

DOI: 10.5771/0342-300X-2021-2-87

# Unternehmensmitbestimmung und langfristige Investitionen in deutschen Unternehmen

Welchen Einfluss können Arbeitnehmervertretungen auf das Investitionsverhalten von Unternehmen nehmen? Können sie das kurzfristige Verhalten von Finanzinvestoren „bremsen“ und langfristig orientierte Investitionen fördern? Der Beitrag belegt, dass die Stärke der Verankerung der Mitbestimmung, gemessen durch den Mitbestimmungsindex, signifikant positiv mit der Kapitalinvestitionsquote zusammenhängt. Außerdem zeigt die explorative Analyse, dass die Kapitalinvestitionen umso geringer sind, je größer der Anteil der (häufig kurzfristig agierenden) institutionellen Anleger unter den Aktionären eines Unternehmens ist.

SIGURT VITOLS, ROBERT SCHOLZ

## 1 Einführung

Ob Aktienmärkte vom kurzfristigen Agieren der Investoren beeinflusst werden, ist eine kontroverse Debatte in Wissenschaft und Politik (Milano/Advisors 2018). Eine Diskussionslinie argumentiert, dass Aktienmärkte zunehmend von institutionellen Anlegern dominiert werden, die sich primär auf die finanzielle Performanz von Unternehmen auf sehr kurze Sicht fokussieren, also auf das kommende Jahr oder sogar auf das laufende Finanzquartal (Stout 2012). Infolgedessen üben diese Investoren Druck auf die Unternehmen aus, in die sie investiert haben, um Projekte mit kurzfristigen Renditen zu realisieren oder sogar liquide Mittel in Form von Aktienrückkäufen oder höheren Dividenden an die Aktionäre auszuschießen. Damit vermeiden sie langfristige Investitionen, auch wenn diese voraussichtlich eine höhere Rendite abwerfen würden. Dieses Phänomen ist nicht neu und geht mindestens bis in die Mitte des 20. Jahrhunderts zurück, als es Kritik an der „City of London“ und anderen britischen Banken gab, keine langfristigen Kredite zu vergeben. Diese Problematik tauchte erneut in den 1980er Jahren in den angloamerikanischen Finanzsystemen auf, in denen – anders als etwa in Deutschland oder Japan – ebenfalls keine langfristigen Kredite bereitgestellt wurden, um das arbeitende Gewerbe zu modernisieren (Porter 1992). Die

jüngste Version dieser Argumentation wurde schließlich während der Finanzkrise 2008/09 deutlich. Vor allem die intensive Nutzung von Aktienoptionen als Bestandteil der Vorstandsvergütung wird als eine Ursache angesehen für das übermäßig riskante Verhalten der Finanzinstitute auf den Subprime-Märkten. Aber auch die explosionsartige Zunahme von Aktienrückkäufen ist kennzeichnend für diese Phase, genauso wie die punktuelle Ausbreitung von aktivistischen Hedge-Fonds, die die Auszahlung von Bargeld an die Aktionäre fordern (Stout 2012).

Weil die meisten einschlägigen Untersuchungen auf börsennotierte US-Unternehmen fokussieren, die fast ausnahmslos ohne Arbeitnehmervertretungen in ihren Verwaltungsräten sind, wurde die Rolle der Unternehmensmitbestimmung für das Investitionsverhalten bisher fast völlig vernachlässigt. Dieses Desiderat ist besonders dann verwunderlich, wenn der Blick auf die EU-Staaten erweitert wird, wo es in der Mehrheit der Fälle auch rechtliche Rahmenbedingungen für die Vertretung der Arbeitnehmerinteressen in den Leitungs- bzw. Kontrollgremien in den Unternehmen gibt (Waddington/Conchon 2015). Insbesondere die Unternehmensmitbestimmung ist zentral im deutschen Modell der Unternehmensorganisation (Hall/Soskice 2001; Whitley 1992, 1999), sie ist aber auch verbreitet in den nordeuropäischen Ländern, in Österreich und (neuerdings) auch in Frankreich. Obwohl es über 40 quantitative Studien über die Unternehmensmitbestimmung gibt (Scholz/Vitols 2019), haben nur zwei den

Zusammenhang zwischen Mitbestimmung und Kapitalinvestitionsrate untersucht, beide allerdings mit unschlüssigen Ergebnissen (Benelli et al. 1987; Wohnhas 2013). Relevant ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass in den Wirtschaftswissenschaften die theoretische Annahme vorherrscht, dass die Arbeitnehmervertretungen ihren Einfluss nutzen werden, um Löhne und Personal ebenfalls kurzfristig zu erhöhen – auf Kosten der langfristigen Interessen des Unternehmens.

Der vorliegende Beitrag untersucht daher diesen kontroversen Zusammenhang zwischen Mitbestimmungsstärke und Kapitalinvestitionsrate in mehr als 200 börsennotierten Unternehmen im Zeitraum von 2006 bis 2018. Damit werden zwei Forschungslücken in der Literatur adressiert. Erstens werden die Untersuchungen zur Kurzfristigkeit auf Europa ausgedehnt. Zweitens wird das Investitionsverhalten auch mit in die Diskussionslinien zur Mitbestimmung integriert. Aus methodischer Hinsicht wird ebenfalls in zweierlei Sicht innovativ vorgegangen: erstens durch die Nutzung eines Mitbestimmungsindex (MB-ix), der die variierende Stärke der Verankerung der Mitbestimmung misst, und zweitens durch die Anwendung einer robusten Regression, die besonders dann geeignet ist, wenn es extreme Ausreißer im Datensatz gibt.

Die Untersuchung wird zeigen, dass die Mitbestimmung signifikant positiv mit der Kapitalinvestitionsrate zusammenhängt. Nach Herausrechnen ausgewählter Kontrollvariablen liegt die Kapitalinvestitionsquote in Unternehmen mit einem MB-ix von 100 Punkten um einen Prozentpunkt höher im Vergleich zu Unternehmen, die einen MB-ix in Höhe von Null haben. Ein weiterer Befund ist, dass die Kapitalinvestitionsquote in Unternehmen mit einem höheren Anteil an institutionellen Anlegern (also wenn es einen geringeren *freefloat* an Aktien gibt) niedriger ist. Unsere Schlussfolgerung ist, dass die Unternehmensmitbestimmung langfristige (Kapital-)Investitionen zu fördern scheint, während sie Minderheitsaktionäre vermutlich abstößt.

---

## 2 Theoretische Argumente und Hypothesen

Das Phänomen des kurzfristigen Agierens von Finanzmarktakteuren geht mindestens zurück auf die Mitte des 20. Jahrhunderts, als die britische Industrie hinter anderen Ländern wie Deutschland zurückfiel (Vitols 1997). Im Zuge des Börsencrashes 1929 wurde durch die Regierung eine Untersuchungskommission eingerichtet (Macmillan Committee), um zu klären, ob das britische Finanzsystem die Bedürfnisse der Industrie erfüllt. Denn wie in anderen Ländern auch sind Finanzsystem und Realwirtschaft interdependent verwoben. Damals war kennzeichnend,

dass das britische Finanzsystem dominiert war von einer Handvoll Großbanken (die „City of London“), die allerdings an nicht-finanzielle Unternehmen nur kurzfristige Kredite vergaben. Durch diese Kurzfristorientierung waren die Firmen wiederum nicht in der Lage, langfristige Investitionen zu tätigen, um sich selbst zu modernisieren; im Gegensatz zur Industrie in anderen Ländern mit Finanzsystemen, die solche Langfristinvestitionen unterstützten. 1945 schließlich gründete die Bank of England zusammen mit anderen wichtigen Banken die „Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC)“, die beauftragt wurde, langfristiges Kapital zur Verfügung zu stellen, besonders für kleine und mittelständische Unternehmen (später wurde sie zu „3i“, einem der größten Private Equity Fonds der Welt).

In den 1980er Jahren erreichte die Debatte über die Kurzfristigkeit die USA, als dort Unternehmen in Leitbranchen wie dem Automobilssektor, Stahl, Chemie und Maschinenbau hinter Wettbewerbern etwa aus Japan, Deutschland oder anderen Ländern zurückfielen. Um die Gründe für den Rückgang ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu untersuchen, wurden große Bemühungen unternommen (Womack et al. 1991; Jacobs 1991). Der prominenteste Versuch war eine Expertenkommission unter dem Vorsitz von Michael Porter, der Arbeiten zu verschiedenen Aspekten des Problems in Auftrag gab. Die Ergebnisse aus den Aufsätzen und Diskussionen der Expertengruppe wurden von Porter zusammengefasst und 1992 im Harvard Business Review veröffentlicht unter dem Titel „Capital Disadvantage: America’s Failing Capital Investment System“ (Porter 1992). Das Interesse an dem Thema ließ jedoch nach, als die liberalen Marktwirtschaften der USA und Großbritanniens vor allem Japan, wo ein jahrzehntelanger Kampf gegen eine große Bankenkrise begann, und (West-) Deutschland, das sich mit der Vereinigung beschäftigte, ökonomisch zu überholen schienen.

Nach der Finanzkrise von 2008/09 ist die These des Kurzzeitverhaltens in den USA und Großbritannien wieder aufgetaucht und hat sich auch auf viele andere Länder ausgebreitet (Stout 2012; Lazonick 2014; Vitols 2015). Die wirtschaftliche Erholung nach der Krise war ungewöhnlich schwach und die Kapitalinvestitionsrate der Nicht-Finanzunternehmen war in den USA und Europa deutlich niedriger. Die durchschnittliche Haltedauer von Aktien ist auf unter ein Jahr gesunken, und die von Hedgefonds verwalteten Vermögenswerte, die sich dem Hochgeschwindigkeitshandel oder „aktivistischen“ Strategien widmen, d.h. das Management unter Druck setzen, seine Strategien zu ändern, z. B. um Barauszahlungen in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen vorzunehmen, haben weiter zugenommen (DesJardine 2019). Es besteht die weit verbreitete Auffassung, dass all diese Phänomene miteinander zusammenhängen.

Um die Kurzfristigkeit zu operationalisieren, wird vor allem mit dem Zinssatz gearbeitet, mit dem Investoren zukünftige Erträge diskontieren und somit unterschied-

liche Rückzahlungsanforderungen formulieren (Tabelle 1). Vereinfacht dargestellt hätte ein Investor mit einem relativ niedrigen jährlichen Diskontsatz von 5 % eine „Hürden-Rate“ von 27,6 % für eine Investition mit einer fünfjährigen Rückzahlungsfrist. Das bedeutet, dass eine Investorin oder ein Investor eine fünfjährige Investition unterstützen würde, wenn sie am Ende des Zeitraums einen Gewinn von mindestens 27,6 % aufweisen würde. Ein kurzfristig orientierter Investor hat dagegen einen viel höheren Diskontsatz. Bei einem Diskontsatz von 20 % würde der Investor nach fünf Jahren eine Rendite von mindestens 148,8 % verlangen, um weiter investiert zu bleiben. Am Beispiel einer Investition, die nach fünf Jahren eine 100%ige Rendite erzielen soll, würde der Investor mit einem Diskontsatz von 5 % diese Investition unterstützen, während der Investor mit einem Diskontsatz von 20 % diese Investition ablehnen würde. Wenn das Unternehmen keine alternative Investition über der „Hürden-Rate“ von 148,8 % hat, würde der „kurzfristige“ Investor es vorziehen, dass das Unternehmen in anderer Form Geld an den Investor ausbezahlt, z. B. als Dividenden oder durch Aktienrückkäufe. Diese Verknüpfung von Aktienanlage, Investitionsfinanzierung, Anlageerwartungen und (kurzfristig) erwarteten Unternehmenserträgen ist hier nur sehr schematisch dargestellt und bildet nicht die reale Komplexität ab. So lassen sich Beispiele von Unternehmen finden, die an den Kapitalmärkten ein großes Investitionsinteresse auf sich ziehen, obwohl sie überproportional viel investieren und z. B. keine Dividenden ausschütten. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass die Investoren ein Interesse haben, eine Rendite zu erzielen, da sie sonst von ihrer Investition nichts hätten. Es spricht aus ökonomischer Sicht außerdem nichts dagegen, dass die Rendite eher hoch als niedrig ist.

Eine Schlüsselfrage in der Literatur ist, warum diese Hürden bzw. Diskontsätze so hoch sind. Die Antwort, die Porter (1992) anbietet, ist der steigende Prozentsatz des Aktienbesitzes in der Hand von institutionellen Investoren, der seiner Meinung nach von 8 % im Jahr 1950 auf 60 % im Jahr 1990 gestiegen sei. Die Investmentmanager, die die Portfolioentscheidungen für diese Fonds treffen, werden allerdings auf jährlicher oder sogar vierteljährlicher Basis evaluiert und müssen daher kurzfristigen Renditen Vorrang einräumen, um ihre eigenen Arbeitsplätze zu sichern. Darüber hinaus konkurrieren viele dieser institutionellen Anleger um den Zugang zu Finanzmitteln. Ihre Fähigkeit, Mittel aus der Öffentlichkeit zu generieren und zu verwalten, z. B. von Kleinanlegern die Fond-Anteile halten, kann ebenfalls stark von ihrer kurzfristigen Wertentwicklung beeinflusst werden. Hinzu kommt, dass die Anzahl der aktivistischen Hedge-Fonds, die bisher vor allem auf ihrem Hauptmarkt USA aktiv waren, teilweise jetzt auch in Europa zugenommen hat. Ihre durchschnittliche Haltedauer für Investitionen liegt zwischen einem Jahr und zwei Jahren, und ihre Spezialität ist es, das Management zu verpflichten, Maßnahmen zur Erhöhung des

TABELLE 1

### Hürden für Investoren bei unterschiedlichen Abzinsungssätzen

Angaben in Prozent

	Zeithorizont					Unterstützung einer Investition mit einer 100%-Rückzahlung nach 5 Jahren?
	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	
Zinssatz 5	5,0	10,3	15,8	21,6	27,6	Ja
Zinssatz 20	20,0	44,0	72,8	107,4	148,8	Nein

WSI Mitteilungen

Quelle: Eigene Berechnungen

Aktienkurses zu ergreifen, z. B. durch den Verkauf von Teilen ihres Geschäfts oder die Auszahlung von Bargeld in Form von Sonderdividenden oder Aktienrückkäufen. Auch wenn die aktivistischen Investoren nur punktuell auftreten, so beeinflussen sie doch auch das Agieren anderer Investorentypen, da sie etwa durch gemeinsam erarbeitete Forderungen das Management beeinflussen wollen. Auch wäre es möglich, dass sich das Verhalten des Managements bereits deswegen ändert, um befürchtete Angriffe der aktivistischen Investoren abzuwehren. Ob und wie das Management sich dem Druck dieser Investoren jedoch beugt, ist vom Einzelfall abhängig.

Einige Vertreterinnen und Vertreter in der Diskussion behaupten allerdings, dass es kein Problem mit der Kurzfristigkeit gebe. Sie verweisen auf das zunehmende Volumen der F&E-Ausgaben der Unternehmen und ihre steigenden Bewertungen an den Aktienmärkten – beide Indikatoren sind ihrer Ansicht nach Ausdruck für die Zukunftsorientierung der Investoren (Roe 2018). Insgesamt aber steigt die Anzahl von Studien, die teils auf sehr komplexen Methoden basieren und zeigen, dass der allgemeine Trend zur Kurzfristigkeit zunimmt, z. B. durch einen Anstieg des durchschnittlichen Diskontierungssatzes, der sowohl von Investoren als auch von Unternehmen verwendet wird (Sampson/Shi 2019), oder durch eine Verringerung der *Asset Duration*, also der erwarteten Lebensdauer von Kapitalanlagen (Martin et al. 2016).

Hinzu kommt, dass die Investitionsraten bei börsennotierten Unternehmen deutlich niedriger zu sein scheinen als bei nicht börsennotierten Unternehmen (Asker et al. 2015). Speziell diese Untersuchungen analysieren auch die Determinanten der Firmenheterogenität, wobei der Investorentyp eine der Schlüsselvariablen ist, die den Zeithorizont beeinflussen. Während große strategische Investoren (wie Gründer/Familien, Stiftungen und nichtfinanzielle Unternehmen) in der Regel langfristig orientiert sind, sind institutionelle Investoren eher vorübergehend aktiv und haben kürzere durchschnittliche Haltedauern ihrer Investments. Wir gehen davon aus, dass ein höherer Kapitaleinsatz auf eine längerfristige Orientierung und ein nachhaltiges Interesse an der Firma hinweist. Dies führt zu unserer ersten Hypothese, die lautet:

Hypothese 1: *Die Rate der Kapitalinvestitionen (d. h. physische Investitionen, die voraussichtlich eine Lebensdauer von mehr als einem Jahr haben werden) wird umso geringer sein, je größer der Anteil der institutionellen Anleger unter den Aktionären eines Unternehmens ist.*

Eine zweite Hypothese bezieht sich auf die Beziehung zwischen Unternehmensmitbestimmung und Kapitalinvestitionen. Hier stellen wir zwei Alternativen zu diesem Verhältnis vor. Die erste ist aus der juristischen und ökonomischen Perspektive abgeleitet und erwartet, dass die Beziehung zwischen Mitbestimmung und Investitionen negativ ist, weil die Arbeitnehmer ihre Macht nutzen werden, um Partikularinteressen (höhere Löhne und mehr Personal) auf Kosten anderer Interessengruppen und der langfristigen Interessen des Unternehmens zu verfolgen. Jensen/Meckling (1979, S. 474) stellen zum Beispiel fest, die Mitbestimmung "... is another case of a powerful special interest group using the political system to effect a wealth transfer from others to themselves". Diese Hypothese würde daher folgendes erwarten:

Hypothese 2a: *Die Kapitalinvestitionsrate steht in einem negativen Verhältnis zur Stärke der Mitbestimmung.*

Die alternative Hypothese, die sich aus der Stakeholder-Theorie des Unternehmens ableitet, postuliert hingegen eine positive Beziehung, da die Arbeitnehmer ein längerfristigeres Interesse am Überleben des Unternehmens haben als die Aktionäre. Denn die Beschäftigten plädieren für eine möglichst langfristige Sicherheit ihrer Arbeitsplätze, weil damit auch viele weitere, meist ebenso langfristige, private Entscheidungen verbunden sind (Kauf von Wohneigentum, Familiengründung etc.). Wir leiten also die gegensätzliche Hypothese ab:

Hypothese 2b: *Die Kapitalinvestitionsrate steht in einem positiven Verhältnis zur Stärke der Mitbestimmung.*

bestimmung üblicherweise über eine Dummy-Variable einbezogen wird, die sich an den drei Typen in Deutschland orientiert: der Drittelbeteiligung, der Parität und der Montanmitbestimmung im Aufsichtsrat. Diese Unterteilung erfasst jedoch nicht die erhebliche Heterogenität der Verankerung der Mitbestimmung innerhalb der Typen bzw. zwischen den einzelnen Unternehmen. Obwohl es gesetzliche Vorgaben zur Art und Anzahl der Mandate im Aufsichtsrat gibt, bestehen in der Umsetzung dennoch erhebliche Variationen, die die „Geschlossenheit“ der Arbeitnehmerrepräsentation fördern oder hemmen können. Darüber hinaus hat die Europäische Gesetzgebung über verschiedene Erlasse (European Company (SE), European Cooperative Society, Directive on Cross-border mergers, 2019 EU Company Law Package) eine weitere Variation eingeführt, durch die es zunehmend verhandelte Modelle der Unternehmensmitbestimmung gibt. Die Anzahl der Unternehmen mit einer solchen verhandelten Lösung hat sich erhöht, derzeit gibt es z. B. in sieben der (noch) 30 DAX-Unternehmen verhandelte Regelungen der Unternehmensmitbestimmung.<sup>2</sup>

Im Zentrum der MB-ix-Betrachtung steht der Aufsichtsrat als das Gremium, welches den Vorstand kontrolliert, seine Mitglieder ernennt und entlässt und über seine Vergütung bestimmt. Für die Beteiligung der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat gibt es vier mögliche Konstellationen. Entweder ist der Aufsichtsrat

- ohne Arbeitnehmervertretungen konstituiert,
- drittelbeteiligt, d. h. zu einem Drittel aus Vertreterinnen und Vertretern der Arbeitnehmer und zu zwei Dritteln der Anteilseigner besetzt,
- paritätisch mitbestimmt, d. h. mit der gleichen Anzahl von Vertretern von Arbeitnehmern und Anteilseignern besetzt, aber mit einem Doppelstimmrecht des Aufsichtsratsvorsitzenden, der immer von Kapitalseite stammt, oder
- montanmitbestimmt, d. h. auch je zur Hälfte mit Arbeitnehmer- und Anteilseignerververtretungen, aber mit einer zusätzlichen von beiden Seiten mandatierten neutralen Person, die im Fall eines Patts entscheidet.

## 3 Daten und Methodik

### 3.1 Der Mitbestimmungsindex

Für diese Untersuchung verwenden wir hauptsächlich Daten aus dem Projekt: „Mitbestimmung und eine zukunftsweisende Unternehmensführung – Messung von Stärke und Einfluss durch einen Mitbestimmungsindex (MB-ix)“ oder kurz „MB-ix-Projekt“.<sup>1</sup> Im Rahmen dieses Projekts wurde mit dem Mitbestimmungsindex (MB-ix) eine innovative Messgröße entwickelt, um die institutionell verankerte Mitbestimmung in Unternehmen zu quantifizieren. Eine Motivation, den Index zu entwickeln, ist die Tatsache, dass in ökonometrischen Studien die Unternehmensmit-

<sup>1</sup> Für weitere Informationen siehe [www.mitbestimmung.de/mbix](http://www.mitbestimmung.de/mbix)

Wir danken der Hans-Böckler-Stiftung für die finanzielle Unterstützung des Projekts „Mitbestimmung und eine zukunftsweisende Unternehmensführung – Messung von Stärke und Einfluss durch einen Mitbestimmungsindex (MB-ix)“. Außerdem danken wir Vera Fabinyi für die Unterstützung bei der Aufbereitung der Daten sowie den Teilnehmerinnen und Teilnehmern bei der Präsentation erster Ergebnisse dieser Untersuchung auf dem 12. ILERA Regionalkongress in Düsseldorf im September 2019.

<sup>2</sup> Allianz, BASF, E.ON, Fresenius, SAP und Vonovia sind Europäische Gesellschaften (SE), und bei der Münchner Rück wurde eine neue Vereinbarung zur Mitbestimmung unter der „EU cross-border mergers directive“ verhandelt.

Der Mitbestimmungstyp richtet sich im Wesentlichen nach der Beschäftigtenzahl in Deutschland, ab 500 ist die Drittelbeteiligung anzuwenden und ab 2000 die Parität. Die Montanmitbestimmung gilt nur in der Eisen- und Stahlindustrie und greift ab 1000 Beschäftigten. Arbeitnehmervertretungen können mit unterschiedlichen Mandaten, die sie außerhalb des Aufsichtsrats wahrnehmen, in den selbigen gewählt werden, beispielsweise als Betriebsrat, als unternehmensinterne Vertreter (aber kein Betriebsrat) oder als externe Vertreter, meist von einer Gewerkschaft.

In den MB-ix gehen sechs Komponenten ein (Scholz/Vitols 2016): Die *erste* Komponente analysiert die Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Erfasst werden Anzahl und Art der Mandate der Arbeitnehmervertretungen in Relation zur Gesamtgröße des Aufsichtsrats. Das ist wichtig, weil der Anteil der Arbeitnehmervertretungen maßgeblich deren Einfluss bestimmt. Darüber hinaus wird berücksichtigt, ob diese Mandate von Betriebsräten, Gewerkschaftsvertretern oder anderen Mandatsträgerinnen und -trägern wahrgenommen werden. Die *zweite* Komponente betrachtet ebenfalls die Struktur des Aufsichtsrats und fokussiert auf den stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden. Dieser ist relevant, weil er sich mit der oder dem Vorsitzenden berät, gegebenenfalls zwischen den Aufsichtsratssitzungen Vorbereitungen trifft und sie bzw. ihn bei Bedarf vertritt. Darüber hinaus kommuniziert der stellvertretende Vorsitzende – sofern er ein Mandat als Arbeitnehmervertreter hat – mit der Arbeitnehmerbank. Die Anzahl der stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden, ihre Rangfolge und Mandatierung erfasst daher die zweite Komponente. Die *dritte* Komponente im Mitbestimmungsindex beleuchtet die Existenz und Besetzung der Ausschüsse im Aufsichtsrat. Bei bestimmten Themen (z. B. Wirtschaftsprüfung, Vorstandsbesetzung und -verträge) wird nicht immer das gesamte Aufsichtsratsplenum einberufen, sondern Ausschüsse mit ausgewählten Aufsichtsratsmitgliedern bereiten diese Einzelthemen vor, um die Entscheidungen im Gesamtgremium einzuleiten, zu erleichtern und zu beschleunigen. Ob die Ausschüsse existieren und in welchem Ausmaß darin Arbeitnehmervertretungen beteiligt sind, untersucht die dritte Komponente im Mitbestimmungsindex. Die *vierte* Komponente beschäftigt sich weniger mit der Unternehmensmitbestimmung, sondern mit der Internationalisierung und der betrieblichen Mitbestimmung. Viele große Kapitalgesellschaften haben zwar ihren Hauptsitz in Deutschland, ein mitunter beträchtlicher Anteil ihrer Beschäftigten arbeitet jedoch im Ausland. Diese Komponente erfasst daher den Grad der Internationalisierung und erhebt, ob eine grenzüberschreitende Vertretung der Arbeitnehmerinteressen gewährleistet ist, konkret, ob Eurobetriebsräte bzw. SE-Betriebsräte existieren. Gibt es keine gewählten grenzüberschreitenden Arbeitnehmervertretungen, repräsentiert der Anteil der Beschäftigten in Deutschland an den Konzernbeschäftigten die *workers' voice*. Denn durch die

räumliche Trennung der Belegschaften wird auch deren kollektive Organisationsfähigkeit sowie -stärke verringert. Die *fünfte* Komponente erfasst die generelle Einflussmöglichkeit des Aufsichtsrats, die primär durch die Rechtsform bestimmt wird. Denn beispielsweise schreibt das Mitbestimmungsgesetz 1976 konkret vor, welche Größe der Aufsichtsrat in einer Aktiengesellschaft (AG) haben soll, wie viele Mandate etwa von externen Gewerkschaftsvertretern wahrzunehmen sind und welche Befugnisse das Kontrollgremium hat. Derartige Vorschriften bestehen hingegen für die Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) nicht. Damit ist nicht nur die Struktur des Kontrollgremiums anders, sondern auch die damit verbundene gesetzlich legitimierte Einflussmöglichkeit. Schließlich erfasst die *sechste* Komponente die Existenz eines eigenständigen und gleichberechtigten Personalressorts im Vorstand. Einerseits ist der Aufsichtsrat für die Struktur des Vorstands und die Bestellung seiner Mitglieder verantwortlich; andererseits ist die gesonderte Eigenständigkeit eines solchen Ressorts Ausdruck für die Relevanz der Personalarbeit neben anderen Vorstandsbereichen wie Finanzen, Vertrieb oder Forschung und Entwicklung.

Die verschiedenen Komponenten gehen unterschiedlich stark in den Index ein (*Tabelle 2*). Ausgangsbasis war zunächst eine jeweils gleich hohe Gewichtung, da je nach Argumentation grundsätzlich alle Komponenten wichtig sind. Auf Basis theoretischer, literaturbasierter Überlegungen, durch empirisch gewonnene Erkenntnisse und durch einen intensiven Erfahrungsaustausch mit weiteren Wissenschaftlern und Praktikern wurde eine leicht ungleiche Verteilung erarbeitet. Die ersten vier Komponenten greifen ein engeres Verständnis der Mitbestimmung auf und stellen damit eher direkte Einflussfaktoren dar. Sie werden daher jeweils mit 20 % gewichtet (zusammen 80 %). Die zwei weiteren Komponenten sind eher indirekte Einflussgrößen; sie werden mit jeweils 10 % gewichtet (zusammen 20 %). Denn beim Einfluss über die Rechtsform (*fünfte* Komponente) wird ein Großteil über das Gesetz determiniert, sodass für die Unternehmen nur begrenzte Freiheitsgrade bestehen. Darüber hinaus kann auch ein eigenständiges Personalressort im Vorstand (*sechste* Komponente) nicht als zusätzliche Institution der Arbeitnehmerinteressenvertretung gesehen werden, wenngleich es in Form des Arbeitsdirektors im Mitbestimmungsgesetz von 1976 vorgesehen ist.

Der Index erfasst mit diesen Komponenten die Mehrdimensionalität der Mitbestimmung und verknüpft die Instrumente mit den Akteuren. Die einzelnen Komponenten des MB-ix werden geformt und beeinflusst von den rechtlichen Rahmenbedingungen, von den Gewerkschaften, Betriebsräten und internationalen Arbeitnehmervertretungen sowie von den Führungsstrukturen der Unternehmen. Erfasst wird daher das strukturelle Abbild der institutionalisierten Mitbestimmung, die in der Realität von den handelnden Akteuren aber weiter ausdifferenziert und (nicht messbar) gelebt wird.

TABELLE 2

**Komponenten des Mitbestimmungsindex**

Einflussgrößen	Komponente	Gewichtung
Direkt	1: <b>Zusammensetzung des Aufsichtsrats:</b> Anzahl und Art der Mandate der Arbeitnehmervertretungen	20
	2: <b>Interne Struktur des Aufsichtsrats:</b> Art und Mandat der/des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden	20
	3: <b>Ausschüsse:</b> Anzahl, Art und Besetzung der Aufsichtsratsausschüsse mit Arbeitnehmervertretungen	20
	4: <b>EBR/Internationalisierung:</b> Existenz Europäischer bzw. SE-Betriebsräte und Anteil der Beschäftigten in Deutschland	20
Indirekt	5: <b>Einfluss des Aufsichtsrats:</b> Rechtsform des Unternehmens	10
	6: <b>Personalvorstand:</b> Existenz eines eigenständigen Ressorts Personal im Vorstand	10
<b>Summe</b>		<b>100</b>

Quelle: Scholz/Vitols 2016

WSI Mitteilungen

Die genaue Codierung der Komponenten ist ausführlich erläutert in Scholz/Vitols (2016, S. 8ff.) und tabellarisch in Scholz/Vitols (2018, S. 15). Zur konkreten Berechnung kann innerhalb der einzelnen Komponenten jeweils ein Wert zwischen Null und 100 Punkten erreicht werden. Der Gesamtindex ergibt sich unter Einbeziehung der genannten Gewichtung als gewichtete Summe und kann ebenfalls einen Wert zwischen Null und 100 annehmen. Null bedeutet, dass die ausgewählten Kriterien zur Mitbestimmung nicht erfüllt sind, weil es zum Beispiel keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat gibt. Ein Wert von 100 bedeutet hingegen, dass alle erwähnten Indikatoren zur Repräsentation der Mitbestimmung vollständig erfüllt sind. Mit dem MB-ix wird erstmals die Verankerung der Mitbestimmung in den Unternehmen bewertet. Abgesehen von dem Aussagewert an sich besteht die Möglichkeit, diese MB-ix-Werte mit anderen Kennzahlen der Unternehmensentwicklung zu spiegeln. Ziel ist es also auch, Aussagen treffen zu können, ob sich mit Zunahme der Intensität der Mitbestimmung (MB-ix steigt) zum Beispiel Investitionsverhalten, Arbeitsbedingungen oder Vorstandsvergütungen ändern. Übergeordnet geht es darum zu prüfen, inwiefern die Unternehmen nachhaltig ausgerichtet sind, d. h. nicht nur in ökonomischer, sondern auch in sozialer und ökologischer Hinsicht.

Der MB-ix wurde für die hier vorliegenden Analyse für jedes Jahresende (31. Dezember) zwischen 2006 und 2017 für die folgenden Unternehmen berechnet: Mitglieder der vier Leitindizes (DAX, MDAX, SDAX und TecDAX), die per Definition zusammen 160 Unternehmen umfassen, plus etwa 30 paritätisch mitbestimmte börsennotierte Unternehmen, die nicht in diesen Hauptindizes enthalten sind. Je nach Indexzusammensetzung werden manche Unternehmen aus den Indizes gestrichen (andere kommen hinzu) oder sie verlieren aus anderen Gründen

ihre Börsennotierung (andere werden dafür an der Börse notiert). Insgesamt resultieren 2314 Unternehmensjahre in der Stichprobe, d. h. durchschnittlich 193 Unternehmen pro Jahr. Die Verteilung der MB-ix-Werte der ausgewählten Unternehmen in einem Jahr (2017) zeigt *Abbildung 1*.

**3.2 Modellbeschreibung robuste Regression**

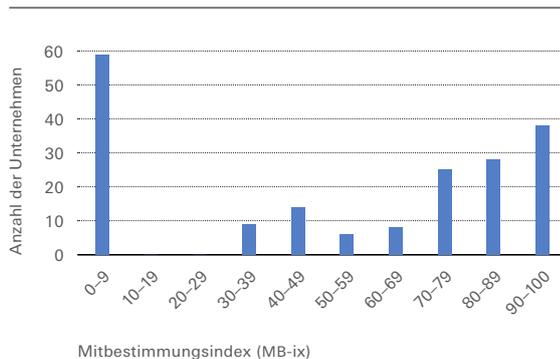
Zusätzlich zu den MB-ix-Werten wurde für die ausgewählten Unternehmen eine Vielzahl von weiteren Finanz- und Strukturdaten gesammelt, entweder aus der Online-Datenbank Capital IQ oder aus den Geschäftsberichten und Internetpräsenzen der Unternehmen. Mittels dieser Daten wird ein Regressionsmodell geschätzt, um zu berechnen, ob und wie stark der Effekt von ausgewählten unabhängigen Variablen auf die Kapitalinvestitionsrate ist. Diese Variablen werden im Folgenden beschrieben.

Die abhängige Variable, CAPEX, ist die Kapitalinvestitionsrate, definiert als Investitionsausgaben (d. h. Investitionen in Sachanlagen mit einer erwarteten Nutzungsdauer von mindestens einem Jahr) in einem Jahr geteilt durch das Gesamtvermögen des Unternehmens zu Beginn des Zeitraums. Als unabhängige Variable wird der FREE-FLOAT einbezogen, der aus den von der Deutschen Börse entwickelten Indizes entnommen wurde. Dieser Streubesitz bezeichnet den Anteil an Aktien, der nicht im Besitz von einzelnen Großaktionären (z. B. Muttergesellschaften, Familien, Fonds) und frei an der Börse handelbar ist. Diese Freefloat-Marktkapitalisierung ist einer der Faktoren, der bei der Bestimmung der Indexzugehörigkeit (DAX, MDAX usw.) berücksichtigt wird. Daher berechnet die Deutsche Börse regelmäßig den Freefloat der an ihren Börsen (elektronische Börse XETRA sowie Parketthandel in Frankfurt) gelisteten Unternehmen. Der Freefloat wird

ABBILDUNG 1

**Verteilung der MB-ix-Werte der Unternehmen im Sample, 2017 (n = 187)**

Angaben in absoluten Häufigkeiten und MB-ix in Punkten



Quelle: Eigene Berechnungen/Darstellung

WSI Mitteilungen

als Residualgröße berechnet, die nach der Zusammenfassung des Anteils der Aktien von Großanlegern (> 5 %) verbleibt. Wir nehmen diese Variable als Näherungswert für den Einfluss institutioneller Investoren, da diese Investoren selten Positionen von mehr als 5 % des Aktienkapitals eines Unternehmens einnehmen. Neben dieser Variable FREEFLOAT wird aber eine Reihe von weiteren Kontrollvariablen einbezogen, von denen erwartet wird, dass sie die Rate der Kapitalinvestitionen (CAPEX) beeinflussen (Tabelle 3).

TABELLE 3

### Variablen und hypothetische Beziehungen zu den Kapitalinvestitionen (CAPEX)

Angaben in Prozent

Variable	Hypothese
CAPEX_ASS (Abhängige Variable)	
MB-ix	+ oder -
FREEFLOAT	-
ROA	+
LEVERAGE	-
AGE	?
AGE SQUARED	?
SALES	?
SALES SQUARED	?
TIMETREND	-
Industry dummies (SIC 1 digit)	Variiert

WSI Mitteilungen

Quelle: Eigene Darstellung

Es wird erwartet, dass die Rentabilität (ROA [Return on Assets] oder Kapitalrendite), definiert als Nettogewinn über ein Jahr geteilt durch das Gesamtvermögen zu Beginn des Jahres, in einem positiven Verhältnis zu den Kapitalausgaben steht, da profitablere Unternehmen über größere Ressourcen für langfristige Investitionen verfügen werden. Der Verschuldungsgrad (LEVERAGE), definiert als Gesamtverschuldung geteilt durch das Gesamtvermögen, dürfte in einem negativen Verhältnis zu den Investitionsausgaben stehen, da hoch verschuldete Unternehmen einen erheblichen Teil ihrer finanziellen Ressourcen für die Rückzahlung der Zinsen auf diese Schulden einsetzen müssen, anstatt sie investieren zu können. Das Alter des Unternehmens (AGE), definiert als die Anzahl der Jahre seit der Unternehmensgründung, wird mit einbezogen, da der Kapitalinvestitionsbedarf im Laufe des Lebenszyklus des Unternehmens voraussichtlich erheblich schwanken wird. Der quadratische Wert dieser Zahl der Jahre (AGE SQUARED) wird einbezogen, da diese Beziehung komplex sein kann und die Einbeziehung der quadratischen Laufzeit eine nicht lineare Beziehung zwischen Alter und

Investition ermöglicht. Einerseits kann von jungen Unternehmen erwartet werden, dass sie bei ihrer Expansion (z. B. wenn sie nach der Erschließung ihres ursprünglichen Marktes Investitionen in die Höhe treiben) eine hohe Nachfrage nach Kapitalinvestitionen haben. Andererseits könnte man erwarten, dass junge Unternehmen eine geringere Nachfrage nach Kapitalinvestitionen haben, da sie möglicherweise mehr in die Produktentwicklung, Kundenbeziehungen usw. investieren. Da die Größe immer als Einflussfaktor betrachtet wird, wird die Variable SALES, definiert als die Höhe des Umsatzes in einem Jahr, als Kontrollvariable einbezogen. Die quadrierte Variable SALES SQUARED ist ebenfalls enthalten, da die Beziehung zu den Investitionsausgaben ebenfalls komplex sein kann. Einerseits kann ein großer Umsatz mit einer kapitalintensiven Massenproduktion verbunden sein, andererseits kann ein solcher auch mit einer effizienteren Kapitalnutzung und damit einer geringeren Kapitalintensität zusammenfallen. Da das Niveau der Kapitalinvestitionen im Laufe der Zeit scheinbar abnimmt, wird eine Trendvariable (TIMETREND) einbezogen, die jedes Jahr in der Analyse um den Wert  *eins* zunimmt. Da schließlich die Merkmale der Branche, in der ein Unternehmen tätig ist, einen großen Einfluss auf die Nachfrage nach Kapitalinvestitionen haben, werden Kontrollvariablen für die Haupttätigkeitsbranche einbezogen, basierend auf der Standard Industrial Classification. Diese werden als Dummy-Variablen für jede der größten einstelligen SIC-Branchen definiert.

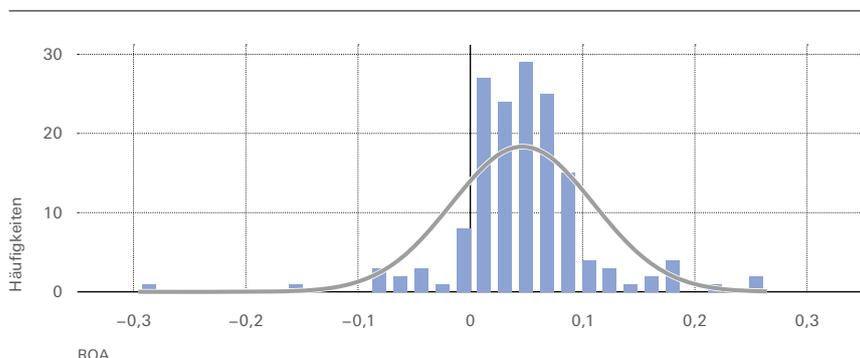
Die Methode der robusten Regression wurde in der Analyse aufgrund des starken Einflusses einiger extremer Ausreißer verwendet (Li 1985). Zu den traditionellen Methoden im Umgang mit Ausreißern gehören die Entfernung aller Ausreißer über einem bestimmten Grenzwert (Trimming) oder eine Prozedur, bei der die extremen Datenwerte nicht ausgeschlossen werden, sondern auf weniger extreme Werte gesetzt werden (Winsorizing) (z. B. werden außerhalb des 95%-Konfidenzintervalls alle Werte auf genau das 5%- bzw. 95%-Perzentil gesetzt). Bei der robusten Regression wird eine anspruchsvollere Methodik verwendet, bei der die Gewichtung der Ausreißer so geändert wird, dass die „echten“ Daten weiterhin in der Analyse verwendet werden, aber weniger Einfluss haben. Konkret werden die „echten“ Werte dieser Ausreißer in der Analyse zwar angewendet, aber weniger gewichtet als die anderen Fälle. Die Verwendung der robusten Regression ist hier gerechtfertigt, da die Verteilung einer Reihe von Variablen ganz erheblich von der „normalen“ Verteilung abweicht (Huber 1964; Verardi/Croux 2009). *Abbildung 2* zeigt als ein Beispiel die tatsächliche Verteilung der ROA-Werte im Vergleich zur Gaußschen Normalverteilung.

Eine Analyse von Anstieg und Residuen, die sich aus den üblichen Methoden (gepoolte OLS-Regression) ergeben, zeigt einen extremen Einfluss einiger weniger Unternehmen auf die Regressionsschätzungen. Volkswagen zum Beispiel übersteigt mit seinem Umsatz den Umsatz des nächstkleineren Unternehmens (Daimler) um etwa

ABBILDUNG 2

**Tatsächliche Verteilung des ROA (Return on Assets) im Vergleich zur Normalverteilung**

Angaben in absoluten Häufigkeiten und als Absolutwert



Quelle: Eigene Berechnungen/Darstellung

WSI Mitteilungen

50%. Daher wurde die beschriebene robuste Regression durchgeführt. Da erwartet werden kann, dass Änderungen im Kapitalinvestitionsverhalten eines Unternehmens erst mit etwas Verzögerung auf Veränderungen der unabhängigen Variablen eintreten, wurden mittels einer *lag-structure* alle unabhängigen Variablen um ein Jahr verzögert. Denn das Niveau der Kapitalinvestitionen in Jahr *t* ist ein Resultat der unabhängigen Einfluss- und Kontrollvariablen aus dem jeweiligen Vorjahr *t-1*. Auf Basis der unabhängigen Variablen MB-ix, Größe, Branche etc. werden im Jahr *t-1* Investitionsentscheidungen getroffen, die allerdings nicht sofort, sondern erst im Jahr *t* wirksam getätigt werden. Konkret wurden daher Datenwerte für die abhängige Variable (CAPEX) für die Jahre 2007–2018 verwendet, während die unabhängigen Variablen jeweils für die Jahre 2006–2017 einbezogen wurden. Insgesamt wurden über diese Struktur daher Daten von 2006–2018 einbezogen.<sup>3</sup> *Tabelle 4* enthält grundlegende deskriptive Statistiken für die verwendeten Variablen. *Tabelle 5* zeigt die Korrelationskoeffizienten zwischen den Variablen.

TABELLE 4

**Deskriptive Statistiken**

Variable	Beobachtungen	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Maximum
CAPEX RATIO	2185	4,061	4,273	0	52,643
MB-IX	2185	52,038	38,912	0	100
SALES	2185	9637,078	22 451,27	-53,403	230 000
LEVERAGE	2185	0,362	0,242	0	0,983
ROA	2185	0,038	0,081	-0,696	0,679
AGE	2185	89,455	73,616	1	652
FREEFLOAT	2185	62,389	29,856	0,245	100

Quelle: Eigene Berechnungen

WSI Mitteilungen

TABELLE 5

**OLS-Korrelationskoeffizienten**

Variablen	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) CAPEX RATIO	1,000						
(2) MB-IX	0,095*	1,000					
(3) SALES	-0,033	0,355*	1,000				
(4) LEVERAGE	-0,126*	0,087*	0,169*	1,000			
(5) ROA	0,109*	-0,079*	-0,046	-0,330*	1,000		
(6) AGE	0,063*	0,427*	0,076*	0,078*	-0,046	1,000	
(7) FREEFLOAT	-0,092*	-0,108*	0,144*	0,044	0,031	0,047	1,000

\* signifikant auf dem 0,01-Niveau

Quelle: Eigene Berechnungen

WSI Mitteilungen

**4 Ergebnisse**

*Tabelle 6* zeigt die Regressionsergebnisse für die STATA-Routine RREG unter Verwendung von vier verschiedenen Modellen. Die Modelle 1 und 2 enthalten keinen Zeittrend, die Modelle 2 und 4 enthalten die Variable Mitbestimmungsstärke (MB-ix). In beiden Modellen 2 und 4 ist die Mitbestimmungsstärke-Variablen MB-ix positiv und hoch signifikant (auf dem Niveau 0,01), was eine starke und positive Beziehung zwischen Mitbestimmungsstärke und Kapitaleinsatz bedeutet. Damit wird – mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit, die kleiner oder gleich einem Prozent ist – Hypothese 2b bestätigt und Hypothese 2a abgewiesen. Der Koeffizient für FREEFLOAT ist in allen Fällen negativ und hoch signifikant (0,05 oder 0,01 bzw. eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 % bzw. 1 %), was Hypothese 1 bestätigt. Daraus folgt, dass ein höherer Anteil an institutionellen Anlegern mit einem geringeren Kapitaleinsatz verbunden ist.

Was die Kontrollvariablen betrifft, so steht der ROA (Rentabilität) in einem positiven und signifikanten Zu-

3 Um den Einfluss firmenspezifischer Eigenschaften zu berücksichtigen, wäre es wünschenswert, diese Analyse als Längsschnitt-Panelanalyse durchzuführen. Da robuste Regressionen in den Sozialwissenschaften aber noch nicht weit verbreitet sind, kann diese Analyse derzeit nur als „pooled OLS“ in den in den Sozialwissenschaften herkömmlichen Statistikanwendungen durchgeführt werden. Von daher wird diese Analyse als „explorativ“ in diesem Aufsatz bezeichnet.

sammenhang mit dem CAPEX, was der Erwartung entspricht, dass eine größere Rentabilität höhere Investitionsausgaben unterstützt. Die Größe (gemessen durch SALES und SALES SQUARED) scheint in den Modellen 1 und 3 leicht positiv mit dem CAPEX verbunden zu sein. Allerdings verschwindet die Bedeutung der Größe, wenn der MB-ix einbezogen wird (Modelle 2 und 4), möglicherweise aufgrund der Korrelation zwischen SIZE und MB-ix. Entgegen den Erwartungen scheint in der vorliegenden Schätzung der Verschuldungsgrad (LEVERAGE) keine signifikante Determinante für die Kapitalinvestitionen (CAPEX) zu sein. Das Alter steht in einer komplexen Beziehung zum CAPEX, wobei der Einfluss zunächst abnimmt (AGE) und dann zunimmt (AGE SQUARED). Der zeitliche Trend ist negativ, aber nicht signifikant, sodass die Irrtumswahrscheinlichkeit zu groß wäre, hier von einem Einfluss auszugehen.

Um das Ausmaß des Effekts der Mitbestimmungsstärke zu bestimmen, wurde eine Schätzung durchgeführt, die so funktioniert, dass alle Variablen auf ihrem Mittelwert gehalten wurden, mit Ausnahme vom MB-ix, der variieren durfte (Abbildung 3). Für den Wert MB-ix = 0, wenn es also keine Arbeitnehmervertretungen im Aufsichtsrat gibt, wird die Kapitalinvestitionsquote (CAPEX) auf 2,6 geschätzt. Die jährliche Rate der Investitionsausgaben wird damit auf 2,6% des Gesamtvermögens vorausgerechnet. Für den Wert MB-ix = 100, wenn also die nach den MB-ix-Komponenten maximale Verankerung der Mitbestimmung vorliegt, wird der CAPEX auf etwa 3,6 geschätzt, d.h. die jährliche Kapitalaufwandsrate wird auf etwa 3,6% des Gesamtvermögens taxiert. Mit anderen Worten, der Unterschied zwischen keinem und vollem Mitbestimmungseinfluss auf CAPEX wird auf etwa einen Prozentpunkt geschätzt. Das Schätzmodell ergibt also, dass in den Unternehmen, in denen eine starke Verankerung der Mitbestimmung vorliegt, die Kapitalinvestitionsquote mit 3,6% höher ist gegenüber Unternehmen ohne Unternehmensmitbestimmung, in denen die Quote geschätzte 2,6% beträgt.

Neben der Mitbestimmung ist auch der Einfluss der institutionellen Investoren (FREEFLOAT) messbar. Denn die Kapitalinvestitionsraten liegen zwischen 0,4 und 0,6 Prozentpunkte niedriger in Unternehmen mit 100% Streubesitz gegenüber den Unternehmen ohne Streubesitz. Abbildung 4 zeigt die geschätzten Kapitalinvestitionsquoten für verschiedene Anteile der institutionellen Investoren auf der Basis der Schätzung von Modell 4. Die Kapitalinvestitionsrate wird mit 3,4% geschätzt für Unternehmen ohne Streubesitz (FREEFLOAT = 0) im Vergleich zu 3,0% für Unternehmen mit 100% Streubesitz (FREEFLOAT = 100); alle andere Variablen werden konstant bei ihrem Mittelwert gehalten. Damit wird deutlich, wie stark der Einfluss der Anteilseigner auf das Investitionsverhalten der Unternehmen wirkt. Je höher der Streubesitz bzw. der Anteil institutioneller Investoren, umso geringer die Kapitalinvestitionsquoten.

TABELLE 6

**Determinanten der Kapitalinvestitionsrate (robuste Regression RREG)**

Variablen	(1) Modell 1	(2) Modell 2	(3) Modell 3	(4) Modell 4
MB-IX		0,010*** (0,002)		0,010*** (0,002)
SALES	0,198* (0,101)	-0,003 (0,106)	0,198* (0,101)	-0,000 (0,106)
SALES SQUARED	-0,164 (0,099)	-0,060 (0,099)	-0,159 (0,099)	-0,059 (0,099)
ROA	4,681*** (0,614)	5,055*** (0,601)	4,680*** (0,614)	5,054*** (0,601)
LEVERAGE	-0,010 (0,228)	0,014 (0,223)	-0,022 (0,228)	0,006 (0,224)
AGE	-0,160 (0,097)	-0,475*** (0,107)	-0,153 (0,097)	-0,468*** (0,108)
AGE SQUARED	0,600*** (0,092)	0,785*** (0,094)	0,598*** (0,092)	0,781*** (0,094)
FREEFLOAT	-0,006*** (0,002)	-0,004** (0,002)	-0,006*** (0,002)	-0,004** (0,002)
TIMETREND			-0,020 (0,014)	-0,011 (0,013)
Konstante	4,431*** (0,196)	3,460*** (0,233)	4,553*** (0,214)	3,539*** (0,249)
N	2,185	2,185	2,185	2,185
R-Quadrat	0,334	0,352	0,335	0,353
Industrie-Dummies	ja	ja	ja	ja
F	72,59	73,75	68,20	69,45

Signifikanzniveau: \*p < 0,1; \*\*p < 0,05; \*\*\*p < 0,01

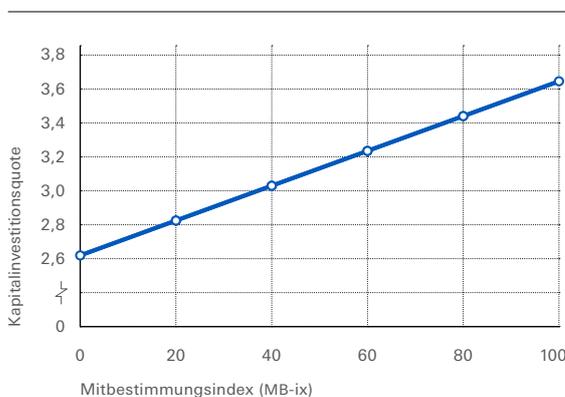
Quelle: Eigene Berechnungen

WSI Mitteilungen

ABBILDUNG 3

**Geschätzte Werte für die Kapitalinvestitionsrate auf verschiedenen MB-ix-Niveaus**

Angaben in Prozent und MB-ix in Punkten



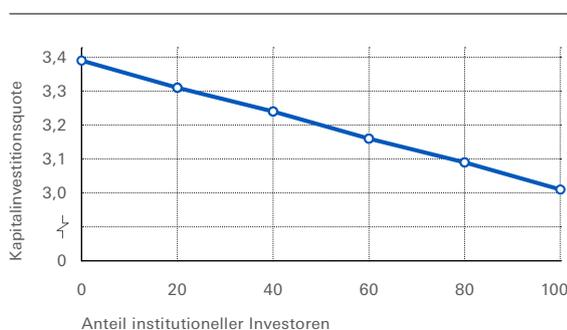
Quelle: Eigene Berechnungen/Darstellung

WSI Mitteilungen

ABBILDUNG 4

### Geschätzte Werte für die Kapitalinvestitionsraten bei verschiedenen Anteilsniveaus institutioneller Investoren am gesamten Eigenkapital

Angaben in Prozent



WSI Mitteilungen

Quelle: Eigene Berechnungen/Darstellung

## 5 Fazit

Ob Unternehmen ihre erwirtschafteten Gewinne direkt wieder in ihre Geschäftstätigkeit investieren oder zum Beispiel an die Aktionärinnen und Aktionäre ausschütten, ist eine kontrovers diskutierte Frage. Denn insbesondere die heutigen Investitionen sollen dafür sorgen, dass das Unternehmen auch in Zukunft Gewinne erzielt; zugleich stellen die Anteilseignerrinnen und Anteilseigner Forderungen, für ihren Kapitaleinsatz eine angemessene Rendite zu erhalten. Verstärkt wird dieses Spannungsverhältnis immer wieder durch die unterschiedliche Fristigkeit, mit der die Finanzakteure agieren. Während strategische Investoren, wie etwa Familien, Stiftungen u. ä., vielfach langfristig, also über mehrere Jahre oder Jahrzehnte bestehende Anlagehorizonte haben, wird die Gruppe an institutionellen Investoren größer, die vor allem kurzfristig agieren, also mit Anlagezyklen die kürzer als ein Jahr sind. Problematisch ist, dass diese Investoren in den kürzeren Zeiträumen aber ähnlich hohe Renditen fordern wie langfristig orientierte Anleger.

Ob die Existenz von Arbeitnehmervertretungen das Investitionsverhalten von Unternehmen beeinflusst, genauer: eher langfristig orientierte Investitionen fördern kann, war die Fragestellung dieses Beitrages. Die Analyse findet, ausgehend von Schätzungsergebnissen, sehr starke Belege für einen positiven Zusammenhang zwischen Mitbestimmungsstärke und Investitionsrate. Die robuste Regression ergab bei der Schätzung der Investitionsraten für Unternehmen mit dem höchsten Arbeitnehmereinfluss im deutschen System der paritätischen Mitbestimmung, dass diese Quote um etwa einen Prozentpunkt höher liegt als in

den Unternehmen ohne Mitbestimmung. Konkret hat das Modell geschätzt, dass die Kapitalinvestitionsrate in nicht mitbestimmten Unternehmen bei 2,6 % liegt, bei Unternehmen mit dem maximalen Ausmaß der Verankerung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat hingegen bei 3,6 %. Die Mitbestimmung scheint damit förderlich zu sein für die Investitionsintensität der Unternehmen.

Außerdem liefert die explorative Analyse Belege für die Hypothese, dass institutionelle, also vielfach kurzfristig agierende Investoren die Investitionsrate reduzieren. Die Hauptschätzung ergab negative und signifikante Koeffizienten für den Prozentsatz des Streubesitzes. Konkret geht die Verschiebung von einem nullprozentigen auf einen 100 %igen Streubesitz mit einem Rückgang der Investitionsausgaben um etwa 0,4 Prozentpunkte einher. Je höher der Streubesitz, umso geringer also die Investitionsneigung der Unternehmen.

Diese Belege sprechen dafür, dass eine starke Verankerung der Mitbestimmung in den Unternehmen höhere Investitionsquoten fördern gegenüber anderen Unternehmen, in denen es eine schwache oder gar keine Mitbestimmung gibt. Damit scheint es, dass die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat dazu beitragen, dass die Unternehmen stärker investieren, was wiederum Ausdruck ist für eine langfristige Orientierung am Bestand der Unternehmen und der Standorte. Wie genau die Arbeitnehmervertretungen ihren Einfluss geltend machen, bedarf allerdings einer weiteren Analyse. ■

## LITERATUR

- Asker, J. / Farre-Mensa, J. / Ljungqvist, A.** (2015): Corporate Investment and Stock Market Listings: A Puzzle?, in: *The Review of Financial Studies* 28 (2), S. 342–390
- Benelli, G. / Loderer, C. / Lys, T.** (1987): Labor Participation in Corporate Policy-Making Decisions: West Germany's Experience with Codetermination, in: *Journal of Business* 60 (4), S. 553–575
- DesJardine, M. R.** (2019): How Activist Investors Influence Corporate Social Responsibility, in: *Academy of Management Proceedings* 2019 (1), S. 12492
- Hall, P. / Soskice, D.** (2001): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford
- Huber, P. J.** (1964): Robust Estimation of a Location Parameter, in: *The Annals of Mathematical Statistics* 35 (1), S. 73–101
- Jacobs, M. T.** (1991): *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Boston, MA
- Jensen, M. C. / Meckling, W. H.** (1979): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Dordrecht
- Lazonick, W.** (2014): Profits Without Prosperity, in: *Harvard Business Review* 92 (9), S. 46–55
- Li, G.** (1985): Robust Regression, in: Hoaglin, D. C. / Mostellerand, F. / Tukey, J. W. (Hrsg.): *Exploring Data Tables, Trends, and Shapes*, New York, S. 281–34
- Martin, G. P. / Wiseman, R. M. / Gomez-Mejia, L. R.** (2016): Going short-term or long-term? CEO Stock Options and Temporal Orientation in the Presence of Slack, in: *Strategic Management Journal* 37 (12), S. 2463–2480
- Milano, G. / Advisors, F.** (2018): Corporate Short-Termism and How it Happens, in: *Journal of Applied Corporate Finance* 30 (4), S. 27–35
- Porter, M.** (1992): Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, in: *Harvard Business Review* 70 (5), S. 65–82
- Roe, M. J.** (2018): Stock Market Short-Termism's Impact. European Corporate Governance Institute (ECGI): Law Working Paper No. 426/2018. Harvard Public Law Working Paper No. 18-28, <https://ssrn.com/abstract=3171090>
- Sampson, R. C. / Shi, Y.** (2019): Are US Firms and Markets Becoming More Short-Term Oriented? Evidence of Shifting Firm and Investor Time Horizons: 1980–2013, <https://ssrn.com/abstract=2837524>
- Scholz, R. / Vitols, S.** (2016): Der Mitbestimmungsindex MB-ix. Wirkungen der Mitbestimmung für die Corporate Governance nachhaltiger Unternehmen. Hans-Böckler-Stiftung: Mitbestimmungsförderung Report 22, Düsseldorf
- Scholz, R. / Vitols, S.** (2018): Der MB-ix in börsennotierten Unternehmen. Verankerung der Mitbestimmung im letzten Jahrzehnt. Hans-Böckler-Stiftung: Mitbestimmungsförderung Report Nr. 43, Düsseldorf
- Scholz, R. / Vitols, S.** (2019): Board-Level Co-Determination: A Driving Force for Corporate Social Responsibility in German Companies?, in: *European Journal of Industrial Relations* 25 (3), S. 233–24
- Stout, L.** (2012): *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco
- Verardi, V. / Croux, C.** (2009): Robust Regression in Stata', in: *The Stata Journal* 9 (3), S. 439–453
- Vitols, S.** (1997): Financial Systems and Industrial Policy in Germany and Great Britain: The Limits of Convergence, in: Forsyth, D. J. / Notermans, T. (Hrsg.): *Regime Changes: Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, Providence, S. 221–255
- Vitols, S.** (2015): *Long-Term Investment and the Sustainable Company: a Stakeholder Perspective*, Vol. III, Brussels
- Waddington, J. / Conchon, A.** (2015): *Board-Level Employee Representation in Europe: Priorities, Power and Articulation*, New York
- Whitley, R.** (1992): *European Business Systems: Firms and Markets in Their National Contexts*, London
- Whitley, R.** (1999): *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*, New York
- Wohnhas, F.** (2013): *The Effect of German Codetermination on Firm Value and Short-Termism*, Amsterdam
- Womack, J. P. / Jones, D. T. / Ross, D.** (1991): *The Machine That Changes The World: The Story of Lean Production*, New York

## AUTOREN

**SIGURT VITOLS**, PhD, ist Senior Fellow am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB) in der Projektgruppe Globalisierung, Arbeit und Produktion. Forschungsschwerpunkte: Mitbestimmung, Corporate Governance und nachhaltige Unternehmenspolitik.

@ sigurt.vitols@wzb.eu

**ROBERT SCHOLZ**, Dr., ist Postdoc am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB) in der Projektgruppe Globalisierung, Arbeit und Produktion. Forschungsschwerpunkte: Corporate Governance, industrielle Beziehungen und Nachhaltigkeit.

@ robert.scholz@wzb.eu