einer Stichprobe oder Inferenzpopulation geschätzte Populationsparameter verwenden, sowie sog. nonparametrische Testverfahren, welche die Beschaffenheit von Verteilungen allgemein untersuchen, zur Verfügung⁵⁵³. Während Ersteren im Normalfall die Annahme zu Grunde liegt, daß die abhängige Variable in der angestrebten Grundgesamtheit normalverteilt sowie intervallskaliert ist, sind Letztere auch bei einer Verletzung dieser Annahme durchführbar.

Im vorliegenden Fall wird davon ausgegangen, daß die abhängige Variable Managermyopie intervallskaliert ist; gleichzeitig wird allerdings nicht davon ausgegangen, daß diese Variable normal verteilt ist⁵⁵⁴. In der jüngeren statistischen Literatur wird jedoch eine Normalverteilung der abhängigen Variablen lediglich für Stichproben- bzw. Inferenzgesamtheitsumfänge von unter 30 als Voraussetzung für die Verwendbarkeit

⁵⁵¹ Unternehmen mit KMD = 3 werden nach dieser Klassifizierung der Gruppe *KMD gering* zugeordnet.

⁵⁵² Die Statistiken für diese und die folgenden Analysen basieren auf den Fällen, die für keine der Variablen fehlende Daten oder Daten außerhalb des Bereichs für die Gruppenvariable aufweisen.

⁵⁵³ Vgl. zu parametrischen und nonparametrischen Testverfahren allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 231 ff.

⁵⁵⁴ Vgl. Abschnitt IV.2.4.1.

parametrischer Verfahren angesehen⁵⁵⁵ und teilweise generell parametrischen gegenüber nonparametrischen Verfahren der Vorzug gegeben⁵⁵⁶. Aus diesem Grund wurde an dieser Stelle ein parametrisches Testverfahren, der sog. t-Test für unabhängige Stichproben⁵⁵⁷ zur Überprüfung von H_{stat_1} ausgewählt.

Auch für die nachfolgenden Prüfungen von Hypothesen mit den abhängigen Variablen MM und KMD⁵⁵⁸ werden meist parametrische Testverfahren ausgewählt⁵⁵⁹. Die Ergebnisse der folgenden statistischen Analysen sind allerdings gegenüber einer alternativen Durchführung mit Hilfe nonparametrischer Testverfahren äußerst robust⁵⁶⁰.

Der t-Test für unabhängige Stichproben steht in den Varianten des bei Varianzhomogenität bzw. Varianzheterogenität der Gruppen verwendeten pooled-variance t-Test bzw. separate-variance t-Test zur Verfügung⁵⁶¹; aus diesen wurde - auch in den Folgenden Untersuchungen - der separate-variance t-Test ausgewählt⁵⁶².

Bei Durchführung dieses Tests mit einer korrigierten Anzahl von 113 Freiheitsgraden ergibt sich ein empirischer t-Wert von 4,864. Hieraus folgt, daß die Nullhypothese der

⁵⁵⁵ Vgl. KUBINGER et al. (2009), S. 26 sowie FAHRMEIR (2010), S. 438.

⁵⁵⁶ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche auf S. 266 von zahlreichen Befunden berichten, nach denen die parametrischen Verfahren robust gegenüber einer Verletzung der Normalverteilungsannahme sind, und ebenda resümieren: "Allgemein empfehlen wir jedoch die Verwendung der parametrischen Verfahren."

⁵⁵⁷ Vgl. zum t-Test für unabhängige Stichproben allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 250 ff.

⁵⁵⁸ Vgl. Abschnitt IV.2.4.2., wo auch für die Variable KMD Intervallskalencharakter angenommen wird.

⁵⁵⁹ Eine Ausnahme hiervon bildet der Abschnitt V.2.11.

⁵⁶⁰ Die Ergebnisse einer alternativen Überprüfung der Resultate der im Folgenden durchgeführten statistischen Untersuchungen mit Hilfe nonparametrischer Testverfahren können bei Interesse durch den Verfasser verfügbar gemacht werden.

⁵⁶¹ Vgl. BROSIUS (1998), S. 465 f. sowie zu einer abweichenden Nomenklatur TOUTENBURG et al. (1995), welche auf S. 157 den pooled-variance t-Test als doppelten t-Test und auf S. 159 den separate-variance t-Test als Welch-Test bezeichnen.

⁵⁶² Ein zur Überprüfung der Annahme der Varianzhomogenität durchgeführter sog. Levene-Test über die Gleichheit der Varianzen ergab an dieser Stelle ein F von 1,609. Hieraus ergibt sich bei einer Ablehnung der durch diesen Test überprüften Nullhypothese der Varianzgleichheit eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 20,7%, welche einen relativ hohen Wert darstellt und darauf hindeutet, daß die Varianzen der Grundgesamtheiten der beiden Klassen tatsächlich identisch sein könnten. Vgl. zum Levene-Test allgemein BROSIUS (1998), S. 466. An dieser Stelle wurde jedoch BÜHNER/ZIEGLER (2009) gefolgt, welche auf S. 257 in jedem Fall die Verwendung des t-Tests für heterogene Varianzen empfehlen, und an dieser Stelle sowie im Folgenden jeweils der separate-variance t-Test durchgeführt. Die Ergebnisse dieser und der folgenden statistischen Analysen unter der Durchführung von t-Tests für unabhängige Stichproben sind allerdings gegenüber einer alternativen Überprüfung durch pooled-variance t-Tests äußerst robust und führen in den Fällen, wo über die Homogenität der Varianzen nicht zweifelsfrei entschieden werden konnte, zu meist identischen Ergebnissen, welche durch den Verfasser bei Interesse verfügbar gemacht werden können.

Mittelwertgleichheit mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 0,1% abgelehnt werden muß. Die Teststärke⁵⁶³ beträgt hierbei 0,99 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; die Wahrscheinlichkeit, die Alternativhypothese fälschlicherweise abzulehnen, ist daher äußerst gering. Gleichzeitig beträgt das an dieser Stelle als Effektstärkemaß⁵⁶⁴ verwendete sog. Glass Delta⁵⁶⁵ dieses Effekts 0,88, was nach der Effektstärkekonivention von COHEN einem starken Effekt entspricht⁵⁶⁶. Das Konfidenzintervall für das Effektstärkemaß Glass Delta liegt hierbei bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen 0,51 und 1,25⁵⁶⁷.

Diese Ergebnisse liefern in Summe sehr starke Hinweise für die Vermutung, daß die Nullhypothese $H_{stat_{10}}$ abgelehnt werden muß und daß Unternehmen, welche einem relativ hohen Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind, sich in einem deutlich stärkeren Maße managermyopisch verhalten als Unternehmen, welche einem relativ geringen Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind.

Eine inhaltliche Auseinandersetzung mit diesen statistischen Erkenntnissen wirft die Frage nach der Kausalität des beobachteten Effektes auf⁵⁶⁸. Eine hierfür nach BÜHNER und ZIEGLER erforderliche theoretische Analyse⁵⁶⁹ legt eine Beeinflussung des Ausmaßes von managermyopischem Verhalten von Unternehmen durch das Maß an Kapitalmarktdruck, welchem diese ausgesetzt sind, nahe. Der Grund hierfür liegt in der

⁵⁶³ Vgl. zum Konzept der Teststärke allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche auf S. 173 diese für den Fall eines t-Tests definieren als „Wahrscheinlichkeit, mit der derselbe oder ein extremerer Wert der Prüfgröße ... als der kritische Wert unter der Alternativhypothese ... auftritt, wenn die Alternativhypothese in der Grundgesamtheit gilt. Wahrscheinlichkeit, einen Unterschied zu entdecken, wenn er tatsächlich vorliegt.“

⁵⁶⁴ Die sog. Effektstärke stellt ein insbesondere in der klinischen Forschung häufig verwendetes standardisiertes statistisches Maß dar, welches die relative Größe eines beobachteten Effektes angibt. Vgl. zu diesem Konzept allgemein BORTZ/DÖRING (2006), S. 605 ff., sowie BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche auf S. 173 ausführen: „Effektstärken geben grundsätzlich an, wie stark ein beobachteter Effekt ist. Im Falle von Mittelwertsdifferenzen sind Effektstärken standardisierte Mittelwertsunterschiede zwischen zwei abhängigen oder unabhängigen Stichproben.“

⁵⁶⁵ Vgl. zum Glass Delta allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 176 ff.

⁵⁶⁶ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche auf S. 177 die Effektstärkekoniventionen von COHEN für Glass Delta angeben. Hiernach liegt bei einem Glass Delta von 0,2 bzw. 0,5 oder 0,8 ein kleiner bzw. mittlerer oder starker Effekt vor.

⁵⁶⁷ Vgl. zur Verwendung von auf Effektstärkemaße bezogenen Konfidenzintervallen allgemein CUMMING/FINCH (2001).

⁵⁶⁸ Vgl. zur Analyse von Kausalitäten allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 590 f.

⁵⁶⁹ Da die vorliegenden Daten im Rahmen einer querschnittlichen Untersuchung erhoben wurden, kommt an dieser Stelle sowie im Folgenden eine Analyse der zeitlichen Abfolge von Prädiktor und Kriterium nicht in Frage.

Tatsache, daß - wie bereits dargestellt⁵⁷⁰ - sowohl Einzelfallberichte als auch theoretische und empirische Studien der Managermyopie-Literatur existieren, welche Kapitalmarktdruck als Mitursache bzw. notwendige Bedingung für das Entstehen von Managermyopie ansehen. Kapitalmarktdruck wird von außen an das Unternehmen herangetragen, während Managermyopie im Unternehmen entsteht. Ein Befragter der Interviewserie merkte hierzu an: „Man kann sich diesem Kapitalmarktdruck gegenüber nicht verschließen.“

2.2. BERICHTSFREQUENZ UND KAPITALMARKTDRUCK

In Abschnitt IV.1.2.2 wurde in Hypothese 2 ein Unterschied von Unternehmen mit verschiedenen Berichtsfrequenzen in Bezug auf den Kapitalmarktdruck, welchem sie ausgesetzt sind, postuliert. Dieser Unterschied soll im Folgenden mit Hilfe des Hypothesenpaars der als gerichtete Unterschiedshypothese formulierten statistischen Hypothese H_{stat_2} überprüft werden:

$$(10) \quad H_{stat_{2_0}}: \mu_{KMD_{BF \text{ hoch}}} \leq \mu_{KMD_{BF \text{ gering}}}$$

$$(11) \quad H_{stat_{2_1}}: \mu_{KMD_{BF \text{ hoch}}} > \mu_{KMD_{BF \text{ gering}}}$$

Als Trennwert der Gruppierungsvariablen Berichtsfrequenz wird mit dem Wert vier deren Median festgelegt. Die resultierenden Gruppen sind nachfolgend in Tabelle 6 dargestellt.

Tabelle 6: Gruppenstatistik *BF gering* und *BF hoch* für die Testvariable KMD

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>BF gering</i>	BF < 4	21	2,76	1,04
<i>BF hoch</i>	BF = 4	107	3,29	1,14

Eine Betrachtung dieser Gruppenstatistik zeigt eine relativ große Differenz der Gruppenmittelwerte im Sinne von $H_{stat_{2_1}}$. Eine Überprüfung dieser Differenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 30 Freiheitsgraden ergibt einen empirischen t-Wert von 2,085 bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 2,3%. Hieraus folgt, daß die Nullhypo-

⁵⁷⁰ Vgl. Abschnitt IV.1.2.1.

these der Mittelwertgleichheit auf einem Signifikanzniveau⁵⁷¹ von 5% abgelehnt werden kann.

Die Teststärke beträgt hierbei 0,65 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; die Wahrscheinlichkeit, die Alternativhypothese für die beobachtete Mittelwertdifferenz fälschlicherweise abzulehnen, ist daher höher als bei der im vorigen Abschnitt untersuchten Hypothese⁵⁷². Gleichzeitig beträgt das Glass Delta dieses Effekts 0,48, was einem mittleren Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt hierbei bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen 0,00 und 0,94.

In Summe liefern diese Ergebnisse sehr starke Indizien für die Existenz eines positiven Zusammenhanges zwischen Berichtsfrequenz und Kapitalmarktdruck. Eine Betrachtung der Kausalität dieses vermuteten Zusammenhanges legt in den Augen des Verfassers nahe, daß das Maß an Kapitalmarktdruck, welchem Unternehmen ausgesetzt sind, durch die Frequenz ihrer Berichterstattung beeinflusst wird. Dies wird auch durch sämtliche hierzu existierenden Einzelfallberichte suggeriert⁵⁷³. Allerdings kann auch die Möglichkeit, daß hohem bzw. niedrigem Kapitalmarktdruck ausgesetzte Unternehmen sich für eine hohe bzw. niedrige Berichtsfrequenz entscheiden zumindest theoretisch nicht ausgeschlossen werden.

Die im Rahmen der Interviewserie hierzu getroffenen Aussagen liefern jedoch starke Hinweise nicht nur für auf die Existenz eines Zusammenhanges, sondern auch auf eine kausale Beziehung zwischen Berichtsfrequenz als Ursache und Kapitalmarktdruck als Wirkung. So gab ein Befragter an, daß Quartalsberichterstattung verantwortlich für Kapitalmarktdruck sei, und ein weiterer führte hierzu aus: „Eine jährliche Berichtserstattung ist zu langsam, eine quartalsweise Berichtserstattung allerdings Käse, da bei einer Multiplebewertung⁵⁷⁴ ein Unternehmen mit einem Multiple von 15 nur ein

⁵⁷¹ Vgl. zum Signifikanzniveau allgemein BORTZ/DÖRING (2006), welche dieses auf S. 740 als per Konvention festgelegte Höchstgrenze der Irrtumswahrscheinlichkeit bezeichnen.

⁵⁷² Vgl. zur retrospektiven Analyse von Teststärken allgemein THOMAS (1997).

⁵⁷³ Vgl. Abschnitt IV.1.2.2.

⁵⁷⁴ Vgl. zur Multiplebewertung allgemein YOO (2006), welcher auf S. 109 ausführt: „A widely practiced technique for the equity valuation of a firm is to use the stock price multiple to an accounting performance measure of the comparable firms.“

Sechzigstel seiner Bewertung in einer Periode erklärt. Hieraus resultiert ein hoher Druck auf das Unternehmen.⁵⁷⁵

2.3. BERICHTSFREQUENZ UND MANAGERMYOPIE

In Abschnitt IV.1.2.2 wurde in Hypothese 3 ein Unterschied bzgl. der Managermyopie in Unternehmen mit unterschiedlichen Berichtsfrequenzen postuliert. Diese Hypothese wird in die als gerichtete Unterschiedshypothese formulierte statistische Hypothese H_{stat_3} übergeleitet, welche folgendes Hypothesenpaar aufweist:

$$(12) \quad H_{stat_{3_0}} : \mu_{MMBF\ hoch} \leq \mu_{MMBF\ gering}$$

$$(13) \quad H_{stat_{3_1}} : \mu_{MMBF\ hoch} > \mu_{MMBF\ gering}$$

Als Trennwert der Gruppierungsvariablen Berichtsfrequenz wird wie im vorangegangenen Abschnitt mit dem Wert vier ihr Median festgelegt. Eine Darstellung der sich hieraus ergebenden Gruppen findet sich nachfolgend in Tabelle 7.

Tabelle 7: Gruppenstatistik *BF gering* und *BF hoch* für die Testvariable MM

Gruppe	Bereich	N ⁵⁷⁶	Mittelwert	Standardabweichung
<i>BF gering</i>	BF < 4	19	1,91	0,86
<i>BF hoch</i>	BF = 4	103	1,95	0,83

Eine Betrachtung dieser Daten zeigt eine geringe Mittelwertdifferenz zwischen beiden Gruppen im Sinne der Alternativhypothese. Die Gruppe der Unternehmen mit einer geringen Berichtsfrequenz verhält sich in einem etwas geringeren Maße managermyopisch als die Gruppe der Unternehmen mit einer hohen Berichtsfrequenz.

Eine Überprüfung dieser Differenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 24 Freiheitsgraden ergibt allerdings

⁵⁷⁵ Ein dritter Befragter führte aus: „Durch die Erhöhung der Berichtsfrequenz ist der Druck gestiegen.“ Ein weiterer Interviewee gab an: „Ohne Quartalsberichte wäre der Druck geringer.“ Ein fünfter Befragter gab Quartalsberichterstattung u. a. als Hauptursache von Kapitalmarktdruck an.

⁵⁷⁶ Die stark unterschiedlichen Gruppengrößen sind hier auf die Schiefe der Verteilung zurück zu führen.

lediglich einen empirischen t-Wert von 0,157 und eine Sicherheitswahrscheinlichkeit⁵⁷⁷ von 56,2%. Hieraus folgt, daß die Nullhypothese der Mittelwertgleichheit auf einem Signifikanzniveau von 5% oder auch 10% nicht abgelehnt werden kann. Die Teststärke beträgt hierbei lediglich 0,07 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; gleichzeitig beträgt das Glass Delta dieses Effekts 0,04, was einem sehr kleinen Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,44 und 0,54.

In Summe muß die Hypothese 3 eines positiven Zusammenhanges zwischen Berichtsfrequenz und Managermyopie auf Basis dieser Ergebnisse sowie der Tatsache, daß sich auch aus den geführten Interviews keinerlei Hinweise auf einen solchen Zusammenhang ergeben, eindeutig verworfen werden.

2.4. STRATEGISCHE LANGFRISTINVESTOREN UND KAPITALMARKTDRUCK

Der in Hypothese 4 vermutete negative Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital und Kapitalmarktdruck soll im Folgenden mit Hilfe des Hypothesenpaares der statistischen Hypothese H_{stat_4} überprüft werden:

$$(14) \quad H_{stat_{4_0}}: \mu_{KMD_{SLI \text{ gering}}} \leq \mu_{KMD_{SLI \text{ hoch}}}$$

$$(15) \quad H_{stat_{4_1}}: \mu_{KMD_{SLI \text{ gering}}} > \mu_{KMD_{SLI \text{ hoch}}}$$

Als Trennwert der Gruppierungsvariable SLI wird mit dem Wert 0,5 ihr Median⁵⁷⁸ festgelegt. Die resultierenden Gruppen sind nachfolgend in Tabelle 8 dargestellt.

Tabelle 8: Gruppenstatistik *SLI gering* und *SLI hoch* für die Testvariable KMD

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>SLI gering</i>	SLI \leq 0,5	63	3,19	1,11
<i>SLI hoch</i>	SLI $>$ 0,5	62	3,19	1,17

⁵⁷⁷ Vgl. zur Sicherheitswahrscheinlichkeit allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche diese auf S. 173 beschreiben als die „Wahrscheinlichkeit, mit der ein weniger extremer Wert der Prüfgröße (t-Wert) als der kritische Wert unter der Nullhypothese H_0 auftritt, wenn die Nullhypothese in der Grundgesamtheit gilt....Wahrscheinlichkeit, keinen Unterschied zu entdecken, wenn tatsächlich keiner vorliegt.“

⁵⁷⁸ Unternehmen mit SLI = 0,5 werden nach dieser Klassifizierung der Gruppe *SLI gering* zugeordnet.

Die Mittelwerte der beiden Gruppen unterscheiden sich kaum. Eine inferenzstatistische Analyse ihrer Differenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 122 Freiheitsgraden ergibt folglich lediglich einen empirischen t-Wert von 0,015 und eine Sicherheitswahrscheinlichkeit von 50,6%. Die Teststärke beträgt hierbei lediglich 0,05 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; gleichzeitig liegt das Glass Delta dieses Effekts unter 0,01, was einem nicht vorhandenen Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,35 und 0,35.

In Summe bestätigen diese Ergebnisse in keiner Weise die aufgestellte Hypothese 4. Diese muß daher basierend auf dem vorliegenden Datenmaterial verworfen werden.

2.5. STRATEGISCHE LANGFRISTINVESTOREN UND MANAGERMYOPIE

In Hypothese 5 wird ein negativer Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital und Managermyopie vermutet. Es ergibt sich folgendes Hypothesenpaar der hieraus abgeleiteten statistischen Hypothese H_{stat_5} :

$$(16) \quad H_{stat_{5_0}}: \mu_{MM_{SLI \text{ gering}}} \leq \mu_{MM_{SLI \text{ hoch}}}$$

$$(17) \quad H_{stat_{5_1}}: \mu_{MM_{SLI \text{ gering}}} > \mu_{MM_{SLI \text{ hoch}}}$$

Als Trennwert der Gruppierungsvariable SLI wird wie im vorangegangenen Abschnitt mit dem Wert 0,5 ihr Median festgelegt. Die Statistik der sich hieraus ergebenden Gruppen findet sich nachfolgend in Tabelle 9.

Tabelle 9: Gruppenstatistik *SLI gering* und *SLI hoch* für die Testvariable MM

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>SLI gering</i>	SLI \leq 0,5	60	1,92	0,81
<i>SLI hoch</i>	SLI $>$ 0,5	61	1,97	0,86

Bereits die deskriptive Analyse dieser Daten führt zu einer Ablehnung von $H_{stat_{5_1}}$, da die Differenz der Mittelwerte der beiden Gruppen entgegen der dort vermuteten Richtung verläuft. Die Daten suggerieren tendenziell einen positiven Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital und Manager-

myopie, da sich die Unternehmen der Gruppe *SLI gering* in einer geringeren Masse managermyopisch verhalten als die Unternehmen Gruppe *SLI hoch*.

Da jedoch zumindest theoretisch auch ein solcher positiver systematischer Zusammenhang zwischen beiden Variablen möglich ist, wurde dennoch eine inferenzstatistische Analyse der Mittelwertdifferenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 119 Freiheitsgraden durchgeführt. Dieser ergibt einen empirischen t-Wert von 0,328 und eine Sicherheitswahrscheinlichkeit von 62,8%. Die Teststärke beträgt lediglich 0,09 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; gleichzeitig beträgt das Glass Delta dieses Effekts 0,06, was einem sehr kleinen Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,30 und 0,42.

In Summe kann basierend auf diesen Ergebnissen in keiner Weise ein systematischer Zusammenhang zwischen den Variablen SLI und MM angenommen werden. Die aufgestellte Hypothese 5 muß daher verworfen werden.

2.6. FREMDKAPITALQUOTE UND KAPITALMARKTDRUCK

Eine weitere zu untersuchende unabhängige Variable ist die Fremdkapitalquote. Hierzu wurde zunächst in Hypothese 6 ein negativer Zusammenhang zwischen dieser und dem Grad, in welchem das jeweilige Unternehmen Kapitalmarktdruck ausgesetzt ist, vermutet. Diese Hypothese wird in die statistische Hypothese H_{stat_6} transferiert, welche folgendes Hypothesenpaar aufweist:

$$(18) \quad H_{stat_{6_0}}: \mu_{KMD_{FK} \text{ gering}} \leq \mu_{KMD_{FK} \text{ hoch}}$$

$$(19) \quad H_{stat_{6_1}}: \mu_{KMD_{FK} \text{ gering}} > \mu_{KMD_{FK} \text{ hoch}}$$

Als Trennwert der Gruppierungsvariablen Fremdkapitalquote wird mit dem Wert 0,3 ihr Median festgelegt⁵⁷⁹. Die resultierenden Gruppen sind nachfolgend in Tabelle 10 dargestellt.

⁵⁷⁹ Unternehmen mit $FK = 0,3$ werden nach dieser Klassifizierung der Gruppe *FK gering* zugeordnet.

Tabelle 10: Gruppenstatistik *FK gering* und *FK hoch* für die Testvariable KMD

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>FK gering</i>	FK \leq 0,3	61	3,36	1,08
<i>FK hoch</i>	FK $>$ 0,3	59	3,03	1,19

Die Mittelwerte der beiden Gruppen unterscheiden sich deutlich im Sinne von $H_{stat_{61}}$. Eine inferenzstatistische Analyse dieser Mittelwertdifferenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 116 Freiheitsgraden ergibt einen empirischen t-Wert von -1,574 und eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 5,9%. Hieraus folgt, daß die Nullhypothese der Mittelwertgleichheit auf einem Signifikanzniveau von 5% nicht abgelehnt werden kann. Es handelt sich hierbei allerdings dennoch auf Grund der sehr hohen Sicherheitswahrscheinlichkeit um ein beachtenswertes Ergebnis, da ein p-Wert von 0,059 tendenziell einen Unterschied zwischen beiden Gruppen nahelegt⁵⁸⁰.

Die Teststärke beträgt hierbei allerdings lediglich 0,47 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; die Wahrscheinlichkeit, die Alternativhypothese fälschlicherweise abzulehnen, ist daher relativ hoch. Gleichzeitig beträgt das Glass Delta dieses Effekts -0,29, was einem kleinen bis mittleren Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt hierbei bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,65 und 0,07.

In Summe liefern diese Ergebnisse - trotz der Sicherheitswahrscheinlichkeit von knapp unter 95% - starke Indizien für die Existenz eines negativen Zusammenhanges zwischen den Variablen Fremdkapitalquote und Kapitalmarktdruck.

Die Ergebnisse der durchgeführten Interviewserie bestätigen diese sich aus der Fragebogenumfrage ergebenden Indizien für die Existenz eines solchen Zusammenhanges. So wurde dort zwar einerseits durch mehrere Befragte hervorgehoben, daß durch den Markt nicht nur für Eigen-, sondern auch für Fremdkapital Druck auf ihr Unternehmen ausgeübt wird, wozu ein Befragter die Entstehung von Kapitalmarktdruck auf Grund von Bemühungen zur Erfüllung von Anforderungen zur Erreichung eines

⁵⁸⁰ Darüber hinaus führt ein alternativ durchgeführter statistischer Test unter Verwendung einer Zusammenhangshypothese zu einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 3,7%. Ein alternativ durchgeführter pooled-variance t-Test für unabhängige Stichproben führt zu einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5,9%.

bestimmten Ratings hervorhob und ein weiterer Interviewee angab: „Kapitalmarktdruck reflektiert sich nicht nur im Equity-, sondern auch im Bondmarkt.“ Andererseits wurde in der Interviewserie jedoch auch darauf hingewiesen, daß Eigenkapitalmärkte als primäre Quelle von Kapitalmarktdruck anzusehen sind. Einer der Befragten gab hierzu zu Protokoll: “Equity Capital Markets üben tendenziell höheren Kapitalmarktdruck als Debt Capital Markets aus.“

Eine Betrachtung der Kausalität des vermuteten Zusammenhanges legt vor dem Hintergrund dieser Aussage in den Augen des Verfassers deutlich eine Beeinflussung des Maßes an Kapitalmarktdruck, welchem Unternehmen ausgesetzt sind, durch ihre Fremdkapitalquote nahe. Allerdings ist auch die Möglichkeit, daß hohem bzw. niedrigem Kapitalmarktdruck ausgesetzte Unternehmen sich für eine niedrige bzw. hohe Fremdkapitalquote entscheiden, nicht ausgeschlossen⁵⁸¹.

2.7. FREMDKAPITALQUOTE UND MANAGERMYOPIE

Nach der Untersuchung des Unterschiedes in dem Kapitalmarktdruck auf Unternehmen verschiedener Fremdkapitalquoten soll im Folgenden betrachtet werden, ob sich wie in Hypothese 7 vermutet eine höhere Fremdkapitalquote mit verminderter Managermyopie einher geht. Hierzu soll im Folgenden die statistische Hypothese H_{stat_7} überprüft werden, welche folgendes Hypothesenpaar aufweist:

$$(20) \quad H_{stat_7_0} : \mu_{MMFK \text{ gering}} \leq \mu_{MMFK \text{ hoch}}$$

$$(21) \quad H_{stat_7_1} : \mu_{MMFK \text{ gering}} > \mu_{MMFK \text{ hoch}}$$

Als Trennwert der Gruppierungsvariable Fremdkapitalquote wird wie im vorangegangenen Abschnitt mit dem Wert 0,3 ihr Median festgelegt⁵⁸². Eine Darstellung der resultierenden Gruppen findet sich nachfolgend in Tabelle 11.

⁵⁸¹ Vgl. zu dieser Interpretation NOLAN (2002), welcher auf S. 486 ausführt: „The extent of the debt depends upon a number of factors, but the higher the stock pressure, the higher the level of debt required.“

⁵⁸² Unternehmen mit $FK = 0,3$ werden nach dieser Klassifizierung wiederum der Gruppe *FK gering* zugeordnet.

Tabelle 11: Gruppenstatistik *FK gering* und *FK hoch* für die Testvariable MM

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>FK gering</i>	FK \leq 0,3	60	2,07	0,82
<i>FK hoch</i>	FK $>$ 0,3	54	1,78	0,84

Die Mittelwerte der beiden Gruppen unterscheiden sich deutlich im Sinne von $H_{stat_{71}}$. Eine inferenzstatistische Analyse dieser Mittelwertdifferenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 110 Freiheitsgraden ergibt einen empirischen t-Wert von -1,841 und eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 3,4%. Hieraus folgt, daß die Nullhypothese der Mittelwertgleichheit mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 5% abgelehnt werden muß.

Die Teststärke beträgt hierbei 0,58 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; gleichzeitig beträgt das Glass Delta dieses Effekts -0,35, was einem kleinen bis mittleren Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt hierbei bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,72 und 0,02. Diese Ergebnisse stellen in Summe starke Indizien für die Existenz des unterstellten Zusammenhanges dar. Die Nullhypothese $H_{stat_{70}}$ muß daher verworfen werden.

Eine Betrachtung der Kausalität des vermuteten Zusammenhanges legt in den Augen des Verfassers wiederum eine Beeinflussung des Maßes an Managermyopie, welches Unternehmen praktizieren, durch ihre Fremdkapitalquote nahe. Allerdings ist es auch möglich, daß stärker bzw. schwächer managermyopische Unternehmen sich für eine niedrigere bzw. höhere Fremdkapitalquote entscheiden.

2.8. UNTERNEHMENSGRÖÖE UND KAPITALMARKTDRUCK

In einem weiteren Schritt soll in diesem und dem folgenden Abschnitt die unabhängige Variable Unternehmensgröße untersucht werden. Hierzu wird zunächst Hypothese 8, in welcher ein Unterschied zwischen dem auf relativ kleine bzw. große Unternehmen ausgeübten Kapitalmarktdruck vermutet wird, in die statistische Hypothese H_{stat_8} transferiert, welche folgendes Hypothesenpaar aufweist:

$$(22) \quad H_{stat_{8_0}}: \mu_{KMD_{SIZE \text{ gering}}} \leq \mu_{KMD_{SIZE \text{ hoch}}}$$

$$(23) \quad H_{stat_{8_1}}: \mu_{KMD_{SIZE \text{ gering}}} > \mu_{KMD_{SIZE \text{ hoch}}}$$

Als Trennwert der durch die Anzahl der Mitarbeiter operationalisierten Gruppierungsvariablen Unternehmensgröße wird mit dem Wert 1150 ihr Median festgelegt⁵⁸³. Es ergeben sich die nachfolgend in Tabelle 12 dargestellten Gruppen.

Tabelle 12: Gruppenstatistik *SIZE gering* und *SIZE hoch* für die Testvariable KMD

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>SIZE gering</i>	SIZE ≤ 1150	64	3,42	1,05
<i>SIZE hoch</i>	SIZE > 1150	64	2,94	1,21

Eine Betrachtung der Gruppenmittelwerte ergibt eine deutliche Differenz im Sinne von $H_{stat_{8_1}}$. Eine inferenzstatistische Analyse dieser Differenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 124 Freiheitsgraden ergibt einen empirischen t-Wert von -2,421 und eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 0,8%, die Nullhypothese der Mittelwertgleichheit muß daher mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 1,0% abgelehnt werden. Die Teststärke beträgt hierbei 0,78 bezogen auf einen α -Fehler von 5%; die Wahrscheinlichkeit, die Alternativhypothese fälschlicherweise abzulehnen, ist daher relativ gering. Gleichzeitig beträgt das Glass Delta dieses Effekts -0,43, was einem mittleren Effekt entspricht. Das Konfidenzintervall für dieses Effektstärkemaß liegt hierbei bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,78 und -0,08.

Diese Ergebnisse liefern insgesamt sehr starke Hinweise für die Vermutung, daß die Nullhypothese $H_{stat_{8_0}}$ abgelehnt werden muß und daß kleinere im Vergleich zu größeren Unternehmen einem deutlich höheren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind⁵⁸⁴.

⁵⁸³ Unternehmen mit SIZE = 1150 werden nach dieser Klassifizierung der Gruppe *SIZE gering* zugeordnet.

⁵⁸⁴ Aus den Ergebnissen der Interviewserie ergeben sich kaum Hinweise auf diesen Zusammenhang. Ein Grund hierfür könnte in der Tatsache liegen, daß die befragten Manager für lediglich jeweils ein Unternehmen arbeiten und so nur schwerlich in der Lage sind, Aussagen über den Kapitalmarktdruck auf unterschiedlich große Unternehmen zu treffen.

Bezüglich der Kausalität dieses vermuteten Zusammenhanges ist anzumerken, daß in den Augen des Verfassers der auf ein Unternehmen ausgeübte Kapitalmarktdruck von der Größe des Unternehmens abhängt. Eine Veränderung der Unternehmensgröße in Abhängigkeit von dem ausgeübten Kapitalmarktdruck erscheint äußerst unwahrscheinlich.

2.9. UNTERNEHMENSGRÖßE UND MANAGERMYOPIE

Nach der Betrachtung der Relation zwischen Unternehmensgröße und Kapitalmarktdruck soll im Folgenden betrachtet werden, ob wie in Hypothese 9 vermutet eine Erhöhung der Unternehmensgröße auch in einer Reduktion von Managermyopie resultiert. Hierzu wird diese Hypothese in die statistische Hypothese H_{stat_9} transferiert. Es ergibt sich folgendes Hypothesenpaar:

$$(24) \quad H_{stat_{9_0}}: \mu_{MM_{SIZE} \text{ gering}} \leq \mu_{MM_{SIZE} \text{ hoch}}$$

$$(25) \quad H_{stat_{9_1}}: \mu_{MM_{SIZE} \text{ gering}} > \mu_{MM_{SIZE} \text{ hoch}}$$

Bei einer Festlegung des Trennwertes der Gruppierungsvariable Unternehmensgröße auf den Wert 1150 ergeben sich die nachfolgend in Tabelle 13 dargestellten Gruppen:

Tabelle 13: Gruppenstatistik *SIZE gering* und *SIZE hoch* für die Testvariable MM

Gruppe	Bereich	N	Mittelwert	Standardabweichung
<i>SIZE gering</i>	SIZE ≤ 1150	62	2,12	0,82
<i>SIZE hoch</i>	SIZE > 1150	60	1,69	0,78

Wie im vorangegangenen Abschnitt zeigt sich eine erhebliche Differenz der Gruppenmittelwerte im Sinne der Alternativhypothese. Eine Überprüfung dieser Differenz durch einen separate-variance t-Test für unabhängige Stichproben mit einer korrigierten Anzahl von 120 Freiheitsgraden ergibt einen empirischen t-Wert von -2,922, eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 0,2%, eine auf einen α -Fehler von 5% bezogene Teststärke von 0,90 und ein Glass Delta von -0,54, mithin einen mittleren Effekt⁵⁸⁵.

⁵⁸⁵ Das Konfidenzintervall für Glass Delta liegt hierbei bezogen auf eine Wahrscheinlichkeit von 95% zwischen -0,90 und -0,17. Es muß daher mit einer hohen Wahrscheinlichkeit von einem mindestens geringen Effekt ausgegangen werden.

Basierend auf diesen Ergebnissen muß die Nullhypothese der Mittelwertgleichheit H_{stat_9} mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von unter 0,5% abgelehnt werden. Sie liefern insgesamt sehr starke Hinweise für die Vermutung, daß kleinere im Vergleich zu größeren Unternehmen nicht nur höherem Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind, sondern auch in einem höheren Maße Managermyopie betreiben⁵⁸⁶. Hierbei ist in den Augen des Verfassers wiederum von einer Beeinflussung der Managermyopie durch die Unternehmensgröße auszugehen; eine anders gerichtete Kausalität erscheint hochgradig unwahrscheinlich.

2.10. INDUSTRIEZUGEHÖRIGKEIT UND KAPITALMARKTDRUCK

In einem weiteren Schritt soll in diesem und dem folgenden Abschnitt schlußendlich die unabhängige Variable Industriezugehörigkeit betrachtet werden. Hierzu wird zunächst Hypothese 10, in welcher ein Unterschied zwischen dem auf die Unternehmen verschiedener Industrien ausgeübten Kapitalmarktdruck vermutet wird, in die statistische Hypothese $H_{stat_{10}}$ transferiert, welche folgendes Hypothesenpaar aufweist:

$$(26) \quad H_{stat_{10_0}}: \mu_{KMD_1} = \mu_{KMD_2} = \dots = \mu_{KMD_{12}}$$

$$(27) \quad H_{stat_{10_1}}: \exists i, j: \mu_{KMD_i} \neq \mu_{KMD_j}$$

Die Formulierungen μ_{KMD_1} , μ_{KMD_2} und $\mu_{KMD_{12}}$ beziehen sich hierbei auf den Mittelwert des Merkmals Kapitalmarktdruck in der Gruppe der ersten, zweiten bzw. zwölften Industrie zugehörigen Unternehmen. Die Formulierungen μ_{KMD_i} und μ_{KMD_j} beziehen sich auf die Mittelwerte des Merkmals Kapitalmarktdruck innerhalb zweier beliebiger dieser Gruppen.

Eine Darstellung des Kapitalmarktdrucks in diesen Gruppen findet sich nachfolgend in Tabelle 14.

⁵⁸⁶ Wie im vorangegangenen Abschnitt ergeben sich auch an dieser Stelle aus den Ergebnissen der Interviewserie kaum Hinweise auf den in der Alternativhypothese vermuteten Zusammenhang.

Tabelle 14: Ausprägungen von KMD in verschiedenen Industrien

Gruppe	N	Mittelwert	Standard- abweichung	Konfidenzintervall für den Mittelwert	
Automobil	10	3,70	1,06	2,94	4,46
Bauindustrie	6	2,50	1,05	1,40	3,60
Energie/Rohstoffe/Versorger	4	2,50	1,00	0,91	4,09
Finanzdienstleistungen	20	3,40	1,05	2,91	3,89
Handel	10	2,60	1,26	1,70	3,50
Konsumgüter/Nahrungsmittel	6	2,83	1,17	1,61	4,06
Medien/Telekommunikation	7	3,71	0,76	3,02	4,41
Andere	14	3,43	1,16	2,76	4,10
Pharma/Chemie	8	3,50	0,93	2,73	4,27
Software/Technologie	25	3,16	1,31	2,62	3,70
Transport/Logistik	1	2,00	.	.	.
Verarbeitende Industrie	13	2,85	1,14	2,16	3,54
Gesamt	124	3,17	1,15	2,96	3,37

Die letzten beiden Spalten in Tabelle 14 beziehen sich auf die Unter- bzw. Obergrenze des jeweils auf ein Signifikanzniveau von 5% bezogenen Konfidenzintervalls für den Mittelwert. Eine detailliertere Betrachtung dieser Daten zeigt, daß zwar die Gruppenmittelwerte teilweise deutlich voneinander abweichen, sich jedoch sämtliche Konfidenzintervalle überschneiden. Diese Konfidenzintervalle sowie die Mittelwerte für die Variable KMD sind für die unterschiedlichen Industrien nachfolgend in Abbildung 7 in einem Fehlerbalkendiagramm⁵⁸⁷ abgebildet.

⁵⁸⁷ Vgl. zu Fehlerbalkendiagrammen allgemein BROSIUS (1998), S. 878 ff.

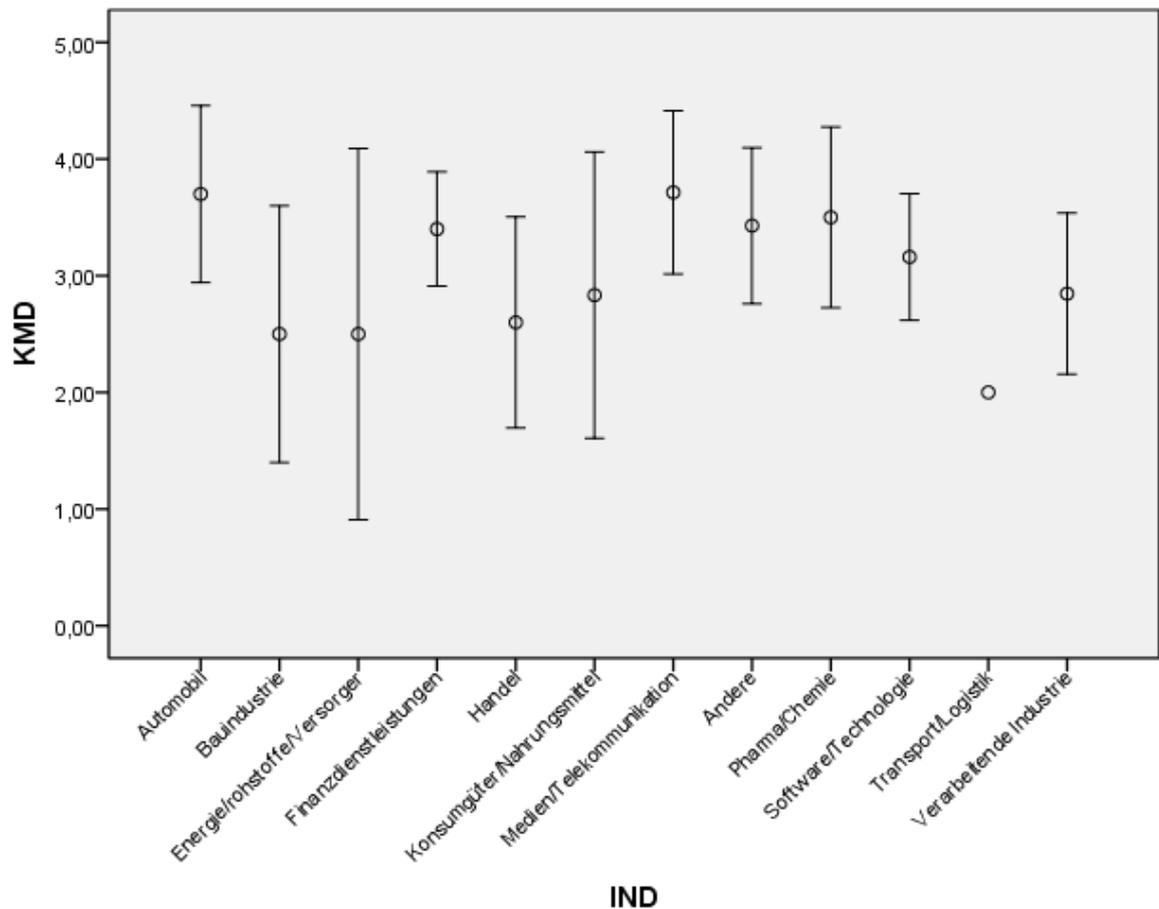


Abb. 7: Fehlerbalkendiagramm der Variablen KMD in verschiedenen Industrien

Eine deskriptive Analyse der vorliegenden Daten stützt die formulierte Alternativhypothese also lediglich teilweise. Für eine inferenzstatistische Analyse dieser Beobachtung stehen wiederum⁵⁸⁸ parametrische sowie nonparametrische Testverfahren zur Verfügung. Es handelt sich hierbei insbesondere um die parametrische Varianzanalyse, die sog. ANOVA⁵⁸⁹, sowie den nonparametrischen Kruskal-Wallis-Test⁵⁹⁰.

Diese beiden Verfahren unterscheiden sich in Bezug auf die ihnen zu Grunde liegenden Annahmen. In der statistischen Literatur werden als Voraussetzungen für die Durchführung einer ANOVA die Unabhängigkeit der Beobachtungen, das Intervallskalenniveau der abhängigen Variablen, die Normalverteilung der abhängigen Variablen sowie die Homogenität der Varianzen innerhalb der verschiedenen Gruppen aufge-

⁵⁸⁸ Vgl. Abschnitt V.2.1.

⁵⁸⁹ Vgl. zur ANOVA allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 343 ff. sowie FAHRMEIR (2010), S. 518 ff.

⁵⁹⁰ Vgl. zum Kruskal-Wallis-Test allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 378 ff. sowie TOUTENBURG et al. (1995), S. 252 ff.

führt⁵⁹¹. Die Durchführung eines Kruskal-Wallis-Tests setzt im Gegensatz hierzu lediglich die Unabhängigkeit der verschiedenen Beobachtungen sowie das Ordinalskalenniveau der abhängigen Variablen voraus.

Eine Prüfung der Voraussetzungen für die Durchführung einer ANOVA führt im vorliegenden Fall zunächst zu der Feststellung, daß auf Grund der Tatsache, daß die Fragebögen zeitgleich unterschiedlichen Befragten zugesandt wurden, von einer Unabhängigkeit der Messungen ausgegangen werden kann. Gleichzeitig wird - wie bereits ausgeführt - von einer Intervallskalierung der abhängigen Variable KMD ausgegangen⁵⁹².

Auch ergibt ein zur Überprüfung der Homogenität der Varianzen durchgeführter Levene-Test⁵⁹³ über die Gleichheit der Varianzen innerhalb der verschiedenen Gruppen ein F von 1,064 bei 10 Zähler- und 112 Nennerfreiheitsgraden und einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 39,7%⁵⁹⁴. Auf Basis dieser Ergebnisse kann die durch diesen Test überprüfte Nullhypothese der Varianzgleichheit nicht abgelehnt werden. Es wird daher im Folgenden von dieser Varianzgleichheit ausgegangen.

Während also an dieser Stelle von der Erfüllung von drei der vier Voraussetzungen für die Durchführung einer ANOVA ausgegangen wird, muß - wie bereits ausgeführt - die vierte Voraussetzung, die Normalverteiltheit der abhängigen Variable, als nicht erfüllt angesehen werden⁵⁹⁵. An dieser Stelle wird jedoch BÜHNER und ZIEGLER gefolgt, nach welchen die Varianzanalyse stabil⁵⁹⁶ gegenüber Verletzungen der Normalverteilungsannahme ist⁵⁹⁷. Es wird daher im Folgenden dieses Verfahren zur Überprüfung von $H_{Stat_{100}}$ verwendet⁵⁹⁸.

⁵⁹¹ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 367 ff.

⁵⁹² Vgl. Abschnitt IV.2.4.2. sowie bzgl. der Annahme der Intervallskalierung der im folgenden Abschnitt analysierten abhängigen Variablen MM Abschnitt IV.2.4.1.

⁵⁹³ Vgl. zum Levene-Test allgemein BROSIUS (1998), S. 466.

⁵⁹⁴ Beim Berechnen des Tests auf Homogenität der Varianzen werden Gruppen mit nur einem Fall ignoriert.

⁵⁹⁵ Vgl. Abschnitt IV.2.4.2. sowie bzgl. der Annahme der Normalverteiltheit der im folgenden Abschnitt analysierten abhängigen Variablen MM Abschnitt IV.2.4.1.

⁵⁹⁶ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 368.

⁵⁹⁷ Vgl. zu einer hiervon abweichenden Meinung ERCEG-HURN/MIROSEVICH (2008).

⁵⁹⁸ Die Ergebnisse eines alternativ durchgeführten Kruskal-Wallis-Tests sind mit den im Folgenden dargestellten Ergebnissen der durchgeführten ANOVA weitestgehend identisch. Sie können bei Interesse durch den Verfasser verfügbar gemacht werden.

Bei der Durchführung dieser ANOVA ergeben sich eine Quadratsumme innerhalb der Gruppen von 144,543 sowie eine Quadratsumme zwischen den Gruppen von 18,901. Bei einer Anzahl der Gruppen von 12 sowie einer Anzahl der Beobachtungen von 124 resultiert ein F-Wert von 1,331 und damit eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 21,7%. Diese entspricht der Wahrscheinlichkeit, mit der der ermittelte F-Wert oder ein darüber liegender Wert sich auch dann ergeben kann, wenn die Mittelwerte der Gruppen in der Grundgesamtheit gleich sind. Hierbei beträgt die Teststärke 0,68 und das Effektstärkemaß Eta-Quadrat 0,12. Es lassen sich somit 12 Prozent der Unterschiede zwischen den Unternehmen hinsichtlich des Kapitalmarktdrucks, dem sie ausgesetzt sind, durch ihre Zugehörigkeit zu verschiedenen Industrien erklären⁵⁹⁹, was nach den Effektstärkekonzventionen von Cohen einem mittleren bis großen Effekt entspricht.

In Summe liefern diese inferenzstatistischen Ergebnisse allerdings lediglich äußerst geringe Hinweise auf die Existenz eines systematischen Zusammenhanges zwischen den Variablen Industriezugehörigkeit und Kapitalmarktdruck⁶⁰⁰. Die Nullhypothese $H_{stat_{10_0}}$ wird daher trotz der sich aus der deskriptiven Analyse teilweise ergebenden Hinweise auf ein unterschiedliches Maß von Kapitalmarktdruck in den verschiedenen Industrien nicht verworfen⁶⁰¹.

2.11. INDUSTRIEZUGEHÖRIGKEIT UND MANAGERMYOPIE

In einem letzten Schritt soll der in Hypothese 11 vermutete Unterschied zwischen dem Ausmaß der in Unternehmen unterschiedlicher Industriezugehörigkeit praktizierten Managermyopie untersucht werden. Hierzu wird diese in die statistische Hypothese $H_{stat_{11}}$ transferiert, woraus folgendes Hypothesenpaar resultiert⁶⁰²:

⁵⁹⁹ Vgl. zu dem Effektstärkemaß Eta-Quadrat allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 362 ff.

⁶⁰⁰ Dieses Ergebnis läßt sich möglicherweise auch durch die relativ große Anzahl relativ kleiner Gruppen erklären.

⁶⁰¹ Auch aus den Ergebnissen der Interviewserie ergeben sich kaum Hinweise auf einen Zusammenhang. Ein Grund hierfür könnte in der Tatsache liegen, daß die befragten Manager für lediglich jeweils ein Unternehmen in einer bestimmten Industrie arbeiten und so nur schwerlich in der Lage sind, Aussagen über den Kapitalmarktdruck auf Unternehmen in anderen Industrien zu treffen.

⁶⁰² Die Formulierungen μ_{MM_1} , μ_{MM_2} und $\mu_{MM_{12}}$ beziehen sich hierbei wiederum auf den Mittelwert des Merkmals Managermyopie in der Gruppe der ersten, zweiten bzw. zwölften Industrie zugehörigen Unternehmen. Die Formulierungen μ_{MM_i} und μ_{MM_j} beziehen sich auf die Mittelwerte des Merkmals Managermyopie innerhalb zweier beliebiger dieser Gruppen.

$$(28) \quad H_{stat_{110}}: \mu_{MM_1} = \mu_{MM_2} = \dots = \mu_{MM_{12}}$$

$$(29) \quad H_{stat_{111}}: \exists i, j: \mu_{MM_i} \neq \mu_{MM_j}$$

Eine deskriptive Darstellung der Ausprägungen des Merkmals Managermyopie in den verschiedenen Industriegruppen findet sich nachfolgend in Tabelle 15 sowie in Abbildung 8 in einem hieraus abgeleiteten Fehlerbalkendiagramm.

Tabelle 15: Ausprägungen von MM in verschiedenen Industrien

Gruppe	N	Mittelwert	Standard- abweichung	Konfidenzintervall für den Mittelwert	
Automobil	10	1,60	0,54	1,22	1,99
Bauindustrie	5	1,42	0,50	0,80	2,04
Energie/Rohstoffe/Versorger	4	1,86	0,50	1,07	2,66
Finanzdienstleistungen	19	2,01	0,85	1,60	2,42
Handel	10	1,29	0,48	0,95	1,63
Konsumgüter/Nahrungsmittel	5	2,38	1,13	0,98	3,78
Medien/Telekommunikation	7	2,05	0,85	1,26	2,83
Andere	13	2,10	0,91	1,55	2,65
Pharma/Chemie	8	1,88	0,78	1,23	2,53
Software/Technologie	23	2,22	0,96	1,80	2,63
Transport/Logistik	1	2,00	.	.	.
Verarbeitende Industrie	13	1,98	0,87	1,46	2,51
Gesamt	118	1,94	0,84	1,79	2,09

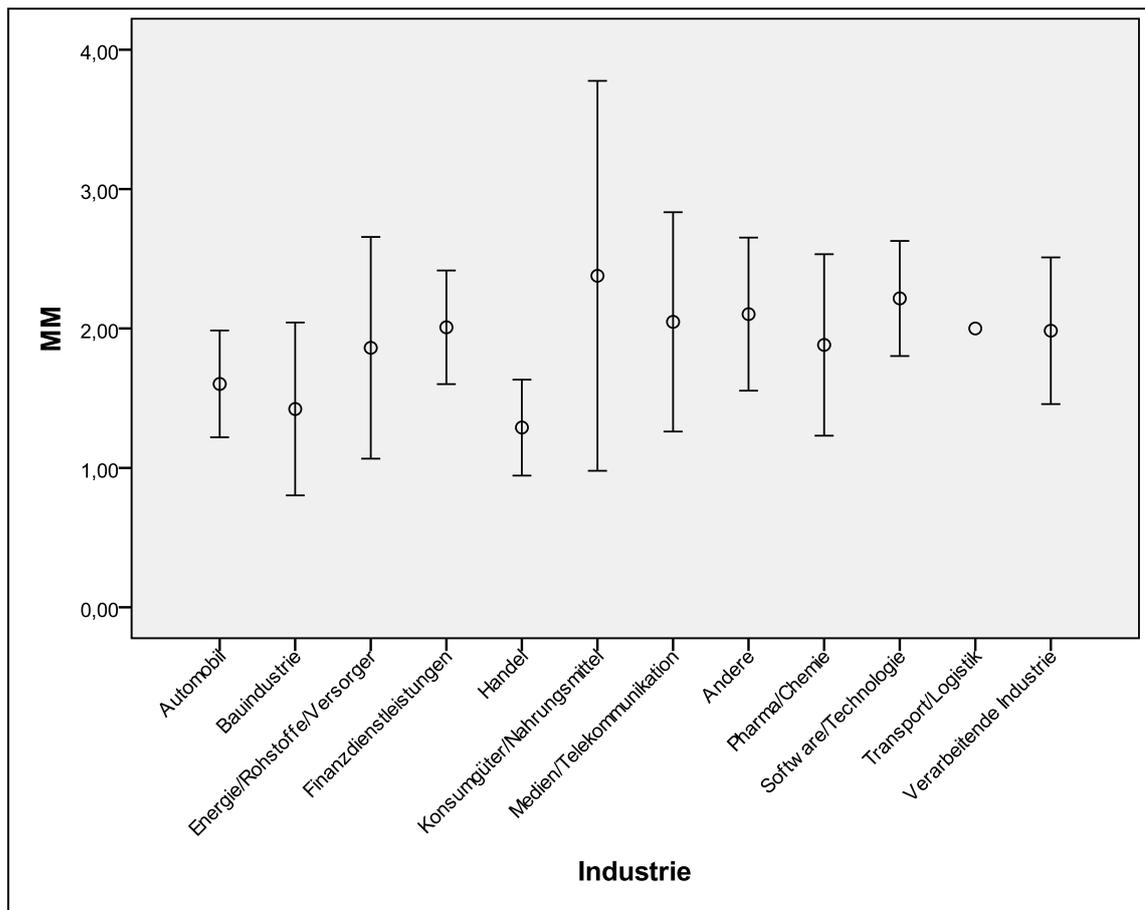


Abb. 8: Fehlerbalkendiagramm der Variablen MM in verschiedenen Industrien

Eine Betrachtung der dargestellten 95%-Konfidenzintervalle für den Mittelwert zeigt, daß mit Handel einerseits und Software/Technologie andererseits zwei Industrien existieren, deren Intervalle sich nicht überschneiden. Diese Tatsache gibt einen Hinweis auf die Existenz des in H_{stat11} formulierten Zusammenhangs zwischen Industriezugehörigkeit und Managermyopie.

Gleichzeitig ist an dieser Stelle eine explorative, nicht hypothesenprüfende Betrachtung der Frage, in welchen Industrien sich Unternehmen in höherem bzw. geringerem Maß managermyopisch verhalten, von Interesse. Hierbei zeigt sich, daß mit Konsumgüter/Nahrung und Software/Technologie in zwei Industrien das höchste Maß an Managermyopie bestätigt wird, welche als äußerst F&E- bzw. werbeintensiv bezeichnet werden können⁶⁰³. Zugleich verzeichnen hier mit dem Handel und der Bauindustrie zwei Industrien mit vergleichsweise einfachen Geschäftsmodellen und geringen

⁶⁰³ Vgl. Abschnitt V.1.3., wo sich ein vergleichsweise sehr hohes Maß der Bestätigung von Managermyopie durch die Unterlassung von Aufwendungen für Werbung ergibt.

Möglichkeiten, Managermyopie sinnvoll zu betreiben, die geringsten Zustimmungswerte⁶⁰⁴.

Für eine inferenzstatistische Überprüfung von $H_{stat_{11}}$ ist zunächst zu prüfen, ob die Voraussetzungen für die Durchführung einer einfaktoriellen ANOVA und insbesondere die Gleichheit der Varianzen innerhalb der verschiedenen Gruppen vorliegen⁶⁰⁵. Ein hierzu durchgeführter Levene-Test ergibt ein F von 2,710 bei 10 Zähler- und 106 Nennerfreiheitsgraden und einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 0,5%⁶⁰⁶. Auf Basis dieser Ergebnisse muß die durch diesen Test überprüfte Nullhypothese der Varianzgleichheit abgelehnt werden. Es ergibt sich insbesondere vor dem Hintergrund der extrem unterschiedlichen Gruppengrößen⁶⁰⁷ eine Verletzung einer wesentlichen Annahme der ANOVA. Aus diesem Grund wird im Folgenden eine Überprüfung von $H_{stat_{11}}$ durch einen Kruskal-Wallis-Test, das nonparametrische Äquivalent einer ANOVA, durchgeführt. So kann auf die Annahme der Homogenität der Gruppenvarianzen verzichtet werden⁶⁰⁸.

Bei Durchführung dieses Tests ergibt sich ein Chi-Quadrat von 13,714 bei 11 Freiheitsgraden und damit eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 24,9% bei einer Teststärke von 0,66. Das Effektstärkemaß w beträgt hierbei 0,34, was einem moderaten Effekt entspricht⁶⁰⁹.

Diese inferenzstatistischen Ergebnisse liefern wie auch die durchgeführten Interviews in Summe lediglich geringe Belege für die Existenz eines systematischen Unterschiedes in der Managermyopie der Unternehmen verschiedener Industrien. Die statistische Hypothese $H_{stat_{11}}$ wird daher trotz der sich aus der rein deskriptiven Analyse ergebenden Hinweise auf einen solchen Zusammenhang verworfen.

⁶⁰⁴ Diese Beobachtung stimmt mit Arbeiten der Managermyopie-Literatur überein. Vgl. hierzu z. B. NOLAN (2002), welcher auf S. 477 konstatiert: „In Industries, which are characterized by difficulties in transferring earnings secretly, the incentive to do so will be minimal.“

⁶⁰⁵ Vgl. hierzu allgemein den vorangegangenen Abschnitt.

⁶⁰⁶ Beim Berechnen des Tests auf Homogenität der Varianzen werden Gruppen mit nur einem Fall ignoriert.

⁶⁰⁷ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), welche auf S. 370 diesbezüglich ausführen: „Wichtig an dieser Stelle ist der Hinweis, daß die ANOVA zwar relativ robust gegenüber einer Verletzung der Varianzhomogenität ist, daß dann aber die Gleichheit der Stichprobengrößen von großer Bedeutung ist.“

⁶⁰⁸ Vgl. BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 378 ff.

⁶⁰⁹ Vgl. zu diesem Effektstärkemaß allgemein BÜHNER/ZIEGLER (2009), S. 384 f.

VI. DISKUSSION UND AUSBLICK

1. ZUSAMMENFASSUNG UND DISKUSSION DER ERGEBNISSE

Die vorliegende Arbeit wurde durch das Modell von STEIN (1989) inspiriert, in welchem eine Situation dargestellt wurde, in der trotz rationalem Verhalten von Managern und Kapitalgebern Managermyopie, mithin ein suboptimaler Zustand, entsteht. Da zum Zeitpunkt des Entstehens der vorliegenden Arbeit nach dem subjektiven Empfinden des Verfassers dieser Zustand in deutschen Unternehmen bestand, wurde der Versuch unternommen, empirisch für deutsche Unternehmen die durch die Arbeit von STEIN aufgeworfene Frage nach der Existenz von Managermyopie und den Ursachen hierfür indikativ zu beantworten.

Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit sind also die bereits detailliert formulierten Forschungsfragen nach der Existenz von Managermyopie und den Gründen für Managermyopie in deutschen börsennotierten Unternehmen. Die durchgeführte empirische Untersuchung liefert - teilweise starke - Anhaltspunkte zur Beantwortung dieser beiden Fragen, welche als Fragestellungen bzw. Hypothesen formuliert wurden.

In der ersten Sektion des vorangegangenen Abschnitts wurde die deskriptive Analyse der in der Fragebogenumfrage sowie der Interviewserie gegebenen Antworten mit dem Ziel einer Beantwortung der formulierten Fragestellungen vorgestellt. Von zentraler Bedeutung ist hierbei die Fragestellung nach der Existenz von Managermyopie in deutschen Unternehmen, eine Kernfrage der vorliegenden Arbeit. In der Fragebogenumfrage stimmten 40,3% der befragten CFOs einer Aussage, wonach das eigene Unternehmen in der Vergangenheit in bestimmten Situationen Managermyopie betrieben habe, voll und ganz oder eher zu. Gleichzeitig ist an dieser Stelle ein Underreporting von Managermyopie auf Grund eines Non-Response-Bias und eines Social-Desirability-Bias zu erwarten. Basierend hierauf wird in der vorliegenden Arbeit die Existenz von Managermyopie zumindest für einen Teil der deutschen Wirtschaft deutlich bejaht. Dieses Ergebnis muß in den Augen des Verfassers als äußerst bedeutsam angesehen werden⁶¹⁰.

⁶¹⁰ Vgl. bzgl. der Implikationen dieses Ergebnisses für die Praxis Abschnitt VI.6.

Bezüglich seiner Einordnung innerhalb der Managermyopie-Literatur kann festgehalten werden, daß dieses empirische Ergebnis zahlreiche der „anecdotal evidence“ zuzuordnende Berichte wie z. B. die Aussagen von ABERNATHY und HAYES, DRUCKER, JACOBS oder PORTER⁶¹¹ bestätigt. Es entspricht gleichzeitig der in zahlreichen theoretischen Arbeiten - wie z. B. den Beiträgen von NARAYANAN, STEIN und SHLEIFER und VISHNY - dargestellten Situation⁶¹², widerspricht aber den Ergebnissen anderer theoretischer Studien wie z. B. den Arbeiten von BEBCHUK und STOLE oder NOE und REBELLO⁶¹³, in welchen ein Zustand des Overinvestment resultiert. Auch die Ergebnisse anderer empirischer Arbeiten wie z. B. der Beiträge von BUSHEE, MIZIK und JACOBSON, GRAHAM et al. oder BHOJRAJ und LIBBY⁶¹⁴, werden durch dieses Ergebnis bestätigt. Es steht damit allerdings im Widerspruch zu weiteren empirischen Arbeiten wie z. B. der Studie von MEULBROEK et al⁶¹⁵.

Vor dem Hintergrund der teilweisen Bejahung der Frage nach der Existenz von Managermyopie ist in den Augen des Verfassers auch die Frage von Bedeutung, in welcher Form diese auftritt. Bei einer hierzu durchgeführten Datenanalyse zur Beantwortung der Fragen nach der Existenz von Aufwendungs- bzw. Ertragsmyopie ergeben sich gemischte Ergebnisse. Während in der Fragebogenumfrage 37,1% der Befragten Fälle von Aufwendungsmyopie im eigenen Unternehmen voll und ganz oder eher bestätigten, betrug der respektive Wert für Ertragsmyopie lediglich 14,9%. Da jedoch auch hier bzgl. beider Fragestellungen ein Non-Response-Bias und ein Social-Desirability-Bias zu erwarten sind, wird in der vorliegenden Arbeit - wiederum zumindest für einen Teil der deutschen Wirtschaft - nicht nur die Existenz von Aufwendungsmyopie deutlich, sondern auch die Existenz von Ertragsmyopie eingeschränkt bejaht. Managermyopie scheint allerdings häufiger in Form von Aufwendungsmyopie als in Form von Ertragsmyopie aufzutreten.

⁶¹¹ Vgl. ABERNATHY/HAYES (1980), DRUCKER (1986), JACOBS (1991) und PORTER (1992).

⁶¹² Vgl. NARAYANAN (1985a), NARAYANAN (1985b), STEIN (1988), STEIN (1989) sowie SHLEIFER/VISHNY (1990).

⁶¹³ Vgl. BEBCHUK/STOLE (1993) und NOE/REBELLO (1997).

⁶¹⁴ Vgl. BUSHEE (1998), MIZIK/JACOBSON (2007), GRAHAM et al. (2005) oder BHOJRAJ und LIBBY (2005).

⁶¹⁵ Vgl. MEULBROEK et al. (1990).

Zur Beantwortung der Fragen nach der Existenz bestimmter Formen von Aufwendungs- bzw. Ertragsmyopie wurden daraufhin jeweils die in der Fragebogenumfrage geäußerten Einschätzungen zu Aussagen, wonach das eigene Unternehmen in der Vergangenheit Managermyopie in der jeweiligen Form betrieben habe, herangezogen.

Hierbei ergeben sich für Aufwendungsmyopie durch die Unterlassung von Aufwendungen für die Einstellung neuer Mitarbeiter sowie für Werbung und Personalentwicklung mit 20,3% bzw. 19,4% und 16,9% die höchsten Zustimmungswerte. Die Existenz dieser Ausprägungsformen von Aufwendungsmyopie ist als relativ wahrscheinlich anzusehen. Der diesbezügliche Zustimmungswert für Forschung und Entwicklung ist gemessen an der Intensität, mit der diese Ausprägungsform in der Managermyopie-Literatur behandelt wird, mit 14,9% überraschend niedrig. Es ist zu vermuten, daß die Ausgaben hierfür durch den Kapitalmarkt gut verstanden werden. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, daß die Antworten zu dem betreffenden Item in einem erhöhten Masse durch einen Social-Desirability-Bias verzerrt werden.

Bezüglich der Ausprägungsformen von Ertragsmyopie ergeben sich lediglich für die Existenz der Ausprägungsform Preiskampf durch Preissenkungen leichte Indizien, der Zustimmungswert beträgt hier 12,1%. Die Existenz sämtlicher anderer Ausprägungsformen von Ertragsmyopie sowie von Aufwendungsmyopie durch die Einschränkung der Pflege von Kundenbeziehungen ist basierend auf den geäußerten Einschätzungen tendenziell zu verneinen.

Dies ist allerdings vor dem Hintergrund zu sehen, daß die Kosten- und Ertragsstruktur in jeder Industrie und in jedem Unternehmen verschieden ist. Managermyopie kann sich deswegen in vielen verschiedenen Formen manifestieren. Eine Limitation der vorliegenden Arbeit stellt daher die Tatsache dar, daß der in der Umfrage verwendete Fragebogen zur Ermöglichung einer hohen Rücklaufquote bewußt kurz gehalten war⁶¹⁶, woraus eine limitierte Anzahl der dort aufgeführten Ausprägungsformen von Managermyopie resultierte. Durch die Verwendung eines umfangreicheren Fragebogens

⁶¹⁶ Vgl. THOMSON/PHUA (2005), welche diesbezüglich auf S. 543 ausführen: „Obtaining adequate response rates from “elite” senior managers is notoriously difficult and business scholars understandably seek to maximize response by keeping questionnaires as parsimonious and non-off-putting as possible.“

hätte an dieser Stelle die Überprüfung von weiteren Ausprägungsformen von Managermyopie erfolgen können.

Parallel zu der Frage nach der Existenz von Managermyopie wurde in der vorliegenden Arbeit die Frage nach der Existenz von Kapitalmarktdruck gestellt und auf Basis der Ergebnisse der Fragebogenumfrage vollumfänglich bejaht. Der Kapitalmarkt übt Druck auf deutsche Unternehmen aus, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen. Dieses Ergebnis liegt im Einklang mit zahlreichen der „anecdotal evidence“ zuzuordnenden Berichten der Managermyopie-Literatur⁶¹⁷. Es bestätigt gleichzeitig für deutsche Unternehmen die Ergebnisse der empirischen Arbeiten von GRAHAM⁶¹⁸ et al. sowie von LILJEBLOM und VAIHEKOSKI⁶¹⁹, in welchen u. a. der Kapitalmarktdruck in US-amerikanischen bzw. finnischen Unternehmen untersucht wurde.

Vor dem Hintergrund der Existenz von Kapitalmarktdruck auf deutsche Unternehmen ist die Frage nach dem Einfluß von Kapitalmarktdruck auf die dort praktizierte Managermyopie - mithin eine Teilfrage der zweiten eingangs formulierten Forschungsfrage - von Interesse. Dieser Einfluß kann basierend auf einer inferenzstatistischen Auswertung der durchgeführten Fragebogenumfrage in Übereinstimmung mit zahlreichen Arbeiten der Managermyopie-Literatur, insbesondere unter Bestätigung des theoretischen Beitrags von STEIN, in welchem Kapitalmarktdruck eine notwendige Bedingung für das Entstehen von Managermyopie darstellt⁶²⁰, auf Basis der vorliegenden Daten bei einer Sicherheitswahrscheinlichkeit von 99,9% als statistisch gesichert angesehen werden.

⁶¹⁷ Vgl. Abschnitt III.3.

⁶¹⁸ Vgl. GRAHAM et al. (2005). In der Umfrage von GRAHAM et al. stimmten 82,2% der befragten CFOs folgender Aussage voll und ganz oder eher zu: „Meeting earnings benchmarks helps us maintain or increase our stock price.“ GRAHAM et al. resümieren auf S. 66: „In general, we find that CFOs appear ... keen to meet or beat earnings benchmarks ... because they fear retribution from stock markets.“

⁶¹⁹ Vgl. LILJEBLOM/VAIHEKOSKI (2009), S. 433. In der dort durchgeführten Umfrage wurden die CFOs finnischer Unternehmen auf einer Skala von 1 (sehr schwach) bis 5 (sehr stark) befragt, „how much pressure they feel towards compromising the company’s long-term goals in favor of short-term goals.“ Die durchschnittliche Antwort hierauf lag bei 2,84. Zum Vergleich: In der vorliegenden Arbeit lag das arithmetische Mittel der auf die Frage 2 des Fragebogens bezogenen Variable KMD bei 3,18.

⁶²⁰ Vgl. STEIN (1989).

Weitere als potentielle Ursachen von Managermyopie sowie von Kapitalmarktdruck untersuchte Variablen sind die Berichtsfrequenz, der Anteil strategischer Langfristinvestoren, die Fremdfinanzierungsquote, die Unternehmensgröße und die Industriezugehörigkeit.

Bezüglich des Faktors Berichtsfrequenz wurde festgestellt, daß Unternehmen mit höherer Berichtsfrequenz einem höheren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind. Dieser Zusammenhang ist statistisch relativ gesichert; die Sicherheitswahrscheinlichkeit beträgt hier 97,7%. Es ergeben sich aus diesem Ergebnis insbesondere in Bezug auf die zwischen der Porsche AG und der Deutschen Börse AG im Jahr 2004 geführten Auseinandersetzungen⁶²¹ - interessante Hinweise auf die Beziehung zwischen Berichtsfrequenz und Kapitalmarktdruck.

Eine Erhöhung der Berichtsfrequenz überträgt sich allerdings nicht in einem statistisch meßbaren Maße auf eine Erhöhung der in den Unternehmen ausgeübten Managermyopie. Dieses Ergebnis ist vor dem Hintergrund der sich aus den beiden vorangegangenen Abschnitten ergebenden Indizien auf einen positiven Zusammenhang zwischen Kapitalmarktdruck und Managermyopie einerseits und Kapitalmarktdruck und Berichtsfrequenz andererseits als kontraintuitiv zu bezeichnen. Der ermittelte positive Zusammenhang zwischen Kapitalmarktdruck und Managermyopie ist jedoch robust gegenüber einer Einführung der Variable Berichtsfrequenz als Kontrollvariable⁶²². Als mögliche Erklärung dieses Widerspruches ist daher ein Szenario denkbar, in welchem eine Erhöhung der Berichtsfrequenz zu einer Erhöhung des Kapitalmarktdrucks führt, diese Erhöhung sich jedoch nicht in einem statistisch meßbaren Maße in eine Erhöhung managermyopischen Verhaltens überträgt.

In mehreren Studien der Managermyopie-Literatur wurde auf einen negativen Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital

⁶²¹ Vgl. hierzu beispielsweise o. V. (2004), wo auf S. 21 ausgeführt wird: „Porsche-Chef Wendelin Wiedeking wehrt sich dagegen, alle drei Monate Zahlen vorlegen zu müssen, weil dies die "Kurzzeitigkeit" von Aktienmärkten und Unternehmensführungen schüre.“

⁶²² Ein hierzu durchgeführter Test auf Signifikanz des Korrelationskoeffizienten nach Pearson der partiellen Korrelation zwischen Managermyopie und Kapitalmarktdruck unter Berücksichtigung der Kontrollvariable Berichtsfrequenz ergibt eine auf dem Niveau von 0,01 einseitig signifikante Korrelation.

und dem ausgeübten Maß an Managermyopie hingewiesen⁶²³. Vor diesem Hintergrund wurde in der vorliegenden Untersuchung der Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital einerseits und dem Kapitalmarktdruck, welchem Unternehmen ausgesetzt sind, sowie dem praktizierten Maß an Managermyopie andererseits untersucht. Hierbei wurde allerdings jeweils kein statistisch meßbarer Zusammenhang ermittelt.

Dieses Ergebnis muß vor dem Hintergrund der vorliegenden Untersuchungen der Managermyopie-Literatur als überraschend bezeichnet werden. Es ergeben sich verschiedene Ansatzpunkte zu seiner Erklärung. So muß zum Einen die Möglichkeit in Betracht gezogen werden, daß entgegen zahlreicher Einzelfallberichte⁶²⁴ ein Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren am Eigenkapital einerseits und dem praktizierten Maß an Managermyopie andererseits schlichtweg nicht existiert. Zum Anderen besteht an dieser Stelle eine mögliche Verzerrung der Antworten auf die Frage 5d des Fragebogens durch Mißverständnis⁶²⁵. Durch diese Verzerrung könnte ein möglicherweise tatsächlich existenter Zusammenhang zwischen dem Anteil strategischer Langfristinvestoren und dem praktizierten Maß an Managermyopie verdeckt worden sein.

Basierend auf Arbeiten von NOLAN und EDMANS wurde in einem nächsten Schritt der Zusammenhang zwischen Fremdkapitalquote und Kapitalmarktdruck sowie Managermyopie betrachtet⁶²⁶. Hierbei wurde festgestellt, daß Unternehmen mit höherer Fremdkapitalquote einem niedrigeren Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind. Dieser Zusammenhang ist statistisch allerdings in Anbetracht einer Sicherheitswahrscheinlichkeit von 94,1% lediglich als in etwas eingeschränktem Maße gesichert zu bezeichnen. Gleichzeitig wurde ein auf Basis dieses Ergebnisses zu erwartender negativer Zusammenhang zwischen Fremdkapitalquote und Managermyopie ermittelt, welcher bei einer Sicherheitswahrscheinlichkeit von 96,6% als statistisch relativ

⁶²³ Vgl. beispielsweise BUSHEE (1998), welcher ein Ergebnis seiner empirischen Untersuchung auf S. 330 wie folgt subsummiert: „Given a significant level of institutional ownership, a high proportion of ownership by institutions exhibiting transient ownership characteristics (i. e. high portfolio turnover, diversification and momentum trading) significantly increases the probability that managers reduce R&D to boost earnings.“

⁶²⁴ Vgl. z. B. RAPPAPORT (2005), S. 66, DRUCKER (1986), S. 32. oder PORTER (1992), S. 81.

⁶²⁵ Vgl. Abschnitt IV.3.2.5.

⁶²⁶ Vgl. hierzu NOLAN (2002), welcher auf S. 470 subsummiert: „Long-run debt can negate myopic behaviour by serving as an incentive to have high future earnings in order to avoid the risk of bankruptcy.“

gesichert bezeichnet werden kann. Dieses Ergebnis ist vor dem Hintergrund, daß hier erstmalig⁶²⁷ empirisch ein Zusammenhang zwischen Fremdkapitalquote und Managermyopie festgestellt wurde, in den Augen des Verfassers als bedeutsam zu bezeichnen.

In einem weiteren Schritt wurde die unabhängige Variable Unternehmensgröße analysiert. Hierbei wurde ein jeweils statistisch sehr sicherer negativer Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße einerseits und Kapitalmarktdruck sowie Managermyopie andererseits ermittelt; die Sicherheitswahrscheinlichkeiten betragen hierbei 99,2% bzw. 99,8%. Kleinere Unternehmen unterliegen daher mit einer hohen Wahrscheinlichkeit höherem Kapitalmarktdruck; gleichzeitig praktizieren sie mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit in höherem Maße Managermyopie. Auch dieses Ergebnis ist in den Augen des Verfassers vor dem Hintergrund der geringen Erforschung der unabhängigen Variable Unternehmensgröße in der Managermyopie-Literatur⁶²⁸ als bedeutsam zu bezeichnen.

Schlußendlich wurde der Einfluß der Zugehörigkeit zu verschiedenen Industrien auf Kapitalmarktdruck und Managermyopie betrachtet. Hierbei ergaben sich aus der rein deskriptivstatistischen Analyse tlw. deutliche Unterschiede zwischen den Unternehmen verschiedener Industriegruppen. Es ergab sich hier allerdings jeweils kein inferenzstatistisch meßbarer Zusammenhang.

2. FAZIT

Die Ergebnisse der Fragebogenumfrage sowie der Interviewserie legen nahe, daß Managermyopie in einem Teil der deutschen, börsennotierten Unternehmen existiert und auf diese gleichzeitig Druck durch den Kapitalmarkt ausgeübt wird.

Das Ausmaß dieser Managermyopie wird durch das Ausmaß des Kapitalmarktdrucks, die Fremdfinanzierungsquote und die Unternehmensgröße beeinflusst. Eine Erhöhung der Berichtsfrequenz resultiert in einer Erhöhung des Kapitalmarktdrucks, welche sich

⁶²⁷ Dem Verfasser sind im Sommer 2011 keine empirischen Arbeiten bekannt, in welchen dieser Zusammenhang untersucht wurde.

⁶²⁸ Dem Verfasser sind im Sommer 2011 keine empirischen Arbeiten bekannt, in welchen der Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Managermyopie untersucht wurde.

jedoch nicht in eine Erhöhung der Managermyopie überträgt. Eine Veränderung des Anteils strategischer Langfristinvestoren sowie der Industriezugehörigkeit bleibt ohne statistisch meßbaren Einfluß.

3. LIMITATIONEN DER VORLIEGENDEN ARBEIT

Die vorliegende Arbeit weist mehrere Limitationen auf, welche zum Großteil bereits analysiert wurden und im Folgenden zusammenfassend dargestellt werden sollen.

Die wohl größte Limitation der durchgeführten empirischen Studie besteht in einer erheblichen Verzerrung der Inferenzpopulation durch einen Social-Desirability-Bias⁶²⁹. Es ist als wahrscheinlich anzusehen, daß die Befragten ein geringeres Maß an Managermyopie als das praktizierte angeben und damit in einer Art und Weise geantwortet haben, die sie in den Augen anderer so gut wie möglich aussehen läßt. Obwohl die Richtung, in welcher hierdurch die in der Fragebogenumfrage gegebenen Antworten verzerrt werden, auf Grund des durchgeführten „other people approach“ bestimmt werden kann - es ist von einem Underreporting von Managermyopie auszugehen - ist diese Verzerrung insbesondere auf Grund der Tatsache, daß ihr Ausmaß nicht bestimmt werden kann, als erheblich einzustufen.

Eine weitere erhebliche Limitation der vorliegenden Arbeit besteht in einem trotz der im Vergleich zu ähnlichen Studien sehr hohen Rücklaufquote von 21% - basierend auf einer durchgeführten Analyse nach TOMASKOVIC-DEVEY et al. - als deutlich erhöht einzustufenden Risiko einer Verzerrung der Ergebnisse durch einen Non-Response-Bias⁶³⁰. Diese Verzerrung betrifft insbesondere die in der Fragebogenumfrage erhobenen Daten bzgl. der Variablen Managermyopie. Es kann vermutet werden, daß das in den an der Fragebogenumfrage teilnehmenden Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie das in den an der Fragebogenumfrage nicht teilnehmenden Unternehmen vorhandene Maß an Managermyopie unterschreitet. Diese Vermutung konnte im Vergleich zu der Analyse des Social-Desirability-Bias allerdings nicht statistisch bestätigt werden.

⁶²⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden Abschnitt IV.3.2.3.

⁶³⁰ Vgl. hierzu und im Folgenden Abschnitt IV.3.2.2.

Neben diesen beiden als gravierend einzustufenden Einschränkungen existieren weitere Limitationen der vorliegenden Arbeit. Es sind dies insbesondere eine mögliche Verzerrung der Inferenzpopulation bzgl. der Variable SLI und der auf Ertragsmyopie bezogenen Items des Fragebogens durch Mißverständnis⁶³¹ sowie die limitierte Anzahl der in dem Fragebogen aufgeführten Ausprägungsformen von Managermyopie⁶³², welche der hohen Anzahl der möglichen Ausprägungsformen hiervon in ungenügendem Maße Rechnung trägt. Auch wurde aus Platzgründen lediglich eine limitierte Anzahl demographischer Variablen erhoben; gleichzeitig war auf Grund der Anonymität der Umfrage eine Verbindung der erhobenen Daten mit öffentlich zugänglichen Kapitalmarkt- und Rechnungslegungsdaten nicht möglich.

4. STÄRKEN DER VORLIEGENDEN ARBEIT

Nach der Offenlegung der methodischen Schwächen der Arbeit soll im Folgenden eine kurze Zusammenfassung ihrer Stärken erfolgen.

Hierzu zählt insbesondere, daß durch die vorliegende Arbeit erstmals eine empirische Untersuchung des Themas Managermyopie in Bezug auf deutsche Unternehmen vorgenommen wurde. Durch die direkte Befragung der in deutschen börsennotierten Unternehmen verantwortlichen CFOs, mithin von bedeutenden Entscheidungsträgern, sowie durch die Verwendung von direkten Fragen zu dem in den jeweiligen Unternehmen praktizierten Maß an Managermyopie wurde hierbei eine hohe Validität der verwendeten Meßinstrumente erreicht. Trotz dieser direkten und für die Befragten möglicherweise unangenehmen Fragen und der Seniorität der Befragten wurde eine im Vergleich zu ähnlichen Studien als sehr hoch einzuschätzende Rücklaufquote von 21% erreicht⁶³³. Durch die parallel zu der durchgeführten Fragebogenumfrage durchgeführte Interviewserie konnten deren Befunde präzisiert werden.

Durch die Ergebnisse der Studie wurde die Existenz von Managermyopie für einen Teilbereich der deutschen Wirtschaft bestätigt. Gleichzeitig wurde jeweils erstmals empirisch ein Zusammenhang zwischen den Faktoren Fremdkapitalquote und

⁶³¹ Vgl. Abschnitt IV.3.2.5.

⁶³² Vgl. Abschnitt VI.1.

⁶³³ Vgl. Abschnitt IV.2.2.4.

Unternehmensgröße und der Variablen Managermyopie festgestellt. Auch wurden Einzelfallberichte, wonach eine Erhöhung der Berichtsfrequenz zu einem erhöhten Kapitalmarktdruck führt, empirisch bestätigt. Schlußendlich wurde erstmals eine systematische Kategorisierung möglicher Ausprägungsformen von Managermyopie unternommen.

5. ZUKÜNFTIGE FORSCHUNG

Aus der vorliegenden Arbeit lassen sich Empfehlungen für zukünftige Forschung ableiten. Diese sollen im Folgenden kurz dargestellt werden.

Ein Ergebnis der vorliegenden Arbeit ist die Erkenntnis, daß Managermyopie in einer Vielzahl verschiedener Ausprägungsformen auftreten kann. Eine Kategorisierung dieser Formen wurde vorgenommen. Auf Grund der Heterogenität der Aufwendungs- und Ertragsstrukturen verschiedener Unternehmen insbesondere aus verschiedenen Industrien⁶³⁴ ist die Liste der dort aufgeführten Ausprägungsformen unvollständig. Ein Ansatzpunkt für zukünftige Forschung wäre daher, explanative Untersuchungen über bisher unbekannte Ausprägungsformen von Managermyopie durchzuführen. Hierzu würden sich insbesondere Fallstudien mit Unternehmen verschiedener Industrien, wie z. B. die Untersuchung von LYS und VINCENT⁶³⁵, eignen. In solchen Untersuchungen sind allerdings auf Grund der nur schwerlich zusicherbaren Anonymität der Befragten ein hoher Social-Desirability-Bias und ein hoher Non-Response-Bias zu erwarten.

Des Weiteren wurde die vorliegende Arbeit als Kombination aus einer Interviewserie und einer anonymisierten Fragebogenumfrage gestaltet, was eine Verbindung der erhobenen Daten mit öffentlich zugänglichen Kapitalmarkt- und Rechnungslegungsdaten unmöglich machte. Die Analyse solcher Daten ist für die empirische Managermyopie-Literatur allerdings von hoher Bedeutung; exemplarisch sei hierzu auf die Arbeit von BUSHEE verwiesen, in welcher eine Vielzahl dieser Variablen untersucht

⁶³⁴ Insbesondere die Aufwendungs- und Ertragsstruktur von Unternehmen der Bank- sowie der Versicherungswirtschaft unterscheiden sich stark von der Aufwendungs- und Ertragsstruktur von Unternehmen anderer Branchen.

⁶³⁵ Vgl. LYS/VINCENT (1995).

wurde⁶³⁶. Die Verfasser zukünftiger nichtanonymisierter Fragebogenumfragen zum Thema Managermyopie würden sich voraussichtlich wiederum dem Problem niedriger Rücklaufquoten und eines hohen Social-Desirability-Bias ausgesetzt sehen. Solche Studien würden allerdings den Nutzen bieten, die Vorteile der Untersuchungsformen „Analysen von Aufwendungen“ und „Umfragen und Experimente“ miteinander verbinden zu können. Hierdurch würde eine integrierte Betrachtung des Phänomens Managermyopie ermöglicht, da die erhöhte Validität der Messung von Managermyopie über eine Umfrage mit den erhöhten Auswertungsmöglichkeiten durch die Vielzahl der aus öffentlich zugänglichen Kapitalmarkt-, Rechnungslegungs- und sonstigen Unternehmensdaten verfügbaren Faktoren kombiniert werden könnte⁶³⁷. In einer solchen Untersuchung könnte auch eine sinnvolle parallele Betrachtung von aus Rechnungslegungsdaten gewonnenen Informationen über Ergebnismanagements durch die Ausnutzung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten im externen Rechnungswesen sowie von aus Umfragedaten gewonnenen Informationen über Managermyopie vorgenommen werden⁶³⁸.

In der vorliegenden Arbeit wurde basierend auf theoretischen Arbeiten von NOLAN⁶³⁹ und EDMANS⁶⁴⁰ ein negativer Zusammenhang zwischen Fremdkapitalquote und Managermyopie festgestellt. Gleichzeitig wurde basierend auf empirischen Untersuchungen von BUSHEE⁶⁴¹ ein negativer Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Managermyopie festgestellt. Diese Zusammenhänge fallen in zwei im Jahr 2011 relativ unerforschte Gebiete der Managermyopie-Literatur. Ihre theoretische Erforschung und weitere empirische Überprüfung stellen ein weiteres interessantes Gebiet für zukünftige Forschung dar.

⁶³⁶ Vgl. BUSHEE (1998).

⁶³⁷ Ein jüngeres Beispiel für eine solche Untersuchung stellt die auf die finnische Wirtschaft bezogene Studie von LILJEBLOM und VAIHEKOSKI dar. Vgl. LILJEBLOM/VAIHEKOSKI (2009).

⁶³⁸ Vgl. zu jüngeren Untersuchungen, in welchen gleichzeitig Ergebnismanagement durch die Ausnutzung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten im externen Rechnungswesen und Managermyopie basierend auf Kapitalmarkt- und Rechnungslegungsdaten analysiert wurden, COHEN et al. (2008), KIM/SOHN (2009) sowie MIZIK (2009), welche ihren Forschungsansatz auf S. 3 wie folgt begründet: „A firm can use both accruals-based and real activity-based earnings management in order to inflate earnings and the greatest effect would be obtained through a coordinated approach.“

⁶³⁹ Vgl. NOLAN (2002).

⁶⁴⁰ Vgl. EDMANS (2010a)

⁶⁴¹ Vgl. BUSHEE (1998).

6. AUSBLICK

Eine Kernaussage der vorliegenden Arbeit lautet, daß Managermyopie in einem Teilbereich der deutschen Wirtschaft existiert. Dieses Ergebnis bestätigt und ergänzt die vorliegenden auf andere Länder bezogenen Befunde der internationalen Managermyopie-Literatur⁶⁴² für den deutschen Wirtschaftsraum.

Für diesen muß dieses Ergebnis als alarmierend bezeichnet werden. Managermyopie führt durch die Nichtdurchführung vorteilhafter Investitionsprojekte zu einer Senkung des langfristigen Wertes des Unternehmens und der Vermögensposition der langfristigen Aktionäre⁶⁴³. Das Ausmaß dieses Verhaltens sollte daher reduziert werden. Es ergeben sich hierfür basierend auf der vorliegenden Arbeit bestimmte Ansatzpunkte, welche im Folgenden als Handlungsempfehlungen für Manager, Kapitalgeber und standarddefinierende Institutionen formuliert werden sollen.

In dem Modell von STEIN stellt eine notwendige Voraussetzung für Managermyopie dar, daß Manager einen höheren Nutzen aus gegenwärtigen denn aus zukünftigen bilanziellen Ergebnissen und Aktienkursen ziehen⁶⁴⁴. Hierauf basierend könnte durch eine Erhöhung des relativen Managernutzens, welcher aus zukünftigen bilanziellen Ergebnissen und Aktienkursen gezogen wird, das Ausmaß an Managermyopie gesenkt werden. Kapitalgebern und durch diese eingesetzten Aufsichtsräten muß daher empfohlen werden, bei den Vertragsverhandlungen mit Managern und Vorständen Kompensationsmodelle zu vereinbaren, in welchen die Managervergütung zu einem

⁶⁴² Vgl. zu ähnlichen Befunden bzgl. der US-amerikanischen bzw. finnischen Wirtschaft GRAHAM et al. (2005) bzw. LILJEBLOM/VAIHEKOSKI (2009).

⁶⁴³ Vgl. RAPPAPORT (2005), welcher hierzu auf S. 69 ausführt: „Managing for short-term earnings comprises shareholder value in two ways. First, companies delay or forgo value-creating investments to meet consensus earnings expectations...Second, a focus on short-term earnings compromises shareholder value because managers exploit the discretion allowed by the accounting rules in the calculation of earnings by pushing revenues into the current period and deferring current expenses to future periods.“ Vgl. zu empirischen Überprüfungen der Aussage von RAPPAPORT MIZIK/JACOBSON (2007) sowie MIZIK (2009). Diese ermittelten für Unternehmen, welche sich vor einer Kapitalerhöhung managermyopisch verhalten hatten, signifikant negative risikoangepaßte Aktienrenditen in den Folgeperioden. Vgl. hierzu des Weiteren ANTIA et al. (2010) und insbesondere BHOJRAJ et al. (2010), die Firmen, welche Analystenvoraussagen bzgl. ihres Periodenergebnisses mit Hilfe von Ergebnismanagement erreicht hatten, mit Unternehmen verglichen, welche solche Voraussagen nicht erfüllt hatten, gleichzeitig jedoch auf Ergebnismanagement - und damit potentiell auch auf Managermyopie - verzichtet hatten. Die erste Gruppe von Firmen erzielte gegenüber der zweiten Gruppe über einen sehr kurzen Zeitraum während der Ergebnisbekanntgabe signifikant höhere Aktienrenditen. Über einen dreijährigen Zeitraum betrachtet drehte sich dieser Trend jedoch um, und die zweite Gruppe erzielte signifikant höhere Aktienrenditen.

⁶⁴⁴ Vgl. STEIN (1989) sowie eine ausführlichere Darstellung des Modells in Anhang 1.

möglichst hohen Anteil von langfristigen⁶⁴⁵ bilanziellen Ergebnissen und Aktienkursen abhängt⁶⁴⁶.

Aus der durchgeführten empirischen Untersuchung ergibt sich, daß Unternehmen, welche eine höhere Berichtsfrequenz aufweisen und daher quartalsweise anstatt halb- oder volljährig Berichte veröffentlichen, einem höherem Maß an Kapitalmarktdruck ausgesetzt sind. Auch wenn sich dieser Effekt nicht statistisch meßbar auf das ausgeübte Maß an Managermyopie überträgt, ergeben sich aus diesem Befund dennoch Anhaltspunkte für standarddefinierende Institutionen, die Vorgabe bestimmter verpflichtender Berichtsfrequenzen zu überdenken⁶⁴⁷.

Eine weitere Handlungsempfehlung für Manager und standarddefinierende Institutionen besteht in einer Ausweitung der freiwilligen und verpflichtenden Berichterstattung hin zu einer Information der Kapitalgeber über nichtfinanzielle Parameter, welche einen Einfluß auf den langfristigen Erfolg des Unternehmens haben. So können beispielsweise Informationen über F&E-Aktivitäten wie Patenzulassungen, den Bekanntheitsgrad bestimmter Produkte sowie Mitarbeiter⁶⁴⁸- oder Kundenzufriedenheitswerte glaubhafte Signale über die langfristigen Perspektiven eines Unternehmens darstellen. Die Kommunikation solcher Daten könnte daher den Fokus mancher Kapitalmarktteilnehmer auf das bilanzielle Ergebnis als einzige maßgebliche Zahl eines betrieblichen Jahres- oder Quartalsabschlusses⁶⁴⁹ verringern.

⁶⁴⁵ Im Gegensatz hierzu ist eine von zeitlich naheliegenden Periodenergebnissen und Aktienkursen abhängige Managervergütung als kritisch anzusehen. Vgl. zu einer Übersicht über die hierzu vorhandene Literatur GRANT et al. (1996), welche auf S. 18 resümieren: „One clear conclusion is that naive incentives based on short-term share prices are likely to lead managers to take actions designed to manipulate those prices rather than actions that maximize the long-term value of their firms.“

⁶⁴⁶ Vgl. zu ähnlichen Empfehlungen KREHMEYER (2006), S. 9 ff. und MIZIK (2010), S. 609.

⁶⁴⁷ An dieser Stelle sind weitere die ideale Berichtsfrequenz beeinflussende Faktoren wie z. B. die direkten Berichtskosten, die Verlässlichkeit der veröffentlichten Informationen oder der berichtsbezogene Zeitbedarf auf Seiten des Managements zu berücksichtigen.

⁶⁴⁸ Vgl. EDMANS (2010), welcher den Zusammenhang zwischen Mitarbeiterzufriedenheit und Aktienperformance vergleicht. Ein Portfolio der „100 Best Companies to Work For in America“ erzielte hierbei im Vergleich zu einer Benchmark signifikant höhere risikoangepaßte Renditen. EDMANS zieht hieraus die Schlußfolgerung, daß der Aktienmarkt bei der Bewertung von Unternehmen nicht bilanzierungsfähige Wirtschaftsgüter nicht in ausreichendem Maße berücksichtigt. Diese unzureichende Berücksichtigung stellt in dem Modell von STEIN (1989) eine Voraussetzung für das Entstehen von Managermyopie dar.

⁶⁴⁹ Vgl. bzgl. „anecdotal evidence“ zu diesem Fokus COLLINGWOOD (2001), welcher auf S. 65 ausführt: „the quarterly earnings report ... dominates and distorts the decisions of executives, analysts, investors, and auditors.“

In der vorliegenden Arbeit wurde für größere Unternehmen sowie für Unternehmen mit einer höheren Fremdkapitalquote ein statistisch signifikant niedrigeres Maß an Managermyopie festgestellt. Während die Größe eines Unternehmens durch seine Manager lediglich in bedingtem Maße beeinflussbar ist, bestehen vielfältige Möglichkeiten, seine Kapitalstruktur und damit seine Fremdkapitalquote zu beeinflussen. Bei der Wahl einer Kapitalstruktur ist nach der Corporate-Finance-Literatur eine Vielzahl von Überlegungen zu berücksichtigen⁶⁵⁰. Zusätzlich zu diesen sollte basierend auf den Ergebnissen der vorliegenden Arbeit bei Kapitalstrukturentscheidungen die Möglichkeit berücksichtigt werden, Kapitalmarktdruck und Managermyopie durch die Finanzierung über Fremd- versus Eigenkapital zu senken⁶⁵¹.

Schlußendlich ist jedoch vor allem an die Manager und Vorstände deutscher börsennotierter Unternehmen zu appellieren, sich des Problems Managermyopie bewußt zu werden und diesbezüglich ihre Verantwortung gegenüber der langfristigen Gesundheit des eigenen Unternehmens und gegenüber dessen langfristigen Aktionären wahrzunehmen. Dies muß auch bedeuten, in Situationen, in welchen durch eine bestimmte Entscheidung Managermyopie betrieben werden könnte, hiervon Abstand zu nehmen und damit möglicherweise ein kurzfristiges Absinken des Aktienkurses in Kauf zu nehmen, gleichzeitig aber das langfristige Wohlergehen des eigenen Unternehmens zu sichern.

⁶⁵⁰ Vgl. zu einer Übersicht über diesbezügliche Literatur HARRIS/RAVIV (1991).

⁶⁵¹ Vgl. EDMANS (2009) zu einem Modell, in welchem gemessen an ihrem Anteil größere Aktionäre zu einer Senkung von Managermyopie führen. Basierend hierauf könnte auch eine Homogenisierung der Eigenkapitalgeberstruktur zur Senkung von Managermyopie vorgeschlagen werden.

ANHANG 1: DAS MODELL VON STEIN (1989)

STEIN nimmt in seinem Modell die Existenz von zwei Arten von Wirtschaftssubjekten an, welche in Beziehung zu einem fiktiven börsennotierten Unternehmen stehen. Es sind dies die Manager und die Kapitalgeber des Unternehmens.

Ohne jegliches myopisches Verhalten von Seiten der Manager (welches zu einem späteren Zeitpunkt eingeführt wird) erreicht das Unternehmen in Periode t ein sogenanntes natürliches Ergebnis e_t^n , welches aus einer „permanenten“ Komponente z_t und einer „transitorischen“ Komponente v_t besteht:

$$(30) \quad e_t^n = z_t + v_t$$

Die „permanente“ Ergebniskomponente z_t folgt einer Zufallsbewegung:

$$(31) \quad z_t = z_{t-1} + u_t$$

Der Term u_t stellt hierbei eine Folge unabhängig verteilter Zufallsvariablen mit einem Mittelwert von null und einer Varianz von σ_u^2 dar.

Die „transitorische“ Komponente v_t ist im Gegensatz hierzu eine Folge unabhängig verteilter Zufallsvariablen mit einem Mittelwert von null und einer Varianz von σ_v^2 .

Weder z_t noch v_t sind durch die Manager oder Kapitalgeber des Unternehmens direkt beobachtbar.

Das bilanzielle Ergebnis e_t ist durch die Kapitalgeber beobachtbar. Es entspricht jedoch nicht zwangsläufig dem natürlichen Ergebnis e_t^n , da die Manager die Möglichkeit besitzen, das bilanzielle Ergebnis einer Periode durch myopisches Verhalten auf Kosten der bilanziellen Ergebnisse der Folgeperioden zu erhöhen. STEIN vergleicht diese Strategie mit einem Darlehen zu einem unvorteilhaften impliziten Zinssatz und führt b_t als Erhöhung des natürlichen Ergebnisses durch Managermyopie⁶⁵² in Periode t ein⁶⁵³.

⁶⁵² Vgl. für die möglichen Ausprägungsformen der durch b_t repräsentierten Managermyopie Abschnitt II.2.

⁶⁵³ STEIN spricht in diesem Zusammenhang von „borrowing“.

Eine solche Erhöhung führt allerdings in Periode $t+1$ zu einer Reduktion des natürlichen Ergebnisses e_{t+1}^n um $c(b_t)$. Das bilanzielle Ergebnis e_t jeder Periode t entspricht daher:

$$(32) \quad e_t = e_t^n + b_t - c(b_{t-1})$$

Die Funktion $c(b_t)$ wird als konvex angenommen; ihre Steigung entspricht in einer Situation ohne Managermyopie eins zuzüglich dem risikoadäquaten Zinssatz r des Unternehmens. Es entstehen daher ansteigende marginale Kosten von Managermyopie. Wird der Wert des Unternehmens als die Summe der mit r abgezinsten bilanziellen Ergebnisse e_t angesehen, so wird dieser Wert durch die Unterlassung von Managermyopie maximiert, was für sämtliche Perioden einem b_t von null entspricht.

Die Erhöhung des natürlichen Ergebnisses durch Managermyopie b_t kann durch die Kapitalgeber nicht beobachtet werden; es handelt sich hierbei um eine der wesentlichen Annahmen des Modells.

Das Unternehmen zahlt in jeder Periode das bilanzielle Ergebnis e_t in Form einer Dividende aus, der Marktpreis P_t des Unternehmens entspricht daher im Zeitpunkt t nach dieser Auszahlung:

$$(33) \quad P_t = E_t \sum_{j=1}^{\infty} \frac{e_{t+j}}{(1+r)^j}$$

E_t stellt hierbei die Menge der Erwartungen der Kapitalgeber über die zukünftigen bilanziellen Ergebnisse e_{t+j} dar. Diese basieren auf den bilanziellen Ergebnissen e_t der Vergangenheit, welche in Gänze durch die Kapitalgeber beobachtet wurden.

Die Manager des Unternehmens sind nicht nur an hohen zukünftigen bilanziellen Ergebnissen, sondern auch an einem hohen Marktpreis ihres Unternehmens interessiert⁶⁵⁴. In dem Modell von STEIN drückt sich dieses Interesse darin aus, daß zu Beginn der Periode 0 die Manager Aktien ihres Unternehmens besitzen, nach der Auszahlung der Dividende jedoch einen Anteil von π an dieser Position zum Marktpreis verkaufen

⁶⁵⁴ Vgl. zu den möglichen Hintergründen dieses Interesses Abschnitt III.4.

und den verbleibenden Anteil $(1 - \pi)$ ad infinitum halten⁶⁵⁵. Die Maximierung des Barwertes der Einkünfte der Manager entspricht daher der Maximierung folgenden Nutzens der Manager U_t zu jedem Zeitpunkt t :

$$(34) \quad U_t = e_t + (\pi * P_t) + \left[(1 - \pi) * \frac{e_{t+1}}{1+r} \right]$$

STEIN ignoriert hier zeitlich mehr als eine Periode in der Zukunft liegende bilanzielle Ergebnisse, da diese unbeeinflusst von aktuellen Entscheidungen sind.

Unter diesen Voraussetzungen existiert ein stabiler Gleichgewichtszustand, in welchem die Manager das natürliche Ergebnis in jeder Periode durch Managermyopie um einen konstanten Betrag, welcher von STEIN als \bar{b} bezeichnet wird, erhöhen, und die Kapitalgeber dieses Verhalten komplett antizipieren. Die Kapitalgeber können in diesem Zustand das natürliche Ergebnis jeder Periode aus dem beobachteten bilanziellen Ergebnis ableiten:

$$(35) \quad \hat{e}_t^n = e_t + c(\bar{b}) - \bar{b}$$

Gleichzeitig bilden in diesem Gleichgewichtszustand die Kapitalgeber eine Menge von Erwartungen bezüglich der zukünftigen natürlichen Ergebnisse des Unternehmens:

$$(36) \quad \text{für alle } h > 0 \text{ gilt} \quad E_t(e_{t+h}^n) = \sum_{j=0}^{\infty} \alpha_j * \hat{e}_{t-j}^n$$

$$(37) \quad \sum_{j=0}^{\infty} \alpha_j = 1$$

Die Koeffizienten α_j sind hierbei abhängig von den Varianzen σ_u^2 und σ_v^2 . Von besonderem Interesse ist der Parameter α_0 , welcher den Einfluss des bilanziellen Ergebnisses der aktuellen Periode auf die erwarteten zukünftigen natürlichen Ergebnisse widerspiegelt⁶⁵⁶:

⁶⁵⁵ STEIN geht davon aus, daß die Manager mit Ausnahme des Verkaufserlöses und der zukünftigen Dividenden kein Einkommen erzielen und mit Ausnahme dieser Aktien kein Vermögen besitzen.

⁶⁵⁶ Die Ableitung des Ausdrucks dieses Parameters ist relativ komplex. Vgl. zu seiner formalen Darstellung STEIN (1989), S. 660, sowie zu seiner Ableitung HOLMSTROM (1999).

Ist σ_u^2 im Vergleich zu σ_v^2 relativ gering, enthalten die natürlichen Ergebnisse des Unternehmens eine starke Lärmkomponente. In diesem Fall sind vergangene bilanzielle Ergebnisse für die Kapitalgeber eine wichtige Informationsquelle bei der Bildung ihrer Erwartungen bzgl. zukünftiger Ergebnisse. Der Parameter α_0 liegt in diesem Fall nahe bei Null. Im Gegensatz hierzu basieren die Erwartungen bzgl. zukünftiger Ergebnisse in relativ starkem Masse auf dem aktuellen bilanziellen Ergebnis für den Fall, daß σ_u^2 im Vergleich zu σ_v^2 relativ groß ist. Der Parameter α_0 liegt in diesem Fall nahe bei Eins.

STEIN betrachtet nun das Entscheidungsproblem eines Managers, welcher sich mit der Erwartung der Kapitalgeber, er würde das natürliche Ergebnis in jeder Periode durch Managermyopie um \bar{b} erhöhen, konfrontiert sieht. Der Manager wählt in diesem Falle mit dem Ziele der Maximierung seines Nutzens eine Erhöhung des natürlichen Ergebnisses um einen Betrag b_t , welcher Folgende Bedingung erfüllt:

$$(38) \quad \frac{de_t}{db_t} + \pi \frac{dP_t}{db_t} + \left(\frac{1-\pi}{1+r} \right) * \frac{de_{t+1}}{db_t} = 0$$

Aus Gleichung (32) folgt, daß die Ableitung $\frac{de_t}{db_t}$ gleich eins und die Ableitung $\frac{de_{t+1}}{db_t}$ gleich $-c'(b_t)$ ist. Bei einem gegebenen Wert von \bar{b} führt eine Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses durch Managermyopie eins zu eins zu einer Erhöhung des durch die Kapitalgeber abgeleiteten natürlichen Ergebnisses \hat{e}_t^n . Diese Erhöhung schlägt sich mit dem Faktor α_0 auf die erwarteten Ergebnisse sämtlicher zukünftiger Perioden nieder. Die Ableitung $\frac{dP_t}{db_t}$ entspricht daher $\frac{\alpha_0}{r}$. Im Gleichgewicht entspricht die tatsächliche Erhöhung des bilanziellen Ergebnisses durch Managermyopie b_t dem durch die Kapitalgeber erwarteten Wert \bar{b} . Durch Einsetzen der dargestellten Ableitungen in Gleichung (38) entsteht damit folgende Beziehung

$$(39) \quad c'(\bar{b}) = \left[\frac{(1+r)}{(1-\pi)} \right] * [1 + (\pi * \alpha_0/r)]$$

Von kritischer Bedeutung ist hierbei der Parameter π , welcher ausdrückt, wie stark sich Manager für den aktuellen Börsenkurs ihres Unternehmens interessieren. Liegt dieser Parameter bei null, entsteht im Gleichgewicht keine Managermyopie, da dann \bar{b} bei null liegt. Bei über null liegenden Werten von π resultiert hingegen Managermyopie.

ANHANG 2: FRAGEBOGEN



2004 Umfrage zu Kapitalmarkterwartungen in Deutschland

Alle Angaben werden ausschliesslich anonym ausgewertet.

Bitte geben Sie Ihre Einschätzung zu den folgenden Aussagen nach diesem Muster an:

Stimme voll und ganz zu	Stimme eher zu	Neutral	Stimme eher nicht zu	Stimme überhaupt nicht zu	Keine Aussage möglich
1	2	3	4	5	x

1. Im Vergleich zu einer reinen Jahresberichterstattung ermöglicht Quartalsberichterstattung eine treffsicherere Darstellung der wirtschaftlichen Situation unseres Unternehmens und eine realistischere Bewertung am Kapitalmarkt.

1	2	3	4	5	x
---	---	---	---	---	---

2. Der Kapitalmarkt übt Druck auf unser Unternehmen aus, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen.

1	2	3	4	5	x
---	---	---	---	---	---

- 3a. Oft sind Unternehmen gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen zu unterlassen.

1	2	3	4	5	x
---	---	---	---	---	---

- 3b. Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen in folgenden Bereichen zu unterlassen:

Forschung und Entwicklung	1	2	3	4	5	x
Pflege von Kundenbeziehungen	1	2	3	4	5	x
Werbung	1	2	3	4	5	x
Einstellung neuer Mitarbeiter	1	2	3	4	5	x
Personalentwicklung	1	2	3	4	5	x

3c. Oft sind Unternehmen gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch langfristig nicht sinnvolle Massnahmen zu erzielen.

1	2	3	4	5	x
---	---	---	---	---	---

3d. Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch folgende, langfristig nicht sinnvolle, Massnahmen zu erzielen:

Preiserhöhungen (Marktanteilaufgabe)	1	2	3	4	5	x
Preissenkungen (Preiskampf)	1	2	3	4	5	x
Markenausweitung auf neue Produkte (Markenverwässerung)	1	2	3	4	5	x
Nutzung neuer Distributionskanäle (Markenverwässerung)	1	2	3	4	5	x

Bitte beantworten Sie abschließend noch einige Fragen zu Ihrem Unternehmen:

4. Wie oft veröffentlicht Ihr Unternehmen einen Bericht für den Kapitalmarkt?

Quartalsweise	<input type="checkbox"/>	Halbjährlich	<input type="checkbox"/>	Jährlich	<input type="checkbox"/>	Andere Frequenz	<input type="checkbox"/>
---------------	--------------------------	--------------	--------------------------	----------	--------------------------	-----------------	--------------------------

5a. Wieviele Mitarbeiter beschäftigt Ihr Unternehmen?

5b. Was ist der Marktwert des Eigenkapitals Ihres Unternehmens?

5c. In welcher Industrie ist Ihr Unternehmen tätig?

Automobil	<input type="checkbox"/>	Verarbeitende Industrie	<input type="checkbox"/>
Finanzdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	Konsumgüter/ Nahrungsmittel	<input type="checkbox"/>
Bauindustrie	<input type="checkbox"/>	Medien/ Telekommunikation	<input type="checkbox"/>
Pharma/ Chemie	<input type="checkbox"/>	Software/ Technologie	<input type="checkbox"/>
Energie/ Rohstoffe/ Versorger	<input type="checkbox"/>	Transport/ Logistik	<input type="checkbox"/>
Handel	<input type="checkbox"/>	Andere:	<input type="checkbox"/>

5d. Welcher Anteil am Eigenkapital Ihres Unternehmens wird Ihrer Einschätzung nach von strategischen Langfristinvestoren gehalten?

5e. Welcher Anteil am Gesamtkapital Ihres Unternehmens stammt aus Fremdfinanzierung?

Herzlichen Dank für Ihre Unterstützung!

ANHANG 3: BEGLEITSCHREIBEN DEUTSCHE BÖRSE AG



An die Emittenten der Frankfurter Wertpapierbörse

Deutsche Börse AG

Neue Börsestraße 1
60487 Frankfurt am Main

Postanschrift
60485 Frankfurt am Main

Telefon
+49-(0)69-211 - 14828

Ihre Mitwirkung an einem akademischen Forschungsprojekt 30. September 2004

Sehr geehrte Damen und Herren,

im Rahmen eines Forschungsprojektes der Handelshochschule Leipzig mit dem Thema "Kapitalmarkterwartungen in Deutschland: eine empirische Untersuchung" soll eine Umfrage durchgeführt werden.

Der Untersuchung liegt folgende, auch für die Deutsche Börse AG interessante, Frage zu Grunde: In wie weit wirken sich Erwartungen des Kapitalmarkts auf die Entscheidungen in deutschen Unternehmen aus? Zur Beantwortung dieser Frage werden neben der Betrachtung von Rechnungslegungsdaten die Ergebnisse dieser Umfrage analysiert.

Die Befragung richtet sich an die Finanzvorstände von börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Die Deutsche Börse begleitet dieses akademische Vorhaben kommunikativ und wir möchten Sie um Ihre Mitwirkung bitten. Konzeption, Durchführung und Auswertung obliegen allein der durchführenden Hochschule. Die Deutsche Börse erlangt zudem keine Kenntnis über vertrauliche Angaben, die im Rahmen der Befragung gegenüber der Hochschule gemacht werden.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Martin Steinbach
Issuer Relations

Alexander v. Preysing
Issuer Relations

Vorsitzender des
Aufsichtsrats
Dr. Rolf-E. Breuer

Vorstand
Werner G. Seifert
(Vorsitzender)
André Koelenis
(stv. Vorsitzender)
Rudolf Fersche
Methias Ganz
Methias Hübek
Michael Kuhn

Aktiengesellschaft
mit Sitz in
Frankfurt am Main
HRB Nr. 32232
Amtsgericht
Frankfurt am Main

ANHANG 4: ANTWORTEN DER FRAGEBOGENUMFRAGE⁶⁵⁷



Ergebnisübersicht: 2004 Umfrage zu Kapitalmarkterwartungen in Deutschland

Die Einschätzung zu den folgenden Aussagen wurde nach diesem Muster angegeben:

Stimme voll und ganz zu	Stimme eher zu	Neutral	Stimme eher nicht zu	Stimme überhaupt nicht zu	Keine Aussage möglich
1	2	3	4	5	X

Die Zahlen unter den Antworten stellen die relativen Häufigkeiten dar. Der Mittelwert ist in Klammern angegeben, die Anzahl der gültigen Antworten in der jeweils letzten Spalte.

1. Im Vergleich zu einer reinen Jahresberichterstattung ermöglicht Quartalsberichterstattung eine treffsicherere Darstellung der wirtschaftlichen Situation unseres Unternehmens und eine realistischere Bewertung am Kapitalmarkt. (2,91)

1	2	3	4	5	Antworten
14%	38%	7%	27%	15%	130

2. Der Kapitalmarkt übt Druck auf unser Unternehmen aus, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen. (2,82)

1	2	3	4	5	Antworten
10%	37%	24%	20%	9%	130

- 3a. Oft sind Unternehmen gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen zu unterlassen. (3,00)

1	2	3	4	5	Antworten
5%	34%	23%	28%	9%	128

- 3b. Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen in folgenden Bereichen zu unterlassen:

	1	2	3	4	5	Antworten
Forschung und Entwicklung (4,06)	2%	13%	11%	25%	49%	114
Pflege von Kundenbeziehungen (4,29)	0%	8%	10%	27%	55%	122
Werbung (3,84)	2%	18%	19%	18%	44%	124
Einstellung neuer Mitarbeiter (3,87)	2%	19%	16%	18%	46%	123
Personalentwicklung (3,87)	1%	16%	21%	19%	43%	124

⁶⁵⁷ Die in Klammern angegebenen Zahlen stellen die arithmetischen Mittel der Antworten auf das jeweilige Item des Fragebogens dar.

3c. Oft sind Unternehmen gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch langfristig nicht sinnvolle Massnahmen zu erzielen. (3,25)

1	2	3	4	5	Antworten
4%	33%	32%	35%	18%	122

3d. Unser Unternehmen war bereits gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses Erträge durch folgende, langfristig nicht sinnvolle, Massnahmen zu erzielen:

	1	2	3	4	5	Antworten
Preiserhöhungen (Marktanteilaufgabe) (4,37)	0%	6%	13%	28%	67%	114
Preissenkungen (Preiskampf) (4,09)	3%	11%	18%	24%	60%	116
Markenausweitung auf neue Produkte (Markenverwässerung) (4,33)	0%	8%	13%	26%	67%	114
Nutzung neuer Distributionskanäle (Markenverwässerung) (4,25)	0%	11%	17%	18%	67%	113

4. Wie oft veröffentlicht Ihr Unternehmen einen Bericht für den Kapitalmarkt?

Quartalsweise	84%	Halbjährlich	14%	Jährlich	2%	Antworten	128
---------------	-----	--------------	-----	----------	----	-----------	-----

5a. Wieviele Mitarbeiter beschäftigt Ihr Unternehmen? (16.848)

1 – 250	251 – 1000	1001 – 10.000	> 10.000	Antworten
27%	21%	28%	23%	128

5b. Was ist der Marktwert des Eigenkapitals Ihres Unternehmens in Mio. €? (2.413)

1 – 50	51 – 500	501 – 5.000	> 5.000	Antworten
33%	33%	23%	11%	123

5c. In welcher Industrie ist Ihr Unternehmen tätig?

Automobil	6%	Verarbeitende	10%	Antworten
Finanzdienstleistungen	16%	Konsumgüter/ Nahrungsmittel	6%	124
Bauindustrie	5%	Medien/ Telekommunikation	5%	
Pharma/ Chemie	6%	Software/ Technologie	20%	
Energie/ Rohstoffe/ Versorger	3%	Transport/ Logistik	1%	
Handel	8%	Andere	13%	

5d. Welcher Anteil am Eigenkapital Ihres Unternehmens wird Ihrer Einschätzung nach von strategischen Langfristinvestoren gehalten? (50%)

0% – 25%	26% – 50%	51% - 75%	76% - 100%	Antworten
23%	27%	34%	15%	125

5e. Welcher Anteil am Gesamtkapital Ihres Unternehmens stammt aus Fremdfinanzierung? (34%)

0% – 25%	26% – 50%	51% - 75%	76% - 100%	Antworten
43%	32%	21%	4%	120

ANHANG 5: INTERVIEW-LEITFADEN



Leitfaden zur Interviewserie „Kapitalmarkterwartungen in Deutschland“

- 1) Existiert Ihrer Ansicht nach Kapitalmarktdruck in deutschen Unternehmen? Auf welche Ursachen (z. B. Kapitalgeberstruktur, Finanzierungsstruktur oder Berichtsfrequenz) ist dies Ihrer Ansicht nach zurückzuführen?
- 2) Wird Ihrer Ansicht nach von Seiten des Kapitalmarkts Druck auf Ihr Unternehmen ausgeübt, kurzfristig positive Ergebnisse auf Kosten langfristiger Performance darzustellen?
- 3) War Ihr Unternehmen in der Vergangenheit gezwungen, zur Erreichung eines vom Kapitalmarkt erwarteten Ergebnisses langfristig sinnvolle Aufwendungen zu unterlassen oder langfristig nicht sinnvolle Umsätze zu erzielen?
 - a) Falls ja: In welcher Form ist dies passiert?
 - b) Falls ja: In welcher Form haben Sie die Erwartung des Kapitalmarkts wahrgenommen?
- 4) Welcher Zeithorizont ist für Ihre Investitionsentscheidungen relevant?
- 5) Welcher Teil des Eigenkapitals Ihres Unternehmens wird von strategischen Langfristinvestoren gehalten?

Alle Angaben werden ausschliesslich anonym ausgewertet.

LITERATURVERZEICHNIS

- AAKER, D. A. (1990): Brand Extensions: The good, the bad, and the ugly, in: Sloan Management Review, 31. Jg., S. 47 - 56.
- AAKER, D. A. (1992): Management des Markenwerts, Frankfurt/Main.
- AAKER, D. A./KELLER, K. L.(1990): Consumer evaluations of brand extensions, in: Journal of Marketing, 54. Jg., S. 27 - 41.
- ABBEGLEN, J. C./STALK, G. (1985): Kaisha, the Japanese corporation, New York.
- ABRAHAM, M. M./LODISH, L. M. (1990): Getting the most out of advertising and promotion, in: HBR, 68. Jg., S. 50 - 60.
- ADIEL, R. (1996): Reinsurance and the management of regulatory ratios and taxes in the property-casualty insurance industry, in: Journal of Accounting and Economics, 22. Jg., S. 207 - 240.
- AGARWAL, N. C. (1979): On the interchangeability of size measures, in: The Academy of Management Journal, 22. Jg., S. 404 - 409.
- AHIRO, A./REINGOLD, E. M./SHIMOMURA, M. (1986): Made in Japan, New York.
- AKERLOF, G. (1970): The market for 'lemons': Quality and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, 84. Jg., S. 488 - 500.
- AMIHUD, Y./LEV, B. (1981): Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, in: Bell Journal of Economics, 12. Jg., S. 605 - 617.
- ANTIA, M./PANTZIALIS, C./PARK, J. C. (2010): CEO decision horizon and firm performance, in: Journal of Corporate Finance, 16. Jg., S. 288 - 301.
- ARMSTRONG, J. S./OVERTON, T. S. (1977): Estimating nonresponse bias in mail surveys, in: Journal of Marketing Research, 14. Jg., S. 396 - 402.
- ASPEN INSTITUTE (Hrsg.) (2009): Overcoming short-termism, New York 2009.
- ATANASSOV, J. (2006): Quiet life or managerial myopia, University of Michigan, Arbeitspapier.
- BAE, S. C./KIM, D. (2003): The effect of R&D investments on the market value of firms, in: The Multinational Business Review, 11. Jg., S. 51 - 75.
- BAKER, M. (1998): Fund managers attitudes to risk and time horizons, in: European Journal of Finance, 4. Jg., S. 257 - 278.
- BAR-GILL, O./BEBCHUK, L. A. (2003): Misreporting corporate performance, Arbeitspapier, Harvard University.
- BARTON, A. H. (1958): Asking the embarrassing question, in: Public Opinion Quarterly, 22. Jg., S. 67 - 68.

- BAYSINGER, B./KOSNIK R./TURK, T. (1991): Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy, in: *Academy of Management Journal*, 34. Jg., S. 205 - 214.
- BEATTY, A./CHAMBERLAIN, S./MAGLIOLO, J. (1995): Managing financial reports of commercial banks, in: *Journal of Accounting Research*, 33. Jg., S. 231 - 261.
- BEBCHUK, L. A./STOLE, L. A. (1993): Do short-term objectives lead to under- or overinvestment in long-term projects?, in: *JoF*, 48. Jg., S. 719 - 729.
- BECKER, M. (2005): *Personalentwicklung*, 4. Auflage, Stuttgart.
- BELLIZZI, J. A./BRISTOL, T. (2005): Supervising the selling behavior of top sales performers, in: *Journal of Business Ethics*, 57. Jg., S. 377 - 388.
- BENARTZI, S./THALER, R. H. (1995): Myopic loss aversion and the equity premium puzzle, in: *Quarterly Journal of Economics*, 110. Jg., S. 73 - 92.
- BERGER, P./OFEK, E. (1995): Diversification's effect on firm value, in: *JoFE*, 37. Jg., S. 39 - 65.
- BERLE, A. A./MEANS, G. C. (1932): *The modern corporation and private property*, New York, 1932.
- BERTRAND, M./SCHOAR, A. (2003): Managing with style, in: *Quarterly Journal of Economics*, 118. Jg., S. 1169 - 1208.
- BERTRAND, M./MULLAINATHAN, S. (2003): Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences, in: *Journal of Political Economy*, 111. Jg., S. 1043 - 1075.
- BHOJRAJ, S./LIBBY, R. (2005): Managerial myopia and disclosure frequency, in: *Accounting Review*, 80. Jg., S. 1 - 20.
- BHOJRAJ, S./HRIBAR, P./PICCONI, M./McINNIS, P. (2010): Making sense of cents, in: *JoF*, 64. Jg., S. 2361 - 2388.
- BIZJAK, J. M./BRICKLEY, J. A./COLES, J. L. (1993): Stock-based incentive compensation and investment behaviour, in: *Journal of Accounting and Economics*, 16. Jg., S. 349 - 372.
- BLACK, A./FRASER, P. (2002): Stock market short-termism - an international perspective, in: *Journal of multinational Financial Management*, 12. Jg., S. 135 - 158.
- BLACK, F. (1986): Noise, in *JoF*, 41. Jg., S. 529 - 543.
- BLACK, N. J./LOCKETT, A./ENNEW, C./WINKLHOFER, H./MCKECHNIE, S. (2002): Modeling consumer choices of distribution channels, in: *International Journal of Bank Marketing*, 20. Jg., S. 161 - 173.

- BLAND, J. M./ALTMAN, D. G. (1997): Cronbach's alpha, in: *British Medical Journal*, 314. Jg., S. 572.
- BLATTBERG, R. C./BRIESCH, R./FOX, E. J. (1995): How promotions work, in: *Marketing Science*, 14. Jg., S. 122 - 132.
- BLOCK, J. H./THAMS, A. (2007): Long-term orientation in family and non-family firms: A Bayesian Analysis, SFB 649 Diskussionspapier 2007-059.
- BOOT, A. W. (1992): Why hang on to losers? Divestitures and takeovers, in: *JoF*, 47. Jg., S. 1401 - 1423.
- BOARD, S: (2008): Durable-goods monopoly with varying demand, in: *Review of economic Studies*, 75. Jg., S. 391 - 413.
- BORENSTEIN, S./MACKIE-MASON, J. K./NETZ, J. S. (2000): Exercising market power in proprietary aftermarkets, in: *Journal of Economics and Management Strategy*, 9. Jg., S.157-88.
- BORTZ, J./DÖRING, N. (2006): *Forschungsmethoden und Evaluation*, 4. Auflage, Berlin.
- BOWER, W. (1981): How to regain our competitive edge, in: *Fortune*, 103. Jg., S. 74 - 90.
- BRAV, A./GRAHAM, J. R./HARVEY, C. R./MICHAELY, R: (2005): Payout policy in the 21st Century, in: *JoFE*, 77. Jg., S. 483 - 527.
- BREALEY, R. A./Myers, S. C. (2003): *Principles of corporate finance*, 7. Auflage, New York.
- BRICK, J. M. (1996): Undercoverage bias in estimates of characteristics of adults and 0- to 2-year-olds in the 1995 national household education survey, U.S. Department of Education, National Center for Education Statistics Arbeitspapier Nr. 96-29, Washington D. C.
- BROSIUS, F. (1998): *SPSS 8*, Hamburg.
- BROWN, L. D., RICHARDSON, G. D., SCHWAGER, S. J. (1987): An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings, in: *Journal of Accounting Research*, 25. Jg., S. 49 - 67.
- BÜHNER, M./ZIEGLER, M. (2009): *Statistik für Psychologen und Sozialwissenschaftler*, München.
- BUNDESKARTELLAMT (Hrsg.) (2005): *Beschluß* *Gesch.-Z.:* B 4 - 67110 - Fa - 09/05, Bonn.
- BURGSTAHLER, D./EAMES, M. (2006): Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 33. Jg., S. 633 - 652.

- BUSHEE, B. J. (1998): The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour, in: *Accounting Review*, 73. Jg., 305 - 333.
- BUSHEE, B. J. (2001): Do institutional Investors prefer near-term earnings over long-run value?, in: *Contemporary Accounting Research*, 18. Jg., S. 207 - 246.
- CABRAL, L. M. B. (2001): *Optimal brand umbrella size*, New York.
- CAMPBELL, J. Y./LO A. W./MACKINLAY, A. C. (1997): *The econometrics of financial markets*, Princeton.
- CARMEL, J. (2008): But is it myopia?, in: *Journal of Economics and Management Strategy*, 17. Jg., S. 541 - 579.
- CHAN, S. H./MARTIN, J. D./KENSINGER, J. W. (1990): Corporate research and development expenditures and share value, in: *JoFE*, 26. Jg., S. 255 - 276.
- CHAPMAN, C. J./STEENBURGH, T. J. (2010): *An investigation of earnings management through marketing actions*, Harvard Business School, Arbeitspapier Nr. 08-073.
- CHEMMANUR, T. J./RAVID, S. A. (1999): Asymmetric information, corporate myopia and capital gains tax rates: An Analysis of Policy Prescriptions, in: *Journal of financial Intermediation*, 8. Jg., S. 205 - 231.
- CHENG, M./SUBRAMANYAN, K. R./ZHANG, Y. (2007): Earnings guidance and managerial myopia, in: *Internet unter Adresse: <http://www.kellogg.northwestern.edu/accounting/papers/k.R%20Subramanyam.pdf>*, Stand 22.02.2008.
- CHUNG, J./MONROE, G. S. (2003): Exploring social desirability bias, in: *Journal of Business Ethics*, 44. Jg., S. 291 - 302.
- COHEN, J. R./PANT, L. W. (1998): The effect of gender and academic discipline diversity on the ethical evaluations, ethical intentions and ethical orientation of potential public accounting recruits, in: *Accounting Horizons*, 12. Jg., S. 250 - 270.
- COHEN, J. R./PANT, L. W./SHARP, D. J. (2001): An examination of differences in ethical decision-making between Canadian business students and accounting professionals, in: *Journal of Business Ethics*, 30. Jg., S. 319 - 336.
- CREADY, W. M. (2001): The separation theorem, investor "myopia" and market prices, in: *Contemporary Accounting Research*, 18. Jg., S. 247 - 256.
- COENENBERG, A. (2000): *Jahresabschluß und Jahresabschlussanalyse*, 18. Auflage, Landsberg am Lech.
- COHEN, D./DEY, A./LYS, T. (2008) Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods, in: *Accounting Review*, 83. Jg., S. 757-787.
- COLLINGWOOD, H. (2001): The earnings game, in: *HBR*, 79. Jg., S. 65 -74.

-
- CRESWELL, J. W. (2003): *Research Design*, 2. Auflage, London.
- CRONBACH, L. J. (1951): Coefficient alpha and the internal structure of tests, in: *Psychometrika*, 16. Jg., S. 297 - 333.
- CUMMING, G./FINCH, S. (2001): A primer on the understanding, use and calculation of confidence intervals based on central and noncentral distributions, in: *Educational and Psychological Measurement*, 61. Jg., S. 530 - 572.
- DARROUGH, M. (1987): Managerial incentives for short-term results: A comment, in: *JoF*, 42. Jg., S. 1097 - 1102.
- DEANGELO, L. E. (1988): Managerial competition, information cost, and corporate governance, in: *Journal of Accounting and Economics*, 10. Jg., S. 3 - 36.
- DECANIO, S. J. (1994): Agency and control problems in US corporations, in: *Journal of the Economics of Business*, 1. Jg, S. 105 - 123.
- DECHOW, P. M./SLOAN, R. G. (1991): Executive incentives and the horizon problem, in: *Journal of Accounting & Economics*, 14. Jg., S. 51 - 89.
- DEGEORGE, F./ZECKHAUSER, R. (1993): The reverse LBO decision and firm performance, in: *JoF*, 68. Jg., S. 1323 - 1348.
- DEKIMPE, M. G./HANSSENS, D. M., SILVA-RISSO, J. M. (1999): Long-run effects of price promotions in scanner markets, in: *Journal of Econometrics*, 89. Jg., S. 269 - 291.
- DE LONG, J. B./SHLEIFER, A./SUMMERS, L. H./WALDMANN, R. J. (1990): Noise trader risk in financial markets, in: *Journal of political Economy*, 98. Jg., S. 703 - 738.
- DEMIRAG, I. (1995a): Assessing short-term perceptions of group finance directors of UK companies, in: *British Accounting Review*, 27. Jg., S. 247 - 281.
- DEMIRAG, I. (1995b): An empirical study of research and development top managers' perceptions of short-term pressures from capital markets in the UK, in: *European Journal of Finance*, 1. Jg., S. 180 - 202.
- DEMIRAG, I. (1998): Board of directors' short-term perceptions and evidence of managerial short-termism in the UK, in: *European Journal of Finance*, 4. Jg., S. 195 - 211.
- DEMIRAG, I./TYLECOTE, A. (1992): The effects of organizational culture, structure and market expectations on technological innovations, in: *British Journal of Management*, 3. Jg., S. 7 - 20.
- DEMIRAG, I./TYLECOTE, A./MORRIS, B. (1994): Accounting for financial and managerial causes of short-term pressures in British corporations, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 21. Jg., S. 1195 - 1213.
- DEUTSCHE BÖRSE (Hrsg.) (2009): *Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse*, Version 6.12, Frankfurt am Main 2009.

-
- DEUTSCHE BÖRSE (Hrsg.) (2011): Statistiken, in: Internet unter Adresse: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/lc/500_statistics, Stand 14.07.2011.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2011): Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2007 bis 2008, Frankfurt am Main 2011.
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E. V. (Hrsg.) (2009): DAI-Factbook 2009, Frankfurt am Main.
- DE VAUS, D. A. (1996): Surveys in social research, 4. Auflage, London.
- DICHTL, E./ISSING, O. (1994): Vahlens großes Wirtschaftslexikon, 2. Auflage, München.
- DILLER, H. (Hrsg.) (2001): Vahlens Großes Marketinglexikon, 2. Auflage, München.
- DONALDSON, S. I./GRANT-VALLONE, E. J. (2002): Understanding self-report bias in organizational behaviour research, in: Journal of Business and Psychology, 17. Jg., S. 245 - 260.
- DYE, R. A. (1988): Earnings management in an overlapping generations model, in: Journal of Accounting Research, 26. Jg., S. 195 - 235.
- EDMANS, A. (2009): Blockholder trading, market efficiency and managerial myopia, in: JoF, 64. Jg., S. 2481 - 2513.
- EDMANS, A. (2010): Does the stock market fully value intangibles?, in: JoFE, im Erscheinen.
- EDMANS, A. (2010a): Short-term termination without deterring long-term investment, in: JoFE, im Erscheinen.
- ERCEG-HURN, D. M./MIROSEVICH, V. M. (2008): Modern robust statistical methods, in: American Psychologist, 63. Jg., S. 591-601.
- ERNST, H. (2003): Ursachen eines Informant-Bias und dessen Auswirkung auf die Validität empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 73. Jg., S. 1249 - 1275.
- ERNSTBERGER, J./VOGLER, O./LINK, B. (2011): The real business effects of quarterly reporting, Ruhr-Universität Bochum, Arbeitspapier.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (Hrsg.) (2003): Kommentare zu bestimmten Artikeln der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Vierten Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25. Juli 1978 sowie zur Siebenten Richtlinie 83/349/EWG des Rates vom 13. Juni 1983 über Rechnungslegung, Brüssel.
- FAHRMEIR, L./KÜNSTLER, R./PIGEOT, I./TUTZ, G. (2010): Statistik, 7. Auflage, Heidelberg.

-
- FAIRCHILD, R./ZHANG, G. (2005): Repurchase and dividend catering, managerial myopia and long-run value destruction, University of Bath, Arbeitspapier.
- FAMA, E. (1970): Efficient capital markets, in: JoF, 25. Jg., S. 383 - 417.
- FAMA, E. (1981): Stock returns, real activity, inflation, and money, in: AER, 80. Jg., S. 545 - 564.
- FISCHER, D./NEUBECK, G. (2005): Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungskosten nach HGB und IAS/IFRS am Beispiel eines Automobilzulieferers, in: Bilanzbuchhalter und Controller, 6. Jg, S. 217 - 221.
- FISCHER, S./MERTON, R. (1985): Macroeconomics and finance, NBER Arbeitspapier Nr. 1291, Cambridge.
- FOWLER, F. J., Jr. (1984): Survey research methods, Beverly Hills.
- FROOT, K. A./PEROLD, A. F./STEIN, J. C. (1990): Shareholder trading practices and corporate investment horizons, NBER Arbeitspapier Nr. 3638, Cambridge.
- FT Innovation and Short-Termism Conference (Hrsg.) (1990): Conference report, London.
- FUDENBERG, D./TIROLE, J. (1986): A "signal-jamming" theory of predation, in: Rand Journal of Economics, 17. Jg., S. 366 - 376.
- FULLER, J./JENSEN, M. C. (2002): Just say no to Wall Street, in: Journal of applied Corporate Finance, 14. Jg., S. 41 - 46.
- GABLER (Hrsg.) (2004): Gabler Wirtschaftslexikon, 16. Auflage, Wiesbaden.
- GALAMBOS, L. (2000): The U.S. corporate economy in the twentieth century, in: ENGERMAN, S. L./GALLMAN, R. E. (Hrsg.): The Cambridge History of the United States, 3. Bd., Cambridge.
- GASPAR, J.-M./MASSA, M./MATOS, P. (2005): Shareholder investment horizons and the market for corporate control, in: JoFE, 76. Jg., S. 135 - 165.
- GARVEY, G. T./GRANT, S./KING, S. P. (1999): Myopic corporate behaviour with optimal management incentives, in: Journal of industrial Economics, 47. Jg., S. 231 - 250.
- GIBBONS, R./MURPHY, K. J.(1992): Does executive compensation affect investment, NBER Arbeitspapier Nr. 3193.
- GIGLER, F./KANODIA, C./SAPRA, H./VENUGOPALAN, R. (2009): Increasing the frequency of financial reporting, Arbeitspapier, University of Chicago.
- GRABER, R. S. (2003): Management turnover and underinvestment in R&D, in: Journal of social, political and economic Studies, 28. Jg., S. 295 - 323.
- GRAHAM, J. R./HARVEY, C. R. (2001): The theory and practice of corporate finance, in: JoFE, 60. Jg., S. 187 - 243.

- GRAHAM, J. R./HARVEY, C. R./RAJGOPAL, S. (2005): The economic implications of corporate financial reporting, in: *Journal of Accounting and Economics*, 40. Jg., S. 3 - 73.
- GRANT, S./ KING,S./POLAK. B. (1996): Information externalities, share-price based incentives and managerial behavior, in: *Journal of Economic Surveys*, 10. Jg., S. 1-21.
- GRAVES, S. B. (1988): Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry, in: *Academy of Management Journal*, 31. Jg., S. 417 - 428.
- GRAVES, S. B./WADDOCK, S. A. (1990): Institutional ownership and control, in: *Academy of Management Executive*, 4. Jg., S. 75 - 83.
- GREENWALD, B. C./STIGLITZ, J. E. (1990): Asymmetric information and the new theory of the Firm, in: *AER*, 80. Jg., S. 160 - 165.
- GRINYER, J./RUSSELL, A./COLLISON, D. (1998): Evidence of managerial short-termism in the UK, in: *British Journal of Management*, 9. Jg., S. 13 - 22.
- GROOT, T. L. C. M. (1998): Determinants of shareholders' short-term pressures: empirical evidence from Dutch companies, in: *European Journal of Finance*, 4. Jg., S. 212 - 232.
- GROSSMAN, S. J./HART, O. D. (1986): The costs and benefits of ownership, in: *Journal of Political Economy*, 94. Jg., S. 691 - 719.
- GROSSMAN, S. J./STIGLITZ, J. E. (1980): On the impossibility of informational efficient markets, in: *American economic Review*, 70. Jg., S. 393 - 408.
- GROVES, R. (2004): *Survey errors and survey costs*, 2. Auflage, Hoboken.
- GUPTA, S./MELA, C. F./LEHMANN D. R. (1997): The long-term impact of promotion and advertising on consumer choice, in: *Journal of Marketing Research*, 34. Jg., S. 248 - 261.
- HAKIM, C. (2000): *Research design*, 2. Auflage, London.
- HALL, B. J./WEINSTEIN, D. E. (1996): The myth of the patient Japanese, NBER Arbeitspapier Nr. 5818.
- HANSELL, G./LUTHER, L.-U./PLASCHKE, F./SCHATT, M. (2009): Fixing what's wrong with executive compensation, in: Internet unter: <http://www.bcg.com/documents/file20211.pdf>, Stand 15.07.2011.
- HANSEN, G. S./HILL, C. W. L. (1989): Institutional holdings and corporate R&D intensity in research intensive industries, in: *Academy of Management Proceedings*, S. 17 - 21.
- HANSEN, G. S./HILL, C. W. L. (1991): Are institutional investors myopic?, in: *Strategic Management Journal*, 12. Jg., S. 1 - 16.

-
- HANSEN, R. S./CRUTCHLEY, C. (1990): Corporate earnings and financings, in: Journal of Business, 63. Jg., S. 347 - 371.
- HARRIS, M./HOLMSTROM, B. (1982): A theory of wage dynamics, in: Review of economic Studies, 49. Jg., S. 315 - 333.
- HARRIS, M./RAVIV, A. (1991): The theory of capital structure", in: JoF, 46. Jg., S. 297- 355.
- HART, O. D. (1995): Firms, contracts and financial structure, 1. Auflage, London.
- HART, O. D./MOORE, J. (1990): Property rights and the nature of the firm, in: Journal of Political Economy, 98. Jg., S. 1119 - 1158.
- HARTMANN/HUNTON (2010): The effect of long-term bonus frame and feedback dissemination breadth on temporal discounting of investment returns, Arbeitspapier, Erasmus Universität Rotterdam.
- HAYES, R. H./ABERNATHY, W.J. (1980): Managing our way to economic decline, in: HBR, 58. Jg., S. 67 - 77.
- HAYES, R. H./ABERNATHY, W.J. (2007): Managing our way to economic decline, in: HBR, 85. Jg., S. 138 - 149.
- HAYES, R. H./GARVIN, D. A. (1982): Managing as if tomorrow mattered, in: HBR, 60. Jg., S. 70 - 79.
- HEALY, P. M. (1985): The effect of bonus schemes on accounting decisions, in: Journal of Accounting and Economics, 7. Jg., S. 85 - 107.
- HEALY, P. M./PALEPU, K. G. (1990): Effectiveness of accounting-based dividend covenants, in: Journal of Accounting and Economics, 12. Jg., S. 97 - 123.
- HEALY, P. M./PALEPU, K. G. (2001): Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets, in: Journal of Accounting and Economics, 31. Jg., S. 405 - 440.
- HEALY, P. M./WAHLEN, J. M. (1999): A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, in: Accounting Horizons, 13. Jg., S. 365 - 383.
- HEATON, J. B. (2002): Managerial optimism and corporate finance, in: Financial Management, 31. Jg., S. 33 - 45.
- HELLMANN, T. (2002): A theory of strategic venture investing, in: JoFE, 64. Jg., S. 285 - 314.
- HESS, F./ODENTHAL, S./SCHILDKNECHT, P./WEISHAAR, A. (2004): Corporate size - How big is beautiful, in: FRIEDRICH VON DEN EICHEN, S. A./HINTERHUBER, H. H./MATZLER, K./STAHL, H. K. (Hrsg.) (2004): Entwicklungslinien des Kompetenzmanagements, Wiesbaden 2004, S. 113 - 144.

-
- HILL, C. W. L./HITT, M. A./HOSKISSON, R. E. (1988): Declining U. S. competitiveness, in: *Academy of Management Executive*, 2. Jg., S. 51 - 60.
- HIRSHLEIFER, D. (1993): Managerial reputation and corporate investment decisions, in: *Financial Management*, 22. Jg., S. 145 - 160.
- HIRSHLEIFER, D./THAKOR, A. V. (1992): Managerial conservatism, project choice, and debt, in: *Review of Financial Studies*, 5. Jg., S. 437 - 470.
- HOLDEN, C. W./LUNDSTRUM, L. L. (2009): Costly trading, managerial myopia, and long-term investment, in: *Journal of empirical Finance*, 16. Jg., S. 126 - 135.
- HOLMSTROM, B. (1979): Moral hazard and observability, in *Bell Journal of Economics*, 10. Jg., S. 74 - 91.
- HOLMSTROM, B. (1989): Agency costs and information, in *Journal of economic Behaviour and Organisation*, 10. Jg., S. 74 - 91.
- HOLMSTROM, B. (1999): Managerial incentive problems: A dynamic Perspective, in: *Review of economic Studies*, 66. Jg., 169 - 182.
- HOLMSTROM, B./RICART I COSTA, J. (1986): Managerial incentives and capital management, in: *Quarterly Journal of Economics*, 101. Jg., S. 835 - 860.
- HOLTHAUSEN, R. W. (1981): Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques, in: *Journal of Accounting and Economics*, 3. Jg., S. 73 - 109.
- HOSHI, T./KASHYAP, A./SCHARFSTEIN, D. (1990): The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, in: *JoFE*, 27. Jg., S. 67 - 88.
- HUBBARD, R. G. (1998): Capital-market imperfections and investment, in: *Journal of Economic Literature*, 36. Jg, S. 193 - 225.
- HUDSON, D./SEAH, L.-H./HITE, D./HAAB, T. (2004): Telephone presurveys, self-selection, and non-response bias to mail and internet surveys in economic research, in: *Applied Economic Letters*, 11. Jg., S. 237 - 240.
- IDW (Hrsg.) (2005): *International Financial Reporting Standards IFRS*, 2. Auflage, Düsseldorf.
- ITAMI, H./ROEHL, T. W. (1987): *Mobilizing invisible assets*, Boston.
- JACOBS, M. T. (1991): *Short-term America*, Boston.
- JACOBSON, R./AAKER, D. (1993): Myopic management behaviour with efficient, but imperfect, financial markets, in: *Journal of Accounting and Economics*, 16. Jg., S. 383 - 405.
- JARRELL, G. A./POULSEN, A. B. (1987): Shark repellents and stock prices, in: *JoFE*, 19. Jg., S. 127 - 168.

- JENSEN, M. C. (1986a): The takeover controversy, in: *Midland Corporate Finance Journal*, 4. Jg., S. 6 - 32.
- JENSEN, M. C. (1986b): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, in: *AER*, 76. Jg., S. 323 - 329.
- JENSEN, M. C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: *JoF*, 48. Jg., S. 831 - 880.
- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976): Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: *JoFE*, 3. Jg., S. 305 - 360.
- JOHNSON, H. T./KAPLAN, R. S. (1987): *Relevance lost*, Boston.
- KAHNEMAN, D./TVERSKY, A. (1979): Prospect theory, in: *Econometrica*, 47. Jg., S. 263 - 291.
- KALLFASS, H. H. (1988): The American corporation and the institutional investor, in: *Columbia Business Law Review*, S. 775 - 791.
- KASCH, M. (2008): Einfluß von Overconfidence und Optimismus von Finanzvorständen auf ihre Kapitalstrukturentscheidungen, Diss., Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen.
- KESTER, W. C. (1992): Governance, contracting, and investment horizons, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 5. Jg., S. 83 - 98.
- KETS DE VRIES, M. (1993): The dynamics of family controlled firms, in: *Organizational Dynamics*, 21. Jg., S. 59 - 71.
- KIM, J.-B./SOHN, B. C. (2009): Real versus accrual-based earnings management and implied cost of equity capital, City University of Hong Kong, Arbeitspapier.
- KIMBERLY, J. R. (1976): Organizational size and the structuralist perspective, in: *Administrative Science Quarterly*, 21. Jg., S. 571-597.
- KIRCHGEORG, M./KLANTE, O. (2005): Ursachen und Wirkungen von Markenerosion, in: ESCH, F.-R. (Hrsg.): *Moderne Markenführung*, 4. Auflage, Wiesbaden.
- KLANTE, O. (2004): Identifikation und Ursachen von Markenerosion, Wiesbaden 2004.
- KLASSEN, K. J. (1997): The impact of inside ownership concentration on the trade-Off between financial and tax reporting, in: *Accounting Review*, 72. Jg., S. 455 - 474.
- KLEMPERER, P. (1987): Markets with consumer switching costs, in: *Quarterly Journal of Economics*, 102. Jg., S. 375 - 94.
- KOPALLE, P. K./MELA, C. F./MARSH, L. (1999): The dynamic effect of discounting on sales, in: *Marketing Science*, 18. Jg., S. 317 - 332.
- KOTLER, P./ARMSTRONG, G./SAUNDERS, J./WONG, V. (2007): *Grundlagen des Marketing*, 4. Auflage, München.

- KUBINGER, K. D./RASCH, D./MODER, K. (2009): Zur Legende der Voraussetzungen des t-Tests für unabhängige Stichproben, in: *Psychologische Rundschau*, 60. Jg., S. 26 - 27.
- KUHLMANN, C. (2004): *Grundlagen des Marketing*, München.
- KUMAR, N./STERN, L. W./ANDERSON, J. C. (1993): Conducting interorganizational research using key informants, in: *Academy of Management Journal*, 36. Jg., S. 1633 - 1651.
- LAKATOS, I. (2010): Science and pseudoscience, in: Internet unter Adresse: <http://www.lse.ac.uk/collections/lakatos/scienceAndPseudoscienceTranscript.htm>, Stand 22.11.2010.
- LARWOOD, L./WHITTAKER, W. (1977): Managerial myopia, in: *Journal of applied Psychology*, 62. Jg., S. 194 - 198.
- LAUSBERG, I./ROEDL, A./SCHROEDER, H. (2001): Marktsegmentierung oder Markenverwässerung, in: *Markenartikel*, 26. Jg., S. 32 - 37.
- LAVERTY, K. (1993): How valid are R&D measures in empirical tests of „short-termism“?, in: *Academy of Management best Papers Proceedings*, S. 27 - 31.
- LAVERTY, K. (1996): Economic short-termism, in: *Academy of Management Review*, 21. Jg., S. 825 - 860.
- LAVERTY, K. (2004): Managerial myopia or systemic short-termism?, in: *Management Decision*, 42. Jg., S. 949-962.
- LENZ, H. (2005): Bilanzpolitik, Bilanzfälschung und Bilanzprüfung, in: AUFDERHEIDE, D./DABROWSKI, M. (Hrsg.): *Corporate Governance und Korruption*, Berlin, S. 219-251.
- LEV, B. (1989): On the usefulness of earnings and earnings research, in *Journal of Accounting Research*, 27. Jg., S. 153 - 192.
- LEVITT, A. (1988): The numbers game. Rede am NYU Center for Law and Business, New York, NY, gehalten am 28. September 1988.
- LEVITT, T. (1960): Marketing myopia, in: *HBR*, 38. Jg., S. 45 - 56.
- LI, Z./DAI, T. (2010): Capital signaling and the cost of integration, Arbeitspapier.
- LILJEBLOM, E./VAIHEKOSKI, M. (2009): Corporate ownership and managerial short-termism, in: *International journal of production economics*, 117. Jg., S. 427 - 438.
- LIU, L. Y. (2005): Does institutional investor composition influence managerial myopia?, University of Oregon, Arbeitspapier.
- LOGUE, D. E. (1985): Counter evidence on managements' investment myopia, in: *California Management Review*, 28. Jg., S. 169 - 178.

-
- LOUGHRAN, T./RITTER, J. R. (1997): The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings, in: *Journal of Finance*, 52. Jg., S. 1823 - 1850.
- LUNDSTRUM, L. (2002): Corporate investment myopia, in: *Journal of Corporate Finance*, 8. Jg., S. 353-371.
- LYS, T./VINCENT, L. (1995): An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR, in: *JoFE*, 39. Jg., S. 353 - 378.
- MACKINLAY, A. C. (1997): Event studies in economics and finance, in: *Journal of economic Literature*, 35. Jg., S. 13 - 39.
- MARGINSON, D./MCAULAY, L. (2008): Exploring the debate on short-termism, in: *Strategic Management Journal*, 29. Jg., S. 273 - 292.
- MARSTON, C. L./CRAVEN, B. M. (1998): A survey of corporate perceptions of short-termism among analysts and fund managers, in: *European Journal of Finance*, 4. Jg., S. 233 - 256.
- MATSUMOTO, D. A. (2002): Management incentives to avoid earnings surprises, in: *Accounting Review*, 77. Jg., S. 483 - 514.
- MCCONNELL, J. J./MUSCARELLA, C. J. (1985): Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm, in: *JoFE*, 14. Jg., S. 399 - 422.
- MADHAV, M. (2010): Quarterly reports can do more harm than help, in: Internet unter Adresse: <http://www.wfcfg.net/Quarterly%20Reports%20can%20do%20more%20harm%20than%20help.pdf>, Stand 28.09.2011.
- MERCHANT, K. A./BRUNS, W. J. (1986): Measurements to cure management myopia, in: *Business Horizons*, 29. Jg., S. 56 -64.
- MERVIS, C. B./ROSCH, E. (1981): Categorization of natural objects, in: *Annual Review of Psychology*, 32. Jg., S. 89 - 115.
- MEULBROECK, L. K./MITCHELL, M. L./MULHERIN, J. H./NETTER, J. M./POULSEN, A. B. (1990): Shark repellents and managerial myopia, in: *Journal of Political Economy*, 95. Jg., S. 1108 - 1117.
- MILGROM, P./ROBERTS, J. (1988): An economic approach to influence activities in organizations, in: *American Journal of Sociology*, 94. Jg., S. 154 - 179.
- MILLER, M. H./ROCK, K. (1985): Dividend policy under asymmetric information, in: *JoF*, 40. Jg., S. 1031 - 1051.
- MITTENDORFER, R. (2007): *Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung*, Wiesbaden.
- MIZIK, N. (2009): *Managing for the moment*, Columbia University New York, Arbeitspapier.

-
- MIZIK, N. (2010): The theory and practice of myopic management, Columbia University New York, in: *Journal of Marketing Research*, 47. Jg., S. 594 - 611.
- MIZIK, N./JACOBSON, R. (2007): Myopic marketing management, in: *Marketing Science*, 26. Jg., S. 361 - 379.
- MODIGLIANI, F./MILLER, M. H. (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in: *American Economic Review*, 48. Jg., S. 261 - 297.
- MODIGLIANI, F./MILLER, M. H. (1961): Dividend policy, growth and the valuation of shares, in: *Journal of Business*, 34. Jg., S. 411 - 433.
- MOORMAN, R. H./PODSAKOFF, P. M. (1992): A meta-analytic review and empirical test of the potential confounding effects of social desirability response sets in organizational behaviour research, in: *Journal of occupational and organizational Psychology*, 65. Jg., S. 131 - 149.
- MORCK, R./SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1990): The stock market and investment, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. Ausgabe, S. 157 - 215.
- MORONE, J./PAULSON, A. (1991): Cost of capital, in: *California Management Review*, 34. Jg., S. 9 - 32.
- MYERS, S. C. (1977): Determinants of corporate borrowing, in *JoFE*, 5. Jg., S. 147 - 175.
- MYERS, S. C. (1984): Finance theory and financial strategy, in *Interfaces*, 14. Jg., S. 126 - 137.
- MYERS, S. C. (1989): Signaling and accounting information, NBER Arbeitspapier Nr. 3193.
- MYERS, S. C./MAJLUF, N. C. (1984): Corporate finance and investment decisions when firms have information that managers do not have, in: *JoFE*, 13. Jg., S. 187 - 222.
- NAGY, A. L./NEAL, T. L. (2001): An empirical examination of corporate myopic behaviour, in: *The international Journal of Accounting*, 36. Jg., S. 91 - 113.
- NARAYANAN, M. P. (1985a): Observability and the payback criterion, in: *Journal of Business*, 58. Jg., S. 309 - 323.
- NARAYANAN, M. P. (1985b): Managerial incentives for short-term results, in: *JoF*, 40. Jg., S. 1469 - 1484.
- NARAYANAN, M. P. (1987): Managerial incentives for short-term results: A Reply, in: *JoF*, 42. Jg., S. 1103 - 1104.
- NARAYANAN, M. P. (1996): Forms of compensation and managerial decision horizon, in: *Journal of financial and quantitative Analysis*, 31. Jg., S. 467 - 491.

-
- NIJS, V. R./DEKIMPE, M. G./STEENKAMP, J.-B. E.M./HANSSSENS, D. M. (2001): The category-demand effects of price promotions, in: *Marketing Science*, 20. Jg., S. 1 - 22.
- NOE, T. H./REBELLO, M. J. (1997): Renegotiations, investment horizons, and managerial discretion, in: *Journal of Business*, 70. Jg., S. 385 - 407.
- NOLAN, D. (2002): Capital structure and short-term decisions, in: *Oxford Economic Papers*, 54. Jg., S. 470 - 489.
- NYMAN, I. (2004): Stock market speculation and managerial myopia, City University of New York, Arbeitspapier.
- OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET (Hrsg.) (2006): Standards and guidelines for statistical surveys, Washington D. C.
- PAUL, J. (1991): Managerial myopia and the observability of future cash flows, University of Michigan, Arbeitspapier.
- PAUWELS, K./SILVA-RISSO, J./SRINIVASAN, S./HANSSSENS, D. M. (2004): New products, sales promotions and firm value, in: *Journal of Marketing*, 68. Jg., S. 142 - 156.
- PFAFF, D./BÄRTL, O. (1998): Externe Rechnungslegung, internes Rechnungswesen und Kapitalmarkt, in: *ZfbF*, 50. Jg., S. 757-77.
- PHILLIPS, L. W. (1981): Assessing measurement error in key informants reports, in: *Journal of Marketing Research*, 18. Jg., S. 395 - 415.
- POPPER, K. (2005): *Logik der Forschung*, 11. Auflage, Tübingen.
- PORSCHE AG (Hrsg.) (2001): Porsche erwartet Rekord-Gewinn, Presse-Information Nr. 72/01, Stuttgart.
- PORTER, M. E. (1992a): Capital disadvantage, in: *HBR*, 70. Jg., S. 65 - 82.
- PORTER, M. E. (1992b): Capital choices, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 5. Jg., S. 4 - 16.
- POTERBA, J. M./SUMMERS, L. H. (1995): A CEO survey of U. S. companies' time horizons and hurdle rates, in: *Sloan Management Review*, 37. Jg., S. 43 - 53.
- PRASHANTHAM, S. (2008): *The internationalization of small firms*, New York 2008.
- PROPPE, D. (2007): Endogenität und Instrumentenschätzer, in: ALBERS, S. (Hrsg.) (2007): *Methodik der empirischen Forschung*, 2. Auflage, Wiesbaden, S. 241 - 256.
- PULLIG, C./SIMMONS, C. J./NETEMEYER R. G. (2006): Brand dilution, in: *Journal of Marketing*, 70. Jg., S. 52 - 66.

- RAHMAN, A. R./TAY, T. M./ONG, B. T./CAI, S. (2007): Quarterly reporting in a voluntary disclosure environment, in: *The International Journal of Accounting*, 42. Jg., S. 416 - 442.
- RANDALL, D. M./FERNANDES, M. F. (1991): The social desirability response bias in ethics research, in: *Journal of Business Ethics*, 10. Jg., S. 805 - 817.
- RANGAN, S. (1998): Earnings management and the performance of seasoned equity offerings, in: *JoFE*, 50. Jg., S. 101 - 122.
- RAPPAPORT, A. (2005): The economics of short-term performance obsession, in: *Financial Analysts Journal*, 61. Jg., S. 65 - 79.
- REDDY, M./TERBLANCHE, N. (2005): How not to extend your luxury brand, in: *HBR*, 83. Jg., S. 20 - 24.
- REID, K. (2004): 1973 Oil crisis, in: *National Petroleum News*, 96. Jg., S. 18 - 19.
- ROLL, R. (1986): The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: *Journal of Business*, 59. Jg., S. 197 - 216.
- ROST, J. (2004): *Testtheorie*, 2. Auflage, Bern.
- ROTH, E. (1993): *Sozialwissenschaftliche Methoden*, 3. Auflage, München.
- ROYCHOWDHURY, S. (2006): Earnings management through real activities manipulation, in: *Journal of Accounting and Business*, 42. Jg., S. 335 - 370.
- RUST, R. T./AMBLER, T./CARPENTER, G. S./KUMAR, V./SRIVASTAVA, R. K. (2004): Measuring marketing productivity, in: *Journal of Marketing*, 68. Jg., S. 76 - 89.
- RUTHERFORD, D. (1992): *Dictionary of economics*, Oxford.
- SAMUEL, C. (2000): Does shareholder myopia lead to managerial myopia?, in: *Applied financial Economics*, 10. Jg., S. 493 - 505.
- SCHARFSTEIN D. S./STEIN, J. C. (1990): Herd behaviour and investment, in: *AER*, 80. Jg., S. 465 - 479.
- SCHIPPER, K. (1989): Commentary on earnings management, in: *Accounting Horizons*, 3. Jg., S. 91 - 102.
- SCHMIDT, A. (2005): Umsatzentwicklung an deutschen Börsen im Jahr 2004, in: *Die Aktiengesellschaft*, 50. Jg., S. R048 - R049.
- SCHMUTZLER, A. (2001): Environmental regulation and managerial myopia, in: *Environmental and Resource Economics*, 18. Jg., S. 87 - 100.
- SCHNELL, R. (1991): Wer ist das Volk?, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 43. Jg., S. 106 - 137.
- SCHNELL, R./HILL, B./ESSER, E. (1999): *Methoden der empirischen Sozialforschung*, 6. Auflage, München.

- SCHOBER, M. F./CONRAD, F. G./FRICKER, S. S. (2004): Misunderstanding standardized language in research interviews, in: *Applied cognitive Psychology*, 18. Jg., S. 169 - 188.
- SCHOBER, M. F./CONRAD, F. G. (1997): Does conversational interviewing reduce survey measurement error, in: *Public Opinion Quarterly*, 61. Jg., S. 576 - 602.
- SCHOLES, M. S./WILSON, G. P./WOLFSON, M. A. (1990): Tax planning, regulatory capital planning, and financial reporting strategy for commercial banks, in: *Review of financial Studies*, 3. Jg., S. 625 - 650.
- SCHWERT, G. W. (2000): Hostility in takeovers, in: *JoF*, 55. Jg, S. 2599 - 2640.
- SEC (Hrsg.) (1969): Disclosure to investors : A reappraisal of federal administrative policies under the '33 and '34 acts: the Wheat report, Washington.
- SEDLMEIER, P./RENKEWITZ, F. (2008): *Forschungsmethoden und Statistik in der Psychologie*, München 2008.
- SEGELOD, E. (2000): A comparison of managers' perceptions of short-termism in Sweden and the U. S., in: *International Journal of Production Economics*, 63. Jg., S. 243 - 254.
- SEIDLER, J. (1974): On using informants, in: *American Sociological Review*, 39. Jg., S. 816 - 831.
- SHADISH, W. R./COOK, T. D./CAMPBELL D. T.(2002): *Experimental and quasi-experimental designs for generalized causal inference*, Boston.
- SHILLER, R. J. (2001): *Irrational exuberance*, Princeton.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1989): Management entrenchment: The case of manager-specific investments, in: *JoFE*, 25. Jg, S. 123 - 139.
- SHLEIFER, A./VISHNY, R. W. (1990): Equilibrium short horizons of investors and firms, in: *AER*, 80. Jg., S. 148 - 153.
- SPENCE, M. (1973): Job market signaling, in: *Quarterly Journal of Economics*, 87. Jg., S. 355 - 374.
- SPIESS, D. K./AFFLECK-GRAVES, J. (1995): Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings, in: *JoFE*, 38. Jg., S. 243 - 267.
- SPIESS, D. K./AFFLECK-GRAVES, J. (1999): The long-run performance of stock returns following debt offerings, in: *JoFE*, 54. Jg., S. 45 - 73.
- STATISTISCHES BUNDESAMT (Hrsg.) (2011): Ausgaben für Forschung und Entwicklung nach Sektoren, in: Internet unter Adresse:
<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/BildungForschungKultur/ForschungEntwicklung/Tabellen/Content75/ForschungEntwicklungSektoren,templateId=renderPrint.psml>,
Stand 31.08.2011.

-
- STEIN, J. (1988): Takeover threats and managerial myopia, in: *Journal of political Economy*, 96 Jg., S. 61 - 80.
- STEIN, J. (1989): Efficient capital markets, inefficient firms, in: *Quarterly Journal of Economics*, 104. Jg., S. 655 - 669.
- STEIN, J. (1996): Rational capital budgeting in an irrational world, in: *Journal of Business*, 69. Jg., S. 429 - 455.
- STEIN, J. (2001): Agency, information and corporate Investment, NBER Arbeitspapier Nr. 8342, Cambridge.
- STOKEY, N. (1979): Intertemporal price discrimination, in: *Quarterly Journal of Economics*, 93. Jg., S. 355 - 371.
- STULZ, R. M. (1990): Managerial discretion and optimal financing policies, in: *JoFE*, 26. Jg., S. 3 - 27.
- TEOH, S. H./WELCH, I./WONG, T. J. (1998): Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, in: *JoFE*, 50. Jg., S. 63 - 99.
- THAKOR, A. V. (1990): Investment myopia and the internal organization of capital allocation decisions, in: *Journal of Law, Economics and Organization*, 6. Jg., S. 129 - 154.
- THAKOR, A. V. (1993): Information, investment horizon, and price reactions, in: *Journal of financial and quantitative Analysis*, 28. Jg., S. 459 - 482.
- THOMAS, L. (1997): Retrospective power analysis, in: *Conservation Biology*, 11. Jg., S. 276 - 280.
- THOMPSON, E. R./PHUA, F. T. T. (2005): Reliability among senior managers of the Marlowe-Crowne short-form social desirability scale, in: *Journal of Business and Psychology*, 4. Jg., S. 541 - 555.
- TOMASKOVIC-DEVEY, D./LEITER, J./THOMPSON, S. (1994): Organizational survey nonresponse, in: *Administrative Science Quarterly*, 39. Jg., S. 439 - 457.
- TOUTENBURG, H./FLIEGER, A./KASTNER, C. (1995): *Induktive Statistik*, München.
- TRAHAN, E. A./GITMAN, L. J. (1995): Bridging the theory-practice gap in corporate finance, in: *Quarterly Review of Economics and Finance*, 35. Jg., S. 73 - 87.
- TRUEMAN, B./TITMAN, S. (1988): An explanation for accounting income smoothing, in: *Journal of Accounting Research*, 26. Jg., Beilage, S. 127 - 139.
- VAN DER STEDE, W. A./YOUNG, S. M./CHEN, C. X. (2007): Doing management accounting survey research, in: CHAPMAN, C. S./HOPWOOD, A. G./SHIELDS, M. D. (Hrsg.) (2007): *Handbook of Management Accounting Research Volume 1*, Amsterdam 2007, S. 445 - 478.

- VEIT, K.-R. (2002): Bilanzpolitik, München.
- VON THADDEN, E. (1995): Long-term contracts, short-term investment and monitoring, in: *Review of economic Studies*, 62. Jg., S. 557 - 575.
- WAHAL, S./MCCONNELL, J. (2000): Do institutional investors exacerbate managerial myopia?, in: *Journal of Corporate Finance*, 6. Jg., S. 307 - 329.
- WATTS, R. L./ZIMMERMANN, J. L. (1978): Towards a positive theory of the determination of accounting standards, in: *Accounting Review*, 53. Jg., S. 112 - 134.
- WEINSTEIN, N. (1980): Unrealistic optimism about future life events, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, 39. Jg, S. 806 - 820.
- WEISSENBERGER, B. E. (2007): IFRS für Controller, München.
- WIEDMAN, C. (1996): The relevance of characteristics of the information environment in the selection of a proxy for the market's expectations for earnings, in: *Journal of Accounting Research*, 34. Jg., S. 313 - 324.
- WINKELMANN, P. (2006): Marketing und Vertrieb, 5. Auflage, München.
- WOOLRIDGE, J. R./SNOW, C. C. (1990): Stock market reaction to strategic investment decisions, in: *Strategic Management Journal*, 11. Jg., S. 353 - 363.
- WOYWODE, U.(2000): Wörterbuch Rechnungslegung und Steuern, Frankfurt.
- YOO, Y. K. (2006): The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples, in: *Review of Accounting and Finance*, 5. Jg., S. 108 - 123.
- ZENTRALVERBAND DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT (Hrsg.) (2011): Werbung in Deutschland 2011, Berlin.
- ZHANG, Y./GIMENO, J. (2009): Strategic behaviour under capital market pressure in: Internet unter Adresse: <http://209.85.129.132/search?q=cache:RfkE5Hd-bxUJ:uk.cbs.dk/content/download/61025/840880/file/Earnings%2520Pressure%2520Airline%2520Paper.pdf+%22STRATEGIC+BEHAVIOR+UNDER+CAPITAL+MARKET+PRESSURE%22&cd=1&hl=de&ct=clnk&gl=de&client=firefox-a>, Stand 17.06.2009.
- ZWIEBEL, J. (1995): Corporate conservatism and relative compensation, in: *Journal of Political Economy*, 103. Jg., S. 1 - 25.

VERZEICHNIS DER ZITIERTEN ZEITUNGSARTIKEL

- BUSSE, C. (2005): Allianz verläßt die Deutschland AG, in: Handelsblatt v. 09.02.2005, S. 23.
- DECKSTEIN, D. (2004): Diskussion um Quartalszahlen, in: SZ v. 10.11.2004, S. 34.
- DRUCKER, P. (1986): A crisis of capitalism, in: Wall Street Journal v. 30.09.1986, S. 32.
- GRANT, P. (2003): Halt risky quarterly reporting, in: Internet unter Adresse: <http://www.managementconsultancy.co.uk/News/1132346>, Stand 17.11.2004.
- GREENHOUSE, S. (1986): The folly of inflating quarterly profits, in: New York Times v. 02.03.1986, Section 3, S. 1 - 8.
- HAWRANEK, D.: Eine wahnwitzige Idee, in: Der Spiegel v. 02.06.2001, S. 110.
- HIDDING, B. (2004): Auch Auktionen sind nicht der Königsweg, in: Börsenzeitung v. 27.07.2004, S. 18.
- MAJOR, T. (2001): Deutschland AG wird entflochten, in FTD v. 12.06.2001, Beilage 1.
- o. V. (1984): Will money managers wreck the economy?, in: Business Week v. 13.08.1984.
- o. V. (2004): Porsche darf nicht an den Premiummarkt, in FAZ v. 09.11.2004, S. 21.
- SCHNELL, C: (2005): Neues Segment im Freiverkehr nimmt Konturen an, in: Handelsblatt v. 11.07.2005.
- ZSCHÄPITZ, H. (2003): Quartalsberichte führen die Börsianer oft in die Irre, in: Internet unter Adresse: <http://www.welt.de/data/2003/01/29/37062.html>, Stand: 17.11.2004.

VERZEICHNIS DER ZITIERTEN GESETZE UND VERORDNUNGEN

EU-Verordnung (2002): Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates, vom 19.07.2002, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, L 243/1.

HGB (2007): Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Artikel 17 des Gesetzes vom 21. Dezember 2007, in: BGBl. I S. 3089.

IAS 38 (2004): International Accounting Standard 38 vom 31.12.2004, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, L 392/120.



HHL LEIPZIG
GRADUATE SCHOOL
OF MANAGEMENT

© HHL Leipzig Graduate School of Management, 2012

Für den Inhalt dieser HHL-Dissertation ist der Autor/die Autorin allein verantwortlich. Die Verwendung zu Lehr- und Forschungszwecken ist unter Angabe der Quelle ausdrücklich erwünscht. Nachdruck, Vervielfältigung und Weitergabe für nicht gewerbliche Zwecke ist mit entsprechender Quellenangabe gestattet. Jegliche kommerzielle Nutzung oder Vervielfältigung - auch auszugsweise - bedarf der vorherigen schriftlichen Genehmigung des Autors/der Autorin.

Weitere HHL-Publikationen sind zu finden unter: www.hhl.de/publikationen