

**Corporate Governance in der Ukraine und Russland: Eine komparative Studie zum  
Stand der Transparenz und Offenlegung in den ukrainischen und russischen offenen  
Aktiengesellschaften in den Jahren 2007/2008**

Vortrag im Weltwirtschaftlichen Colloquium, 13. Oktober 2010, 16.00-17.30 Uhr

Referent: Stefan Barenberg (IWIM)

Ort: Wilhelm-Herbst-Straße 5, Raum 013

Im Rahmen des Dissertationsvorhabens wurde die Entwicklung der Corporate-Governance-Regulierung in der Ukraine und hierzu vergleichend in der Russischen Föderation anhand der einschlägigen Dokumente nachgezeichnet. Zur Beurteilung der Entwicklung der Corporate-Governance-Praxis wurden aufbauend auf Untersuchungen in der Literatur zwei empirische Corporate-Governance-Studien durchgeführt. In der ersten Studie stehen die gesamte Corporate-Governance-Thematik und ihre Umsetzung in den ukrainischen offenen Aktiengesellschaften (OAGs) im Zeitraum von 2003-2007 im Vordergrund. Über die zweite Studie wird im Vortrag berichtet. Es ist eine komparative Untersuchung der Corporate-Governance-Praktiken mit Fokus auf den Bereich Transparenz und Offenlegung in den ukrainischen und russischen OAGs in den Jahren 2007 und 2008. In die Studie wurden 32 auf dem 1. und 2. Listing-Level der PFTS-Börse (zentrale ukrainische Börse) notierte ukrainische OAGs und 34 auf dem A- und B-Listing-Level der RTS-Börse (zentrale russische Börse) notierte russische OAGs für das Jahr 2007 aufgenommen. Für das Jahr 2008 wurden zu den 32 bereits für 2007 betrachteten ukrainischen OAGs zwei weitere zusätzlich in die Studie aufgenommen, während bei den russischen OAGs keine Änderung in der Stichprobe stattgefunden hat. Die Daten für die Untersuchung wurden auf der Basis aller relevanter auf den unternehmenseigenen Webseiten bereitgestellten und frei zugänglichen Informationen erhoben. Die Daten zu Eigentümerstrukturen und die Kapitalmarktdaten stammen von der staatlichen Kommission für Wertpapier- und Aktienmarktaufsicht des jeweiligen Landes sowie von der PFTS- bzw. RTS-Börse. Die Daten über die Zusammensetzung und Tätigkeit des Aufsichtsrates wurden den Angaben auf den Webseiten, Jahres- und Quartalsberichten bzw. Informationen der staatlichen Aufsichtsorgane entnommen. Zur Beurteilung der Qualität der Corporate-Governance-Praktiken hinsichtlich der Transparenz und Offenlegung wurde ein Transparenz- und Offenlegungs-Index (kurz TOI) entwickelt, der 130 für beide Jahrgänge für russische und ukrainische Unternehmen identische Kriterien enthält und auf der Werteskala von 0 bis 100 normiert ist. Die gewählten Kriterien stellen international anerkannte Corporate-Governance-Aspekte dar, deren Offenlegung dazu dient, Informationsasymmetrien zwischen verschiedenen Interessengruppen in Unternehmen potenziell abzubauen und

insbesondere die Kontrollkosten der (Eigen-)Kapitalgeber zu senken. Die einzelnen Kriterien werden thematisch den sechs folgenden Kriterienblöcken zugeordnet:

1. Informationen über die strategische Positionierung und über die Unternehmensentwicklung der OAG,
2. Informationen über die Aktien und über die Eigentümerstruktur der OAG,
3. Informationen über die Führungs- und Überwachungsorgane der OAG,
4. Informationen über die Unternehmensverordnungen, über die Rechnungslegung und Abschlussprüfung der OAG,
5. Explizite Informationen über den Implementierungsstand der „Corporate Governance“ in der OAG,
6. Darstellung der Informationen auf der unternehmenseigenen Webseite der OAG.

Die Untersuchung erfolgt aus der Perspektive eines internationalen Investors bzw. potenziellen Investors. Somit kommt neben dem Vorhandensein der Informationen in der jeweiligen Landessprache auch den in englischer Sprache verfügbaren Informationen große Bedeutung zu.

Die Ergebnisse der Studie zeigen einen beträchtlichen Unterschied in der Güte der Offenlegungspraktiken zwischen den führenden börsennotierten russischen und ukrainischen OAGs. Während der TOI-Mittelwert  $\pm$  Standardabweichung der russischen OAGs für 2007 rund  $73 \pm 6,00$  respektive für 2008 rund  $75 \pm 5,76$  beträgt, belaufen sich die durchschnittlichen TOI-Indexwerte der ukrainischen OAGs für 2007 lediglich auf  $29 \pm 13,51$  und für 2008 auf  $32 \pm 15,81$ . Die Streuung der Indexwerte ist bei den ukrainischen OAGs mehr als doppelt so hoch im Vergleich zu russischen, was auf deutlichere Unterschiede bezüglich der Offenlegungspolitik der Unternehmen in der Ukraine hinweist. Es ist sowohl in der Ukraine als auch in Russland eine Verbesserung der Qualität der Corporate-Governance-Praktiken im Vergleich von 2007 zu 2008 zu verzeichnen. Diese Beobachtungen zeigen sich auch auf der Ebene der einzelnen Kriterienblöcke in den beiden Ländern. Ferner weist in der Ukraine der Branchenbereich Dienstleistungen und Handel hoch signifikante Unterschiede zu den übrigen Branchenbereichen in beiden Untersuchungsjahren auf ( $p \leq 0,009$ ) und scheint eine Vorreiterrolle bei der Etablierung von guten Offenlegungspraktiken anzunehmen. Für Russland dagegen wurde kein signifikanter Unterschied in den TOI-Werten zwischen den Branchen festgestellt. Zusammenfassend lässt sich ableiten: Während von den führenden russischen OAGs die von den OECD empfohlenen und in der kontinentaleuropäischen Praxis

als Standard geltenden Transparenz- und Offenlegungsgrundsätze weitgehend übernommen wurden, wird in den führenden ukrainischen OAGs mit der Darstellung der für die Aktionäre und potenzielle Investoren relevanten Informationen auf unternehmenseigenen Webseiten sehr restriktiv umgegangen.

Worauf ist das zurückzuführen? Zum einen könnte dies durch das Fehlen der gesetzlichen Regulierung zur Veröffentlichung der Informationen auf den unternehmenseigenen Webseiten erklärt werden. Zumal die Pflicht zur Einrichtung einer Webseite für eine Publikumsgesellschaft entsprechend dem neuen Aktiengesetz erst seit dem 30.04.2009 (für neu gegründete Gesellschaften) bzw. seit dem 30.04.2011 (für bereits existierende Gesellschaften) besteht. Zum anderen sind die meisten ukrainischen OAGs lediglich auf nationalen Börsen mit schwachen Anforderungen zur Corporate-Governance-Einhaltung notiert und haben häufig keine ausreichenden Anreize, die guten Offenlegungspraktiken zu etablieren, z. T. sogar gute Gründe, Informationen zurückzuhalten. Die Gründe hierfür können u. a. folgende sein: Der Aufwand der Bereitstellung, unerwünschte Aufdeckung der tatsächlichen Unternehmenseigentümer, Gefahren einer feindlichen Übernahme, Möglichkeit des Erkennens von Fehlinformationen, die Verwendung der Information durch die Wettbewerber sowie eine mögliche Verschlechterung des Unternehmensimages. Des Weiteren werden sogar die gesetzlich vorgeschriebenen Informationen in der Regel nicht dem interessierten Publikum, sondern lediglich den staatlichen und aufsichtsrechtlichen Stellen zur Verfügung gestellt.

Im Rahmen der empirischen Analyse wurde u. a. regressionstheoretisch geprüft, von welchen Einflussfaktoren die Güte der Transparenz und Offenlegung der OAGs abhängt. Als potentielle Determinanten zur Erklärung der Unterschiede in den TOI-Werten wurden die in der Literatur in vergleichbaren Studien genutzten Corporate-Governance-Mechanismen wie die Zusammensetzung und Tätigkeit des Aufsichtsrates, der Aktienbesitz von Vorstand und Aufsichtsrat sowie Kontrollvariablen wie Unternehmensgröße, Eigentümerstruktur, finanzielle Ergebnisse des Unternehmens und Branchenzugehörigkeit herangezogen (Tabelle 1).

Aus den Regressionsmodellen in der Tabelle 1 lässt sich erkennen, dass die TOI-Werte in den beiden Ländern und in den beiden Jahrgängen hochsignifikant positiv mit den Werten des Quotienten von Tobin (Tobin's Q) verbunden sind (5%- bzw. 1%-Signifikanzniveau). Die Größe des Unternehmens zeigt in den beiden Ländern einen positiven Zusammenhang mit dem TOI auf. Während in Russland die Anzahl der Aufsichtsrat-Ausschüsse und -Sitzungen durchgehend einen positiven hochsignifikanten Zusammenhang mit der Güte der Offenlegungspraxis der Unternehmen aufweisen, deuten sie in der Ukraine zwar auf einen positiven,

jedoch eher schwach signifikanten Einfluss hin (mit der Ausnahme der AR-Ausschüsse in 2008). Die nur für die ukrainischen Unternehmen in die Regressionsmodelle aufgenommenen Faktoren, Auszahlung der Dividende und Beauftragung der weltweit führenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zeigen in den beiden Jahren positive signifikante Zusammenhänge mit den TOI-Werten.

	Transparenz- und Offenlegungs-Index (TOI) Abhängige Variable			
	Ukrainische Unternehmen		Russische Unternehmen	
	2007	2008	2007	2008
Konstante	14,308 (p=0,413)	8,209 (p=0,634)	28,534*** (p=0,001)	32,785*** (p = 0,001)
Tobin's Q (Verhältnis des Marktwerts zum Buchwert der OAG)	7,652** (p=0,027)	6,506*** (p=0,003)	3,689*** (p < 0,001)	4,211*** (p < 0,001)
FKI (Fremdkapitalintensität)	-0,015 (p=0,107)	-0,017 (p=0,102)	-0,000 (p = 0,904)	0,003 (p = 0,550)
ARVStock (Kumulierter Aktienbesitz der AR- und VO-Mitglieder als Prozentsatz des gesamten Eigenkapitals)	0,049 (p=0,671)	0,133 (p=0,346)	0,008 (p = 0,827)	0,020 (p = 0,559)
ARsize (Anzahl der AR-Mitglieder der OAG)	0,016 (p=0,988)	0,059 (p=0,944)	0,145 (p = 0,746)	0,217 (p = 0,626)
ARAÜ (Anzahl der AR-Ausschüsse der OAG)	1,594 (p=0,329)	4,132** (p=0,011)	1,496** (p = 0,023)	0,978** (p = 0,050)
ARmeeting (Anzahl der im letztvergangenen Jahr stattgefundenen AR-Sitzungen)	0,107* (p=0,066)	0,150* (p=0,082)	0,223*** (p = 0,002)	0,188** (p = 0,025)
AROutsider (Anteil unabhängiger AR-Mitglieder) <sup>a</sup>			0,944 (p = 0,820)	0,118 (p = 0,976)
Div (Auszahlung der Dividende auf Stammaktien aus den Gewinnen des letztvergangenen Jahres: ja =1; nein = 0) <sup>b</sup>	7,563** (p=0,047)	6,328* (p=0,076)		
Audit (Die mit der Abschlussprüfung beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft: "big four" =1, sonst = 0) <sup>b</sup>	7,713** (p=0,027)	9,117** (p=0,040)		
LnAssets (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme)	0,688 (p=0,548)	2,037* (p=0,081)	1,522** (p = 0,042)	1,432** (p = 0,048)
Blockhold (Aktienanteil im Besitz des größten Aktionärs)	0,053 (p=0,507)	0,026 (p=0,734)	0,056 (p = 0,138)	0,095** (p = 0,035)
Stown (Aktienanteil im Besitz des Staates)	0,001 (p=0,976)	0,018 (p=0,729)	0,011 (p = 0,730)	0,013 (p = 0,719)
Branche (Zugehörigkeit zum Branchensektor 1-3): 1 - Dienstleistungen und Handel; 2 - Industrie; 3 - Metallurgie, Bergbau, Öl und Gas	-8,405*** (p=0,010)	-13,033*** (p<0,001)	-0,188 (p = 0,875)	-1,224 (p = 0,275)
Stichprobenumfang (n)	32	34	34	34
Korrigiertes R <sup>2</sup>	0,726	0,756	0,705	0,688
F-Statistik	7,858*** (p<0,001)	9,527*** (p<0,001)	8,183*** (p < 0,001)	7,604*** (p < 0,001)
Max. VIF (Kollinearitätsfaktor) im Modell	2,91	2,26	3,002	3,005

\* / \*\* / \*\*\* weisen auf statistische Signifikanz auf dem 10% - / 5% - / 1% - Signifikanzniveau auf.

AR: Aufsichtsrat; VO: Vorstand

<sup>a</sup>: nur im Modell für Russland vorhanden

<sup>b</sup>: nur im Modell für die Ukraine vorhanden

Tabelle 1: Regressionsmodelle für TOI-Index

In einem weiteren Regressionsansatz wurden die Beziehungen zwischen der Unternehmensbewertung (gemessen an Tobin's Q, der Börsen- und Buchwerte miteinander in Beziehung

setzt) und TOI-Werten für ukrainische und russische OAGs untersucht. Die wichtigsten Ergebnisse hierzu sind der Tabelle 2 zu entnehmen.

	Tobin's Q Abhängige Variable			
	Ukrainische Unternehmen		Russische Unternehmen	
	2007	2008	2007	2008
Konstante	1,980 (p=0,137)	3,634 (p=0,098)	-2,328 (p = 0,216)	-2,207 (p = 0,170)
TOI (Transparenz- und Offenlegungs-Index)	0,021* (p=0,056)	0,037** (p=0,022)	0,149*** (p < 0,001)	0,109*** (p < 0,001)
FKI (Fremdkapitalintensität)	-0,003 (p=0,209)	-0,001 (p=0,604)	0,000 (p = 0,679)	-0,001 (p = 0,334)
ARVostock (Kumulierter Aktienbesitz der AR- und VO-Mitglieder als Prozentsatz des gesamten Eigenkapitals)	0,012* (p=0,081)	0,001 (p=0,961)	0,001 (p = 0,896)	0,001 (p = 0,913)
ARsize (Anzahl der AR-Mitglieder der OAG)	0,070 (p=0,236)	0,049 (p=0,484)	0,122 (p = 0,170)	0,139* (p = 0,062)
ARAÜ (Anzahl der AR-Ausschüsse der OAG)	-0,205** (p=0,017)	-0,249* (p=0,079)	-0,285** (p = 0,028)	-0,068 (p = 0,382)
ARmeeting (Anzahl der im letztvergangenen Jahr stattgefundenen AR-Sitzungen)	-0,003 (p=0,349)	-0,009 (p=0,209)	-0,037*** (p = 0,008)	-0,033*** (p = 0,008)
AROutsider (Anteil unabhängiger AR-Mitglieder) <sup>a</sup>			0,837 (p = 0,292)	0,830 (p = 0,162)
Div (Auszahlung der Dividende auf Stammaktien aus den Gewinnen des letztvergangenen Jahres: ja = 1; nein = 0) <sup>b</sup>	-0,207 (p=0,347)	-0,480 (p=0,123)		
LnAssets (natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme)	-0,175** (p=0,021)	-0,271** (p=0,033)	-0,443*** (p = 0,002)	-0,356*** (p = 0,001)
Blockhold (Aktienanteil im Besitz des größten Aktionärs)	0,004 (p=0,394)	0,001 (p=0,967)	-0,008 (p = 0,275)	-0,014** (p = 0,042)
Stown (Aktienanteil im Besitz des Staates)	0,002 (p=0,512)	0,010* (p=0,081)	-0,003 (p = 0,641)	-0,001 (p = 0,901)
RoE (Return on Equity, Eigenkapitalrentabilität)	0,027*** (p=0,007)	0,080** (p=0,012)	0,018** (p = 0,035)	0,020*** (p = 0,004)
Branche (Zugehörigkeit zum Branchensektor 1-3): 1 - Dienstleistungen und Handel; 2 - Industrie; 3 - Metallurgie, Bergbau, Öl und Gas	0,239 (p=0,192)	0,380 (p=0,267)	0,241 (p = 0,301)	0,447** (p = 0,011)
Stichprobenumfang (n)	32	34	34	34
Korrigiertes R <sup>2</sup>	0,610	0,537	0,711	0,739
F-Statistik	5,033*** (p=0,001)	4,184*** (p=0,002)	7,762*** (p<0,001)	8,780*** (p < 0,001)
Max. VIF (Kollinearitätsfaktor) im Modell	3,921	4,437	3,16	3,092

\* / \*\* / \*\*\* weisen auf statistische Signifikanz auf dem 10%- / 5%- / 1%-Signifikanzniveau auf.

AR: Aufsichtsrat; VO: Vorstand

<sup>a</sup>: nur im Modell für Russland vorhanden

<sup>b</sup>: nur im Modell für die Ukraine vorhanden

Tabelle 2: Regressionsmodell für Tobin's Q

Grundsätzlich sollten die Einhaltung einer guten Corporate Governance und als Kernelement davon eine möglichst hohe Transparenz und Überschaubarkeit des Unternehmensgeschehens die Attraktivität von Unternehmen für die Eigen- und Fremdkapitalgeber vergrößern und somit zu geringeren Finanzierungskosten, höheren Gewinnen und vor allem zu einer höheren Marktbewertung führen. Die Ergebnisse dieser Studie bestätigen nur teilweise diese Argumentation, so scheint ein höherer Bedarf an Fremdkapital nicht unbedingt mit einer besseren Informations- und Offenlegungspolitik verbunden. Das gilt sowohl für russische als auch für

ukrainische OAGs für beide Jahrgänge. Bei der Einbeziehung sowohl der Corporate-Governance-Mechanismen als auch der Kontrollvariablen sowie der Ergebnisse der operativen Unternehmenstätigkeit bleibt der positive Zusammenhang zwischen einer guten Ausprägung der TOI-Werte und des Tobin's Q als Erfolgsvariable signifikant. Ihre Relevanz ist bei russischen OAGs deutlich größer als bei den ukrainischen.

Transparenz und Offenlegung sind nun nicht nur potentielle Steuerungsgrößen für auf externe Finanzierungsquellen bauende Unternehmen, sondern haben eine gesellschaftliche Funktion. Sie sind Voraussetzung für eine Weiterentwicklung des Bank- und Börsenwesens, für eine Beteiligung breiterer Bevölkerungsschichten an der Vermögensbildung, Voraussetzung für Anlagemöglichkeiten von Pensionsfonds für kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme, etc. In der weiteren Analyse wird es daher eine Aufgabe sein, anhand der zeitlichen Entwicklung und anhand der zwischen Ländern bestehenden Unterschiede der Frage nachzugehen, welche Mechanismen und Regulierungen zu einer Verbesserung von Transparenz und Offenlegung beitragen können.