

REPORT

Das I.M.U. ist ein Institut
der Hans-Böckler-Stiftung

Mitbestimmungsreport Nr. 86, 01.2026

AKTIONÄRSINTERESSEN UND BESCHÄFTIGTENINTERESSEN

Dividendenpolitik, Mitbestimmung und stabile Beschäftigung

Robert Scholz

AUF EINEN BLICK

- Um die aktuelle sozialökologische Transformation zu bewältigen, sind Unternehmen auf finanzielle Mittel angewiesen. Daher ist ihre Attraktivität am Kapitalmarkt sehr wichtig, denn von dort kommt ein Teil dieser Mittel.
- Stark mitbestimmte Unternehmen zeichnen sich durch ihre etablierte Marktposition und ihre wirtschaftliche Substanz aus. Aus Kapitalmarktsicht sind sie damit eher dem Substanztyp zuzuordnen als dem Wachstumstyp.
- Einige Studien zeigen, dass Unternehmen mit Arbeitnehmer*innenvertretung im Aufsichtsrat an der Börse niedriger bewertet werden als Unternehmen ohne Mitbestimmung. Das ist allerdings nur eine Seite des Aktionärswerts (Shareholder-Value). Blickt man hingegen auf die Dividendenzahlungen dieser Unternehmen, tritt zutage, dass die Mitbestimmung die Interessen der Anteilseigner*innen nicht einschränkt.
- Im Aufsichtsrat mitbestimmte Unternehmen gewährleisten regelmäßige und weniger schwankende Dividendenzahlungen im Vergleich zu nicht mitbestimmten Unternehmen. Das ist entscheidend für langfristige Anteilseigner*innen, die auf planbare und verlässliche Erträge setzen.
- Mitbestimmung und hohe Gewinne fördern die Beschäftigungsstabilität, wobei die Rolle der Mitbestimmung schwerer wiegt. Damit sind sowohl die Anteilseigner*inneninteressen (Dividenden) als auch die Beschäftigteninteressen (Kontinuität) stärker gewahrt als bei Unternehmen ohne oder mit schwach verankerter Mitbestimmung. Langfristig orientierte Anteilseigner*innen profitieren damit auch von einer stabilen Beschäftigungsentwicklung; umgekehrt schränkt die Kontinuität der Dividenden nicht die der Beschäftigung ein.

INHALT

1	Einleitung	3
2	Typisierung von Unternehmen und Anteilseigner*innen	3
2.1	Substanz- versus Wachstumsunternehmen	4
2.2	Kurzfristige und langfristige Anlagestrategien	6
3	Dividendenpolitik und Mitbestimmung	8
4	Datensatz	9
5	Methodik	10
6	Deskriptive Ergebnisse	11
6.1	Investmenttyp und Mitbestimmung	11
6.2	Dividendenkontinuität und Mitbestimmung	11
6.3	Dividendenrendite und Mitbestimmung	13
6.4	Zwischenfazit	14
7	Einflüsse auf die Beschäftigungsstabilität	14
7.1	Stabile Dividenden und stabile Beschäftigung	14
7.2	Mitbestimmung und stabile Beschäftigung	15
8	Zusammenfassung	18
	Anhang	19
	Glossar	26
	Literatur	27

AUTOR

Dr. Robert Scholz

Referatsleitung Research im I.M.U.

robert-scholz@boeckler.de

1 EINLEITUNG

Multiple Krisen stellen derzeit viele Branchen vor massive Herausforderungen. Erst brachen Umsätze und damit Gewinne infolge der Covid-19-Pandemie stark ein, danach stiegen mit dem Ukrainekrieg die Energiepreise. Gleichzeitig erfordert der Klimawandel ein Umdenken: Wirtschaftsstrukturen müssen so umgestaltet werden, dass sie weniger klimaschädlich sind und langfristig nachhaltig werden. Und nicht zuletzt sorgen geopolitische Spannungen und drohende Handelskonflikte für Verunsicherung.

Unternehmen müssen auf Verschiebungen in der Kostenstruktur reagieren, sie müssen ihr Engagement in regionalen Märkten justieren, ihre grenzüberschreitenden Produktions- und Servicenetzwerke rekonfigurieren, neue Technologien implementieren oder sich ganz von bisherigen Produkten, Verfahren oder Methoden verabschieden. Insgesamt sind sie mit umfassenden Transformationsprozessen in verschiedenen Bereichen konfrontiert.

Auch den **Anteilseigner*innen** ist wichtig, dass die Unternehmen unter stabilen Bedingungen wirtschaftlich erfolgreich sind, damit die Erträge gesichert sind, die sie aus ihren Beteiligungen erzielen wollen (sofern sie langfristig investieren). Und für die Beschäftigten ist mit einer stabilen ökonomischen Entwicklung des Unternehmens vor allem die Sicherheit von Arbeitsplätzen und Standorten verbunden und erstrebenswert.

Somit gibt es einige Überschneidungen bei den Interessen der **Anteilseigner*innen** und Arbeitnehmer*innen. Eine stabile wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens sichert monetäre Erträge und zugleich Arbeitsplätze und Einkommen. Trotz der grundlegenden Gemeinsamkeiten haben Eigentümer*innen und Arbeitskräfte bei den Strategien oder den einzusetzenden Mitteln nicht immer die gleichen Ziele: Sie müssen diese aushandeln (Garel/Petit-Romec 2021, S. 37).

Der vorliegende Report untersucht, wie das langfristige **Anteilseigner*innen**interesse mit der Mitbestimmung im Aufsichtsrat zusammenhängt. Dabei liegen fünf Fragen zugrunde:

- 1 Werden mitbestimmte Unternehmen aus Kapitalmarktsicht anders kategorisiert als nicht mitbestimmte Unternehmen?
- 2 Steht Mitbestimmung der Stabilität von Dividendenzahlungen entgegen?
- 3 Gibt es Unterschiede bei der Höhe der **Dividendenrendite** zwischen Unternehmen mit unterschiedlichen Mitbestimmungsniveaus?
- 4 Gibt es einen Zusammenhang zwischen einer stabilen Beschäftigungsentwicklung und stabilen Dividendenzahlungen?
- 5 Sichert Mitbestimmung die Beschäftigungsstabilität oder gibt es dafür andere Faktoren?

Um diesen Fragen nachzugehen, stellt **Kapitel 2** zunächst Typisierungen von Unternehmen und **Anteilseigner*innen** vor. **Kapitel 3** setzt die **Dividendenpolitik** in Relation zur Mitbestimmung. **Kapitel 4** gibt Einblicke

in den Aufbau des Datensatzes und **Kapitel 5** schildert das methodische Vorgehen. **Kapitel 6** stellt dann einige deskriptive Ergebnisse vor, die in **Kapitel 7** aufgegriffen und mit einer Regressionsanalyse ausdifferenziert werden. **Kapitel 8** fasst die Ergebnisse zusammen.

2 TYPISIERUNG VON UNTERNEHMEN UND ANTEILSEIGNER*INNEN

Auf den Aktienmärkten agieren unterschiedliche Arten von **Anteilseigner*innen**, die ihre Mittel aus verschiedenen Quellen beziehen (Graham 2006). Rentenfonds etwa verwalten die Gelder von Einzahler*innen für die Altersvorsorge. Investmentbanken versuchen, Erträge durch gezieltes Timing aus Kursbewegungen zu erzielen. Es gibt vermögende Personen, die vergleichsweise große Aktienpakete besitzen, sowie zahlreiche Kleinanleger*innen, die nur relativ geringe Beträge anlegen. Je nach investiertem Anteil können **Anteilseigner*innen** Einfluss auf Entscheidungen des Unternehmens nehmen. Da der Aktienhandel grenzüberschreitend stattfindet, ist es auch möglich, dass deutsche Staatsangehörige Aktien amerikanischer, japanischer oder chinesischer Unternehmen kaufen und viele börsennotierte deutsche Unternehmen einen beträchtlichen Anteil an **Anteilseigner*innen** aus dem Ausland (Sommer 2024) haben. Kurz gesagt: Der Aktienhandel ist ein globales Phänomen des Kapitalismus.

Neben der Art und Anzahl der Akteur*innen spielt auch das Verhalten oder die Strategie der Aktionär*innen eine wichtige Rolle (exemplarisch zusammengestellt nach Bessler/Vendrasco 2023, Graham 2006, Jacobs 1999, Schwager 2012, Useem 1996, Zweig 1997, Zwölfer/Lenk 2023):

- Sind für sie nur die größten und umsatzstärksten Unternehmen relevant oder gerade die kleinen?
- Sollen die Unternehmen eher wachstumsorientiert sein oder mit einer eher defensiven Strategie das Risiko der Anlage begrenzen?
- Sollen alle Gewinne reinvestiert oder die **Dividenden** ausgeschüttet werden?
- Spielen für die Investitionen auch Nachhaltigkeitsaspekte eine Rolle (ESG)?
- Sollen bestimmte Branchen gemieden oder stark bevorzugt werden?
- Möchten die **Anteilseigner*innen** langfristige konjunkturelle oder sektorale Zyklen ausnutzen oder nur saisonale Schwankungen?
- Wollen sie gekaufte Aktien unbegrenzt halten, nur einige Jahre oder Monate, agieren sie im Day-Trading oder gar nur im Sekundenhandel?

Diese Fragen deuten an, dass nicht nur die Akteur*innen sehr unterschiedlich sind, sondern vor allem auch ihre Strategien und Ziele. Abgrenzungen sind mithin schwierig.

Um die betrachteten Unternehmen und ihre Aktien dennoch einschätzen zu können, nutzen professionelle **Anteilseigner*innen** entsprechende Bewertungsmodelle. **Rendite** und **Risiko**, Wertschöpfungsmodelle und Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens werden anhand von Kennzahlen kategorisiert (Mondello 2017). Das macht es (zumindest hinsichtlich der ausgewählten Kriterien) vergleichbar und ermöglicht die Umsetzung der Strategien der **Anteilseigner*innen**. Dann werden mit Filtern beispielsweise genau die Unternehmen identifiziert, die durch ihre geringe Verschuldung etwa dem Ziel einer Rentenversicherung entsprechen, in finanziell besonders stabile Unternehmen zu investieren. Schließlich werden die Renten vielleicht erst in 30 oder 40 Jahren ausbezahlt. Grundsätzlich gibt es aber viele Möglichkeiten, sowohl Unternehmen als auch **Anteilseigner*innen** zu charakterisieren.

In diesem Report geht es erstens um die Unterscheidung der Unternehmen nach Substanz- und Wachstumswerten, da diese vergleichsweise einfache Kategorisierung Anhaltspunkte dafür gibt, wie stark das Unternehmen wachstumsorientiert ist. Daraus können sich Konsequenzen für die Beschäftigung ergeben, wie in **Unterkapitel 2.1** erläutert wird. Zweitens wird differenziert zwischen kurz- und langfristig orientierten **Anteilseigner*innen**. Zieht sich beispielsweise ein*e **Anteilseigner*in** bei Krisen schnell zurück, hat das Konsequenzen für die Arbeitnehmer*innenseite. Hält die **Anteilseigner*in** die Aktien jedoch und hegt moderate Renditeerwartungen, können solche Phasen leichter überbrückt werden. Auch hier gibt es Ansätze für die Arbeitnehmer*innenvertretungen, die in **Unterkapitel 2.2** weiter ausgeführt werden.

2.1 Substanz- versus Wachstumsunternehmen

Üblicherweise werden Unternehmen danach unterschieden, ob sie durch ihre Substanz (Value) oder durch ihr Wachstum (Growth) gekennzeichnet sind (vgl. **Tabelle 1**). Typisch für Substanzwerte sind etablierte Unternehmen mit einer stabilen Marktposition, die vom Kapitalmarkt eher unterbewertet werden (ausgehend von ihrer eigentlichen Wirtschaftskraft). Durch geringe Kursschwankungen und moderate Dividendenausschüttungen gehören ihre Aktien aus Sicht der **Kapitalmarktakteur*innen** eher zu den stabilen langfristigen Investitionen.

Typisch für Wachstumswerte dagegen sind junge Unternehmen, die Aussicht auf ein starkes Wachstum haben, weil sie neue Technologien etablieren, eine Chance auf monopolartige Marktpositionen haben oder ihre Geschäftsmodelle in anderer Weise skalieren können. Aus wirtschaftlichen oder rechtlichen Gründen können diese Geschäftsmodelle riskant sein, deshalb unterliegt ihre Bewertung am Kapitalmarkt größeren Schwankungen als die der Substanzwerte. Zudem gibt es bei ihnen meist keine Dividendenausschüttungen, da sämtliche Gewinne in das weitere Wachstum reinvestiert werden. **Kapitalmarktakteur*innen** sind bei Wachstumswerten eher spekulativ orientiert, das heißt, sie beabsichtigen, in kurzer Zeit von möglichen Wertsteigerungen zu profitieren (mehr dazu in **Unterkapitel 2.2**).

Wie werden Substanz- und Wachstumswerte identifiziert? Dazu werden wirtschaftliche Kennzahlen, **Scoringmodelle** oder andere statistische Verfahren genutzt. Es gibt hier kein einheitliches Verfahren;

Tabelle 1

Ausgewählte Merkmale von Substanz- und Wachstumsaktien

Merkmal	Substanz (Value)	Mischform (Core)	Wachstum (Growth)
Marktposition	eher etablierte Unternehmen mit stabiler Marktposition	Mischform	eher junge Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial
Risiko	eher geringes Risiko, da Unternehmen etabliert sind	Mischform	eher hohes Risiko, wenn sich die Wachstumserwartungen nicht erfüllen
Marktbewertung (z. B. Kurs-Gewinn-Verhältnis)	eher gering (durch begrenztes Wachstum in der Zukunft)	Mischform	eher hoch (durch erwartetes hohes Wachstum in der Zukunft)
Kursvolatilität	eher gering	Mischform	eher hoch
Dividendenpolitik	eher dividendenfokussiert	Mischform	eher Reinvestition der Gewinne, um Wachstum zu finanzieren
Perspektive der Kapitalmarktakteur*innen	eher zum Investieren	Mischform	eher zum Spekulieren

Quelle: eigene Zusammenstellung in Anlehnung an Graham (2006), Morningstar (2014), Zweig (1997)

die verschiedenen Anbieter wie Banken, Fonds und ähnliche kalkulieren ihre eigenen Modelle. Dieser Mitbestimmungsreport verwendet die Zuordnungen von Morningstar, einem Anbieter für Finanzdienstleistungen und -analysen. Der Kalkulation liegt ein komplexes Verfahren zugrunde (Morningstar 2018). Kurz gefasst werden für jedes Unternehmen zwei Kennzahlen berechnet, eine für Substanz (Value) und eine für Wachstum (Growth) (siehe **Tabelle 2**). Für den Substanzwert wiederum werden insgesamt fünf Kennzahlen einbezogen, eine davon ist zukunftsgerichtet (das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis), vier basieren auf der Vergangenheit (Kurs-Buchwert-Verhältnis, Kurs-Umsatz-Verhältnis, Kurs-Cashflow-Verhältnis, **Dividendenrendite**). Auch für den Wachstumswert gibt es fünf Kennzahlen, davon kennzeichnet die zukunftsgerichtete Kennzahl das langfristig erwartete Gewinnwachstum, die vier vergangenheitsbasierten Zahlen bestimmen das historische Gewinnwachstum, das Umsatzwachstum, das Cashflow-Wachstum und das Buchwertwachstum.

Es ist zu erkennen, dass beim Substanzwert viel stärker die Bewertung des Unternehmens betrachtet wird: Wie ist beispielsweise das Verhältnis von Gewinn, Vermögen, Umsatz und Zahlungsmitteln zum Aktienkurs? Für den Wachstumswert dagegen sind die Indikatoren ausnahmslos Wachstumsgrößen. Für ein Unternehmen (beziehungsweise die dazugehörige Aktie) werden jeweils die Substanz- und Wachstumswerte berechnet, wobei bei dieser Bewertung noch Referenzgruppen berücksichtigt werden, sodass sektorale Unterschiede nicht zu Verzerrungen führen (etwa Unternehmen mit niedriger **Marktkapitalisierung** in Europa) (Morningstar 2018). Ist die Differenz zwischen Substanz- und Wachstumswert sehr hoch, sind die Aktien eindeutig einer der beiden Arten zuzuordnen. Sind die errechneten Werte der beiden Kategorien hingegen etwa gleich hoch, werden die Aktien als Mischform (Core) klassifiziert (Morningstar 2014).

Fokus aus Arbeitnehmer*innensicht: Substanz- und Wachstumsunternehmen

Warum ist die Unterscheidung zwischen Substanz- und Wachstumswerten – und ihre in vielen Vergleichskriterien gegensätzliche Positionierung – relevant für die Arbeitnehmer*innenperspektive? Bestehende Arbeiten zum Zusammenhang zwischen **Marktkapitalisierung** und Mitbestimmung kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen (Renaud 2007). Eine Diskussionslinie zeigt, dass die Mitbestimmung den Marktwert der Unternehmen senkt (Eulerich/Fligge/Imdieke 2022, Gorton/Schmid 2004, Petry 2018). Eine Schlussfolgerung könnte sein, dass Mitbestimmung negativ für den **Shareholder-Value**, also den Wert des Unternehmens aus Aktionär*innensicht ist. Für die vorliegende Studie würde das bedeuten, dass mitbestimmte Unternehmen eher Substanzwerte sind (die tendenziell unterbewertet werden). Allerdings kommt eine andere Studie zu dem Ergebnis, dass der Marktwert durch Arbeitnehmer*innenvertretungen im Aufsichtsrat auch gesteigert werden kann. Das

Ausgewählte Merkmale von Substanz- und Wachstumswerten (Value and Growth Stocks)

Substanzkennzahlen und Gewichtungen			Wachstumskennzahlen und Gewichtungen	
Erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis	50,0%	Zukunftsgerichtete Kennzahl	Langfristig erwartetes Gewinnwachstum	50,0%
Kurs-Buchwert-Verhältnis	12,5%	Vergangenheitsbasierte Kennzahlen	Historisches Gewinnwachstum	12,5%
Kurs-Umsatz-Verhältnis	12,5%		Umsatzwachstum	12,5%
Kurs-Cashflow-Verhältnis	12,5%		Cashflow-Wachstum	12,5%
Dividendenrendite	12,5%		Buchwertwachstum	12,5%

Quelle: eigene Darstellung nach Morningstar (2014, S. 2)

I.M.U.

hätte positive Auswirkungen auf den **Shareholder-Value** (Fauver/Fuerst 2006). Und es würde dafür sprechen, dass mitbestimmte Unternehmen eher den Wachstumsunternehmen zuzuordnen sind (die tendenziell überbewertet werden). Es ist zu erkennen, dass sich die Forschung aktuell noch uneinig ist, welche Wirkung die Mitbestimmung auf den Wert des Unternehmens für die Aktionär*innen hat.

In jedem Fall aber zeigt die Einteilung nach Substanz oder Wachstum Aspekte der strategischen Ausrichtung des Unternehmens, die für den Aufsichtsrat relevant sind. Eine starke Wachstumsorientierung ist nicht per se schlecht, sie unterliegt allerdings viel größeren Risiken und Schwankungen, die sich besonders dann als problematisch erweisen, wenn die hohen Wachstumserwartungen nicht erfüllt werden können. Garel und Petit-Romec (2021, S. 37) zeigen, dass Unternehmen mit Arbeitnehmer*innenvertretungen im Aufsichtsrat weniger risikobereit sind als Unternehmen, deren Aufsichtsrat nur aus Vertretungen der **Anteilseigner*innen** besteht. Dieses Ergebnis entspricht der Argumentation der vorliegenden Studie: Gerät die finanzielle Stabilität der Unternehmen durch einen zu starken Wachstumskurs in Gefahr, sind damit auch Arbeitsplätze oder Standorte gefährdet. Ein sehr schneller Auf- oder Abbau von Personal ist mit größeren Herausforderungen verbunden, als dies bei einer moderaten Entwicklung der Fall ist. Hier

könnten Kapazitätsspitzen auch mit den vorhandenen Beschäftigten abgearbeitet oder Schwächephasen ausgeglichen werden. Konkret setzen sich Arbeitnehmer*innenvertretungen beispielsweise bei geplantem Stellenabbau dafür ein, dass Kolleg*innen über Qualifizierungsmaßnahmen in andere Bereiche des Unternehmens versetzt werden, oder sie versuchen, den Beschäftigungsabbau noch durch gezielte Investitionen zu verhindern. Deswegen ist die quantitative Beschäftigungsentwicklung hier gedämpfter. Fehlen die Mitbestimmungsakteur*innen, wird der Abbau schneller realisiert. Die Substanzorientierung verspricht zumindest bei der Beschäftigungsentwicklung eine höhere Kontinuität als die Wachstumsorientierung. Im folgenden **Unterkapitel 2.2** wird die Unterscheidung zwischen Substanz- und Wachstumsorientierung ergänzt durch eine Analyse der Unterschiede zwischen kurz- und langfristigen Anlagestrategien. Dabei bilden sich aus Arbeitnehmer*innensicht ähnliche Konsequenzen ab.

2.2 Kurzfristige und langfristige Anlagestrategien

Im Folgenden wird der Zeithorizont der **Anteilseigner*innen** betrachtet: **Tabelle 3** zeigt Vergleichskriterien für eine Differenzierung zwischen kurz- und langfristigen Anleger*innen. Fundamentale Unterschiede gibt es bereits im grundlegenden Anlageinteresse: Mit einer kurzfristigen Anlagestrategie steht das Spekulieren im Vordergrund, bei langfristigem Anlegen eher das Investieren (Graham 2006, S.18 ff.). Das beeinflusst die Entscheidungen der Anleger*innen. Kurzfristig agierende Akteur*innen nutzen in der Regel sprunghafte Schwankungen (z.B. Zollankündigungen, die für Turbulenzen sorgen), langfristige **Anteilseigner*innen** dagegen orientieren sich an übergeordneten Trends (z.B. der Elektrifizierung der Automobilbranche). Spielt Nachhaltigkeit für die kurzfristig orientierten Finanzmarktakteur*innen eine untergeordnete Rolle, ist sie für langfristig Investierende von größerer Bedeutung, da sie ihre Investments über Jahrzehnte absichern möchten. Der Klimawandel ist eine reale Gefahr für ihre Anlage, darum sichern sie sich mit gezielten Investitionen in Richtung Nachhaltigkeit auch gegen ESG-Risiken ab.

Vergleichbar lässt sich auch die Differenzierung bei den **Dividenden** zusammenfassen: Kurzfristige Spekulant*innen wollen ihre Erträge schnellstmöglich maximieren und favorisieren deshalb Unternehmen mit einer hohen Ausschüttungsquote, die also einen möglichst hohen Anteil des Gewinns als **Dividende** ausschütten. Ihr Ziel ist eine hohe **Dividendenrendite**. Bei langfristig orientierten **Anteilseigner*innen** spielen hingegen eher die Regelmäßigkeit und die Stabilität der Dividendenzahlungen eine Rolle. Denn sie berücksich-

tigen, dass eine geringere Ausschüttungsquote zwar zulasten der **Dividendenrendite** geht, aber zugunsten der Investitionen in die Zukunft. Das sichert die **Dividende** in der Zukunft ab und sorgt zugleich für potenzielle Kurssteigerungen, die zusammen betrachtet den langfristigen Renditeerfolg ausmachen.

Die Tabelle zeigt, wie relevant der Anlagehorizont für **Anteilseigner*innen** ist. Zu beachten ist, dass die Haltdauer der Aktien tendenziell abnimmt. Nach Stout (2012, S.63 ff.) liegt das daran, dass die technologische Entwicklung und Deregulierung den Aktienhandel stark begünstigten, weil Käufe und Verkäufe für Anleger*innen preiswerter wurden und immer schneller vollzogen werden konnten. Selbst große Akteure wie Renten- oder Investmentfonds schichten durch ein aktives Management ihre Portfolios teilweise permanent um. Das hat auch konjunkturelle Gründe, liegt aber oft daran, dass die Vergütung der Fondsmanager*innen an die Performanz der Fondsentwicklung gekoppelt ist, die durch gehebelte Optionen teils zusätzlich überproportional stark von der Aktienmarktkursentwicklung abhängt (Blair 2003, S.62 f.; Useem 1996, S.242 ff.). Das wachsende Tempo auf dem Aktienmarkt zeigt sich auch daran, dass manche Unternehmen ihre **Dividenden** nicht einmal jährlich, sondern quartalsweise oder sogar monatlich ausschütten. Der Zweck ist auch hier, in kürzeren Zyklen Erträge zu erzielen und damit den Aktionärsinteressen entgegenzukommen.

Fokus aus Arbeitnehmer*innensicht: Kurz- und langfristige Anlagestrategien

Aus obiger Gegenüberstellung lässt sich schließen, dass aus der Perspektive der Arbeitnehmer*innen für die Entwicklung des Unternehmens langfristige **Anteilseigner*innen** vorteilhafter sind als kurzfristige Spekulant*innen. Denn wie dargelegt, ist es in einer langfristigen Perspektive leichter möglich, konjunkturelle Schwächephasen zu überbrücken. Vitols (2011, S.30) unterstreicht deshalb die Wichtigkeit des „geduldigen Kapitals“. Die Renditeerwartungen sind moderater und eröffnen so größere strategische Handlungsspielräume. Hinzu kommt, dass in mitbestimmten Unternehmen ein stärkerer Fokus auf Nachhaltigkeit gelegt wird – eine zentrale Voraussetzung zur Gestaltung von guten Arbeitsbedingungen (Scholz 2023). Operativ hilfreich kann hier etwa das Reporting von nichtfinanziellen Kennziffern sein, strategisch hilfreich das Investieren in nachhaltige Technologien (Scholz 2021, Scholz/Vitols 2019). Garel und Petit-Romec (2021, S.42) weisen nach, dass langfristig orientierte **Anteilseigner*innen** ein starker Treiber für beschäftigtenbezogene CSR-Maßnahmen sind, was aus Arbeitnehmer*innensicht positiv zu bewerten ist. Insofern passen die Strategien langfristiger **Anteilseigner*innen** insgesamt gut zu den Zielen der Arbeitnehmervertretungen.

Gegenüberstellung kurz- und langfristiger Anlagestrategien

	Kurzfristige Anlagestrategie	Langfristige Anlagestrategie	
Zielsetzung	– Gewinn durch Trading (Spekulation)	– Kapitalwachstum über lange Zeit (Investition)	Grundlegende strategische Ausrichtung und Zeithorizont
Liquidität	– benötigen oft schnelle Umwandlung in Bargeld	– Bereitschaft, Kapital über lange Zeiträume zu binden	
Anlagehorizont	– Sekunden bis Monate	– Jahre bis Jahrzehnte	
Risikobereitschaft	– eher hoch durch hohe Renditeerwartung	– eher gering durch Sicherheitsorientierung	
Analysestrategie	– technische Analyse (z. B. Charts)	– Fundamentalanalyse (z. B. Unternehmensstrategien)	Entscheidungsverhalten
Informationsbeschaffung	– Nutzung kurzfristiger Markt- und Unternehmensnachrichten	– Analyse langfristiger konjunktureller Trends und Geschäftsmodelle	
Reaktion auf Nachrichten und Verhalten	– sofortige Reaktionen – eher emotionale Entscheidungen (Angst, etwas zu verpassen, Panikverkäufe)	– abwarten und nicht überreagieren – möglichst rationales und diszipliniertes Verhalten (daten- und modellgestützte Bewertungen und Käufe)	
Transaktionshäufigkeit	– sehr hoch (Trades)	– sehr niedrig (Buy-and-hold)	Transaktionen, Verwaltung und Steuern
Verwaltungsaufwand	– hoch, da aktives Management	– gering, da passives Management	
Steuerliche Aspekte	– sehr bedeutsam durch höhere Zahl an Transaktionen und mögliche Gewinnsteuern	– weniger bedeutsam, da Steuern Teil einer langfristigen Strategie sind – Nutzung von niedrigeren Steuersätzen auf langfristige Gewinne, ggf. durch Teilverkäufe	
Einfluss auf Unternehmenspolitik und Risikomanagement	– kurzfristige Unternehmenspolitik im Fokus – kaum in langfristige strategische Überlegungen des Unternehmens involviert – eher geringe Berücksichtigung von Umweltrisiken	– langfristige Unternehmensstrategien und -werte im Fokus – je nach Anteilsbesitz auch Einflussnahme – eher stärkere Berücksichtigung von Klimawandel und Umweltrisiken	Unternehmenspolitik und Nachhaltigkeit
Nachhaltigkeit/ESG/ Gesellschaft	– eher geringe Berücksichtigung von ESG – eher kein spezieller Fokus auf ökologische/gesellschaftliche Themen – eher keine Förderung nachhaltiger Unternehmenspraktiken	– eher höhere Berücksichtigung von ESG – eher Treiber von Investitionen in nachhaltige Technologien – teils Bestreben, positive soziale und ökologische Auswirkungen bzw. nachhaltige Praktiken zu fördern	
Transparenz und Berichterstattung	– eher geringer Fokus auf transparente Berichterstattung über Nachhaltigkeit – eher Reaktion auf kurzfristige regulatorische Änderungen	– eher hohe Akzeptanz von Transparenz in Bezug auf Nachhaltigkeitsberichterstattung – Implementierung langfristiger regulatorischer Trends	
Dividendenpolitik als Ertragsquelle	– Dividenden als direkte Ertragsquelle	– Dividenden als Teil der Gesamtrendite, auch gespeist durch langfristige Kursgewinne	
Dividendenstabilität	– weniger wichtig – kurzfristige Gewinnerwartungen wichtiger	– sehr wichtig – stabile und wachsende Dividenden im Zeitverlauf relevant	Dividenden
Dividendenrendite	– eher hohe Dividendenrendite, um hohe Erträge zu erzielen	– eher stetige und verlässliche Dividenden	
Wiederanlageverhalten	– gering ausgeprägt – ggf., um auf neue Trades zu setzen	– stark ausgeprägt – Reinvestition der Gewinne	
Reaktionen auf Dividendenänderungen	– reagieren oft stark auf Ankündigungen von Dividendenkürzungen oder -erhöhungen (Überbewertung der Signalwirkung)	– berücksichtigen die Nachhaltigkeit der Dividendenpolitik und das langfristige Wachstum (Signalwirkung für Stabilität und Vertrauen in das Management)	

Quelle: eigene Zusammenstellung in Anlehnung an Bebchuk / Brav / Jiang (2015), Brealey / Myers (1988), Graham (2006), Murphy (2014), Scholz (2023), Schwager (2012), Stout (2012), Useem (1996)

3 DIVIDENDENPOLITIK UND MITBESTIMMUNG

In Unterkapitel 2.1 und Unterkapitel 2.2 wurde die Dividendenpolitik bereits angesprochen. Dividendenpolitik von Unternehmen bedeutet zunächst, dass ein Teil des Gewinns in Form von Auszahlungen an die Aktionär*innen überwiesen wird. Zwar können sie auch anders entlohnt werden, etwa in Form neuer Aktien oder durch Aktienrückkäufe (wodurch der Gewinn pro Aktie steigt und meist auch der Aktienkurs) (Brealey/Myers 1988, S.359). Doch bei fast allen hier betrachteten deutschen Unternehmen wird die Dividende bar ausbezahlt. Dies geschieht meist einmal im Jahr, nachdem auf der Hauptversammlung (dem Gremium der Aktionär*innen) über die Dividendenempfehlung abgestimmt wurde.

Für die Anleger*innen sind die Regelmäßigkeit der Dividendenzahlungen und die Dividendenhöhe wichtig. Wird die ausgezahlte Dividende pro Aktie mit dem aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis gesetzt, ergibt sich daraus die Dividendenrendite. Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass Anteilseigner*innen Unternehmen mit möglichst hohen Renditen bevorzugen, die die Dividenden regelmäßig zahlen. Beides zu gewährleisten, ist jedoch alles andere als trivial. Denn es geht um die Frage, welcher Anteil des Gewinns an die Anteilseigner*innen ausgeschüttet wird und welcher Anteil im Unternehmen verbleibt und Investitionen ermöglicht (Graham 2006, S.489 ff.). Letztlich ergeben beide Anteile zusammen 100 Prozent.

Würden sämtliche Gewinne reinvestiert, bekämen die Aktionär*innen keinen Ertrag für ihre Investition, solange der Aktienkurs nicht steigt. Sie würden sich in der Folge zurückziehen, was die langfristige Kapitalbeschaffung des Unternehmens gefährden könnte. Die Dividendenpolitik hängt aber auch von der übergeordneten Kapitalstruktur des Unternehmens insgesamt ab. Setzt das Unternehmen beispielsweise auf Kredite oder Anleihen statt auf die Ausgabe von Aktien, dann wäre der Shareholder-Value nicht so relevant (Brealey/Myers 1988, S.357). Und würden sämtliche Gewinne ausgeschüttet, könnte nicht mehr investiert werden, was gleichfalls die langfristige Existenz des Unternehmens gefährden könnte.

Arbeitnehmer*innenvertretungen präferieren hohe Investitionsquoten; sie erhalten den Kapitalstock des Unternehmens oder erlauben sogar dessen Ausbau, was ein Bekenntnis zum Standort ist und Arbeitsplatzsicherheit verspricht. Vitols und Scholz (2021) zeigen, dass die Mitbestimmung die Kapitalinvestitionsquote erhöht. Dass die Arbeitnehmer*innenseite sich für Investitionen stark macht, bedeutet allerdings nicht zwangsläufig, dass sie gegen Dividenden ist. Denn wenn alle Investitionen getätigt sind, um das Unternehmen und Arbeitsplätze zukunftsfest zu machen, können verbleibende Gewinne ausgeschüttet werden. Dagegen votieren Arbeitnehmer*innenvertretungen eher selten. Nur umgekehrt ist es problematisch: Wenn zuerst die Aktionär*innen bedient werden und nur noch die verbleibenden Gewinne für Investitionen verwen-

det werden können (Hecker 2024, S.745). Anders als beim „geduldigen Kapital“ können kurzfristig orientierte Anteilseigner*innen sehr problematisch sein, wenn es um die Entscheidung zwischen Ausschütten oder Investieren geht (Vitols 2011, S.34).

Auch in diesem Punkt bietet die bisherige Forschung – ähnlich wie bei der Marktkapitalisierung – ein ambivalentes Bild. Fauver und Fuerst (2006, S.686) zeigen, dass mitbestimmte Unternehmen mit höherer Wahrscheinlichkeit Dividenden auszahlen. Eulerich, Fligge und Imdieke (2022, S.38) hingegen sehen einen bremsenden Effekt der Mitbestimmung auf die Dividendenzahlungen. Auch nach Hörisch (2009, S.168) besteht ein negativer Zusammenhang zwischen der Stärke der Unternehmensmitbestimmung und dem Gewinnanteil, der als Dividende ausgeschüttet wird. Haw et al. (2018) analysieren die Daten von 39 Ländern (inkl. Deutschland) und zeigen, dass mit steigender gesetzlich legitimer Arbeitnehmerschaft die Dividendenzahlungen reduziert werden. All diese Ergebnisse werden damit begründet, dass Arbeitnehmer*innenvertretungen ein Interesse daran haben, möglichst viel Geld im Unternehmen zu belassen, um es für höhere Löhne, den Kündigungsschutz, die Verbesserung von Arbeitsbedingungen, die operative finanzielle Flexibilität oder mittel- und langfristige Investitionen zu verwenden.

Diese Argumente sind nachvollziehbar. Allerdings ist fraglich, ob die Höhe oder Quote der Ausschüttungen allein aussagekräftig sind. Denn auch aus Sicht der Aktionäre sollte die Dividendenhöhe kein alleiniges Kaufargument für eine Aktie sein, wie Zweig (1997, S.262) meint: „high but not ultrahigh“ sollte sie sein. Eine sehr hohe Dividendenrendite wird in der Regel sogar als Warnsignal betrachtet: Sie könnte möglicherweise nur deshalb so hoch ausfallen, weil durch einen pessimistischen Ausblick der Aktienkurs bereits sehr stark gefallen ist.

Wichtig für die Beurteilung sind eine längerfristige Perspektive und eine pfadabhängige Betrachtung der Dividendenpolitik des Unternehmens. Hinzu kommt, dass die Anpassung der Dividendenhöhe oftmals wichtiger ist als die absolute Höhe, wie Brealey und Myers (1988, S.360) an einem Beispiel ausführen: Eine Erhöhung von 2,00 auf 4,00 Euro ist eine schwerwiegendere Entscheidung als von 2,00 auf 2,20 Euro oder keine Erhöhung. Manager*innen bevorzugen ihrer Ansicht nach sanfter („smooth“) Dividenden erhöhungen, da Absenkungen von Dividenden fast immer zu fallenden Aktienkursen führen, was dann gegebenenfalls zulasten ihrer Vergütung geht.

Es zeigt sich, dass die Dividendenpolitik nicht allein aus der Dividendenhöhe oder -rendite beruht, sondern umfassender eingebettet ist: Die Ziele und Anreize des Managements sind wichtig, die Eigentümer*innenstruktur, die bisherige Dividendenentwicklung, die Branche oder die Wettbewerbsintensität. Auch steuerliche Aspekte spielen eine große Rolle; dieser Punkt soll hier aber nicht vertieft werden (Brealey/Myers 1988, S.358).

Methodische Herausforderungen für alle Arbeiten, die den Zusammenhang zwischen Mitbestimmung

und **Dividendenpolitik** untersuchen, sind etwa die Struktur der Daten (einjährig oder mehrjährig), die Zugehörigkeit zu bestimmten Börsenindizes oder Branchenunterschiede. Der vorliegende Report ergänzt bestehende Studien in mehreren Punkten. Erstens wird mit dem Mitbestimmungsindex (MB-ix) ein differenziertes Maß zur Messung der Mitbestimmung verwendet. Zweitens wird mit einer festen Gruppe von Unternehmen gearbeitet, deren Daten für alle Jahre des Untersuchungszeitraums vollständig verfügbar sind („balanced panel“). Damit sind Veränderungen innerhalb des Samples beobachtbar, ohne dass sich das Sample selbst ändert. Die Anwendung von multivariaten Paneldaten-Modellen ist mit den MB-ix-Daten problematisch, weil der MB-ix über die Zeit relativ stabil bleibt (Scholz/Vitols 2021). Daher kommt mit kalkulierten **Variationskoeffizienten** über die Zeit eine etwas andere Methode zum Einsatz, die in **Kapitel 5** erläutert wird.

Insgesamt zielt die vorliegende Analyse darauf ab, eine längerfristige Perspektive einzunehmen, die wie beschrieben aus Arbeitnehmer*innensicht Vorteile gegenüber der Kurzfristspektive bietet. Damit soll die Kontinuität der **Dividendenpolitik** und auch die langfristige Unternehmensentwicklung mit der damit verbundenen strategischen Ausrichtung in den Vordergrund gestellt werden.

Bevor die Methodik der Untersuchung genauer erläutert wird, gibt das folgende **Kapitel 4** einen Überblick zu den verwendeten Daten.

4 DATENSATZ

Der Börsenindex CDAX („Composite DAX“) umfasst alle deutschen Aktien im regulierten Markt der Frankfurter Börse und dient als Ausgangspunkt für die Untersuchung. Alle CDAX-Unternehmen erfüllen durch ihr Listing bestimmte Transparenzanforderungen. Von 2014 bis 2023 waren dort 259 Unternehmen durchgängig notiert („balanced panel“). 38 Fälle wurden aufgrund fehlender Werte und Ausreißer (etwa Sonderdividenden, reine Beteiligungsholdings ohne Beschäftigte etc.) ausgeschlossen, somit verblieben 221 CDAX-Unternehmen. Um die Untersuchung repräsentativer zu gestalten, wurden weitere Firmen integriert: 4 Unternehmen, die mindestens in einem Jahr im CDAX gelistet waren, 3 Unternehmen, die durch ihren Sitz im Ausland zwar nicht im CDAX, aber in einem der Leitindizes DAX, MDAX oder SDAX vertreten sind, sowie 3 Unternehmen, die im Freiverkehr oder an regionalen Börsen notiert und paritätisch mitbestimmt sind. Insgesamt wurden daher 231 Unternehmen untersucht, deren Daten im Zeitraum von 2014 bis 2023 als vollständiges Panel vorliegen (was 2.310 Unternehmensjahren entspricht). Diese 231 Unternehmen haben zusammen im Durchschnitt der betrachteten zehn Jahre 5,4 Millionen Beschäftigte weltweit, davon 2,2 Millionen in Deutschland.

Tabelle 4 gibt einen Überblick über die einbezogenen Variablen. Der Grad der Mitbestimmung wird gemessen mit dem MB-ix, der zusammen mit den

Tabelle 4

Die einbezogenen Variablen

Variable	Wert	Indikator	Zeitraum	Quelle
MB-ix	Durchschnitt	Mitbestimmung	2014–2023	Geschäftsberichte
Beschäftigte weltweit	Durchschnitt	Beschäftigungsentwicklung	2014–2023	Geschäftsberichte
Gewinn pro Aktie	Durchschnitt	Gewinn	2014–2023	Onvista/Factset
Gesamtkapitalrendite	Durchschnitt	Rentabilität	2014–2023	Onvista/Factset
Dividendenrendite	Durchschnitt	Dividende	2014–2023	Onvista/Factset
Dividendenstabilität	Kategorien [0–4]	Dividende	2014–2023	Onvista/Factset
Anlagenintensität	Durchschnitt	Kapitalstock	2014–2023	Onvista/Factset
Streubesitz	Durchschnitt	Eigentumsstruktur	2014–2023	Qontigo/Börse Frankfurt
Marktkapitalisierung	Durchschnitt	Größe	2014–2023	Onvista/Factset
Branche	Dummy	Branche	2024	Morningstar
Investmenttyp	Dummy	Substanz vs. Wachstum	2024	Morningstar

Daten zur Beschäftigungsentwicklung aus dem MB-ix-Datensatz stammt (vgl. Scholz/Vitols 2016). Basis für den MB-ix-Datensatz sind die Geschäftsberichte. Die (frei verfügbaren) Kennzahlen zur Gewinnsituation, Rentabilität, zu Dividenden, zur Anlagenintensität und zur Marktkapitalisierung stammen von Onvista/Factset. Die Daten zum Streubesitz stammen auf Basis der Einzeljahre aus dem Portal Qontigo/Börse Frankfurt, da die Werte bei Onvista/Factset nicht rückwirkend für Einzeljahre vorhanden sind. Schließlich wurden die Kontrollvariablen zur Branche und zum Investmenttyp dem Portal Morningstar entnommen (zum 5./6.11.2024 letztmalig überprüft). Welche Rolle die einzelnen Variablen (genauso wie deren Codierung) in den Modellen spielen, wird in verschiedenen Kapiteln des Reports im Detail erklärt.

5 METHODIK

Um Veränderungen über die Zeit zu messen, wird der Variationskoeffizient genutzt. In Abbildung 1 und in Tabelle 5 werden zwei Beispielunternehmen mit einer exemplarischen Beschäftigungsentwicklung abgebildet. Unternehmen A hat über den Zehnjahreszeitraum im arithmetischen Mittel 3.072 Beschäftigte, Unterneh-

men B ist etwas größer und hat 5.105 Beschäftigte. Auch die Beschäftigungsentwicklung in diesen zehn Jahren ist unterschiedlich. Die Standardabweichung (vereinfacht ausgedrückt: die durchschnittliche Abweichung aller gemessenen Werte vom Mittelwert) beträgt für Unternehmen A 300 Beschäftigte. Bei Unternehmen B ist die Standardabweichung geringer, dort gibt es über den Zehnjahreszeitraum eine durchschnittliche Abweichung von 60 Beschäftigten zum Mittelwert von 5.105. Die Werte der Standardabweichung sind zwar für jedes Unternehmen für sich interpretierbar, der Vergleich dieser Absolutwerte ist jedoch nur begrenzt aussagefähig. Deshalb wird der Variationskoeffizient berechnet, bei dem man die Standardabweichung ins Verhältnis zum Mittelwert setzt. Diese Koeffizienten lassen sich vergleichen. Die durchschnittliche Schwankung im Verhältnis zum Mittelwert liegt bei Unternehmen A bei 0,098, bei Unternehmen B bei 0,012. Die Schwankung der Beschäftigung ist folglich in Unternehmen A etwa achtmal so hoch wie in Unternehmen B. Nicht nur absolut (Standardabweichung), sondern auch relativ (Variationskoeffizient) ist die Schwankung in der Beschäftigungsentwicklung in Unternehmen B damit bedeutend geringer als in Unternehmen A. In der vorliegenden Studie wird unter anderem untersucht, welche Ursachen oder unabhängige Variablen für die Variation der Beschäftigungsentwicklung relevant sind.

Abbildung 1

Vergleich der Beschäftigungsentwicklung in zwei Beispielunternehmen

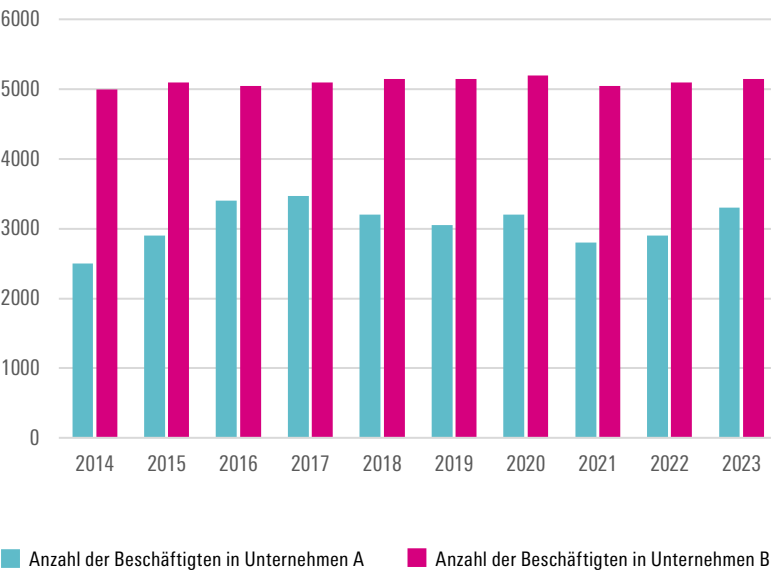


Tabelle 5

Beschäftigungsentwicklung in zwei Beispielunternehmen

Jahr	Anzahl der Beschäftigten in	
	Unternehmen A	Unternehmen B
2014	2.500	5.000
2015	2.900	5.100
2016	3.400	5.050
2017	3.470	5.100
2018	3.200	5.150
2019	3.050	5.150
2020	3.200	5.200
2021	2.800	5.050
2022	2.900	5.100
2023	3.300	5.150
Mittelwert	3.072	5.105
Standardabweichung	300	60
Variationskoeffizient	0,098	0,012

Einfluss und Stärke von unabhängigen Variablen, die auf eine abhängige Variable wirken, werden mit **Regressionsmodellen** gemessen. Um die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung robuster zu machen, wurden erstens die statistischen Analysen nicht nur für alle Unternehmen, sondern auch für Teilgruppen berechnet. Zweitens wurden unterschiedliche Regressionsmethoden genutzt. Es wurden 4 Gruppen von Unternehmen betrachtet und 4 **Regressionsmodelle**, sodass 16 verschiedene Kombinationen untersucht wurden. Hier seien die Verfahren nur vorgestellt, in **Unterkapitel 7.2** werden sie genauer präsentiert.

Das Standardverfahren zur Durchführung einer multivariaten Regression ist die OLS-Regression (im verwendeten Statistikprogramm Stata: REG). Wenn Ausreißer einen hohen Einfluss haben können, wird empfohlen, die robuste Regression zu nutzen (in Stata: RREG). Eine weitere Variante basiert auf der OLS, bezieht aber mit ein, dass die Streuung der Fehler in verschiedenen Bereichen der Daten variiert (Heteroskedastizität) (in Stata: REG, Robust). Die letzte einbezogene Variante ist die Quantilsregression beziehungsweise standardmäßig eine Medianregression, die ebenfalls bei Ausreißern geeignet ist (in Stata: QREG). Alle Verfahren haben Vor- und Nachteile und ihre Eignung hängt stark von der Datenverteilung ab (vgl. Stata 2025). Da die Daten selten eine für die jeweilige Methode idealtypische Verteilung haben, wurden mehrere Verfahren einbezogen, um die Ergebnisse robuster zu machen.

6 DESKRIPTIVE ERGEBNISSE

6.1 Investmenttyp und Mitbestimmung

Wie in **Unterkapitel 2.1** geschildert, wird zwischen zwei großen Investmenttypen unterschieden: Value-Aktien (Unternehmen, die durch ihre Substanz bewertet werden) und Growth-Aktien (jene, die aufgrund ihres Wachstums bewertet werden). Kann ein Unternehmen nicht klar dem einen oder anderen Typus zugeordnet werden, gibt es einen Übergangsbereich (Core). **Tabelle 6** zeigt, dass stark mitbestimmte Unternehmen eher dem Typ Substanz zuzuordnen sind, das heißt, ihre Stärke ist die Stabilität und Beständigkeit, auf die ihre moderate Bewertung am Kapitalmarkt zurückzuführen ist. Core-Aktien gibt es über alle Mitbestimmungstypen hinweg. Trotz ihres Schwerpunkts auf Substanz enthalten auch zahlreiche mitbestimmte Unternehmen aus Kapitalmarktsicht zumindest teilweise Wachstumsmerkmale (Core) oder können sogar ganz dem Wachstumsprofil zugeordnet werden. Eine kapitalmarktbezogene Wachstumsorientierung wird daher nicht per se durch die Mitbestimmung im Aufsichtsrat negativ beeinflusst. Der statistische Signifikanzwert p des **Chi-Quadrat-Tests** zeigt, dass diese Verteilung nicht zufällig zustande gekommen ist.

Gegenüberstellung von Mitbestimmungstyp und Investmenttyp
Anzahl Unternehmen

Mitbestimmungstyp (2023)	Investmenttyp laut der Ratingagentur Morningstar (2024)			
	Substanz (Value)	Mischform (Core)	Wachstum (Growth)	Summe
nicht mitbestimmt	37	38	20	95
drittelbeteiligt	14	28	4	46
paritätisch mitbestimmt	44	29	11	84
Summe	95	95	35	225*

Pearsons Chi-Quadrat (4) = 12,4506, $p = 0,014$

* Für 6 der 231 Unternehmen fehlen die Investmenttypdaten von Morningstar.

Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung



6.2 Dividendenkontinuität und Mitbestimmung

Wie in **Unterkapitel 2.2** dargelegt wurde, spielen für langfristig orientierte Anteilseigner*innen die Dividendenzahlungen eine wichtige Rolle. Ein gewisser Anteil des Gewinns wird dabei an die Anteilseigner*innen ausgeschüttet, und zwar in möglichst regelmäßigen Abständen. Für die hier vorgestellte Analyse wurde auf Basis der konzeptionellen Argumente eine kategoriale Variable codiert, die für den Zeitraum von 2014 bis 2023 folgende Unterscheidung vornimmt:

- Das Unternehmen hat in allen Jahren keine **Dividende** ausgeschüttet (0).
- Das Unternehmen hat mindestens in einem Jahr keine **Dividende** ausgeschüttet (1).
- Das Unternehmen hat eine schwankende Dividendenhöhe, die aber in allen Jahren größer als null ist (2).
- Das Unternehmen hat gegenüber dem Vorjahr die **Dividende** mindestens konstant gehalten (3).
- Das Unternehmen hat die **Dividende** jedes Jahr gegenüber dem Vorjahr erhöht (sogenannter Dividendenaristokrat) (4).

Tabelle 7 zeigt die Gegenüberstellung dieser Dividendenkontinuität mit dem Mitbestimmungstyp. Von den 33 Unternehmen, die ihre **Dividende** gegenüber dem Vorjahr mindestens konstant hielten, haben 28 Unternehmen Arbeitnehmer*innenvertretungen im Aufsichtsrat (85 Prozent). Von den 70 Unternehmen, die zwar eine schwankende **Dividende** hatten, sie aber jährlich ausschütteten, sind zu 67 Prozent drittelbeteiligt oder paritätisch mitbestimmt. Von den 23 Unter-

Gegenüberstellung von Mitbestimmungstyp und Regelmäßigkeit der Dividendenzahlungen

Anzahl Unternehmen

Mitbestimmungstyp	Dividendenzahlungen zwischen 2014 und 2023				
	Keine Dividenden in allen Jahren [0]	Mindestens in einem Jahr keine Dividende [1]	Schwankende Dividendenhöhe, aber alle Jahre größer als null [2]	Mindestens konstant gehaltene Dividende gegenüber dem Vorjahr [3]	Dividende jedes Jahr gegenüber dem Vorjahr gesteigert (Dividendenaristokrat) [4]
nicht mitbestimmt	17	47	23	5	4
drittelbeteiligt oder paritätisch mitbestimmt	6	49	47	28	5
Summe	23	96	70	33	9
Anteil drittelbeteiligt oder paritätisch mitbestimmt	26%	51%	67%	85%	56%

Pearsons Chi-Quadrat (4) = 23,7655, p = 0,000

Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung



nehmen, die überhaupt noch keine **Dividende** gezahlt haben, sind hingegen nur 26 Prozent drittelbeteiligt oder paritätisch mitbestimmt.

Die statistische Signifikanz des **Chi-Quadrat-Tests** zeigt, dass diese Verteilung nicht durch Zufall entstanden ist. Die Mitbestimmung im Aufsichtsrat steht demnach einer Dividendenkontinuität nicht entgegen. Mehr noch: Die Langfristperspektiven aufseiten der **Anteilseigner*innen** und **Arbeitnehmer*innen** scheinen sich gegenseitig zu ergänzen, was in **Unterkapitel 7.1** genauer betrachtet wird. Dort wird weiter untersucht, ob stabile **Dividenden** nicht nur mit der Mitbestimmung, sondern tatsächlich auch mit stabiler Beschäftigung zusammenhängen.

Fokus aus Arbeitnehmer*innensicht: Können sich die Unternehmen die Dividende leisten?

Für die Arbeitnehmer*innenvertretungen ist die Frage zentral, ob die Ausschüttungen von **Dividenden** nicht zu Lasten der Investitionen gehen. Diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten. Erstens folgt die **Dividendenpolitik**, wie in **Kapitel 3** dargestellt, einer bestimmten Historie, die kapitalmarktorientiert und teilweise unabhängig von anderen Unternehmensentwicklungen ist. Zweitens folgen Investitionsentscheidungen aus strategischen Überlegungen zu Standorten und Technologien, die unabhängig von der **Dividendenpolitik** getroffen werden und teilweise Kooperationen mit

anderen Unternehmen erfordern. Auch ist die genaue Abgrenzung, was eine Investition ist und was nicht, teilweise umstritten. Eine direkte konzernbezogene Gegenüberstellung von Ausschüttungen und Investitionen ist methodisch anspruchsvoll und die Interpretation problematisch. Um sich der Frage trotzdem zu nähern, wurde in der vorliegenden Studie untersucht, ob die Gewinnsituation der betrachteten Unternehmen Ausschüttungen gestattet (vgl. **Anhang 1**). Von den betrachteten 231 Unternehmen schütteten 10 Prozent in keinem Jahr eine **Dividende** aus. Bei 14 Prozent der Unternehmen ist der Gewinn eigentlich zu gering, um ausgeschüttet zu werden: 9 Prozent schütteten **Dividenden** aus, obwohl sie im Durchschnitt Verluste verzeichnen, 5 Prozent erzielen zwar im Durchschnitt Gewinne, die jedoch geringer sind als die ausgeschütteten **Dividenden**. Bei 76 Prozent der Unternehmen sind im Durchschnitt die **Dividenden** durch die erzielten Gewinne gedeckt. Somit schüttet etwa jedes siebte Unternehmen **Dividenden** aus, die über den betrachteten Zehnjahreszeitraum nicht durch Gewinne gedeckt waren. Allerdings müssen die kalkulierten Durchschnittswerte auch im Kontext von Krisen interpretiert werden, die bestimmte Branchen stark getroffen haben. Dazu gehören die Covid-19-Pandemie für die Tourismusbranche und der Ukrainekrieg für die Energieversorger. Durch starke Gewinneinbrüche werden die Durchschnittswerte statistisch nach unten verzerrt, sodass die Verluste nicht in allen Jahren

angefallen beziehungsweise kontinuierlich sein müssen. Und wie beschrieben, versucht das Management die **Dividenden** zu halten, wenn es erwartet, dass die Herausforderungen nur kurzfristig sind.

Für Ausschüttungen, die die erzielten Gewinne übersteigen, gibt es verschiedene Gründe: etwa Mehrheitseigner*innen, mit denen Verträge zur Gewinnabführung bestehen, oder es wird eine explizit auf Ausschüttungen abzielende Unternehmensstrategie verfolgt, etwa von Beteiligungsgesellschaften oder Immobilienverwaltungen.

6.3 Dividendenrendite und Mitbestimmung

Neben der Stabilität der **Dividenden** ist für spekulierende Anteilseigner*innen auch die **Dividendenrendite** wichtig (vgl. Unterkapitel 2.2). Die **Dividendenrendite** wird berechnet, indem die gezahlte **Dividende** in Relation zum Aktienkurs gesetzt wird. Auch für die Mitbestimmung wird wieder die Entwicklung im Zehnjahreszeitraum von 2014 bis 2023 betrachtet, nun allerdings etwas differenzierter mithilfe von Perzentilen. Es werden im Hinblick auf die Verankerung der Mitbestimmung fünf Gruppen gebildet. Zur ersten Gruppe gehören alle Unternehmen, die nicht mitbestimmt sind (95). Die verbleibenden 136 Unternehmen werden ausgehend von den aufsteigend sortierten **MB-ix**-Werten in vier gleich große Gruppen geteilt; durch doppelt vorkommende

Werte sind es dann etwa 34 Unternehmen pro Gruppe (**Tabelle 8**; gleiche **MB-ix**-Werte konnten nicht auf zwei Gruppen verteilt werden). Durch diese Gruppierung wird der Einfluss von Ausreißern gemildert und die Verteilung der Daten selbst hat einen geringeren Effekt in der Gegenüberstellung.

Von den 136 Unternehmen, die im Aufsichtsrat Arbeitnehmer*innenvertretungen haben, schütten nur 6 keine **Dividenden** (4 Prozent) aus, von den 95 nicht mitbestimmten Unternehmen hingegen 17 (18 Prozent). Eine Gegenüberstellung von **Dividendenrenditen** der ausschüttenden Unternehmen und der Stärke ihrer Verankerung der Mitbestimmung zeigt, dass die **Dividendenrendite** in den nicht mitbestimmten Unternehmen am geringsten ist. Dort, wo die Mitbestimmung besonders stark verankert ist, wird im Durchschnitt sogar die höchste **Dividendenrendite** erzielt (2,7 Prozent). Somit sind mitbestimmte Unternehmen keine „Renditekiller“. Der kalkulierte durchschnittliche **Variationskoeffizient** belegt zudem, dass die **Dividendenrendite** in stärker mitbestimmten Unternehmen weniger schwankt (0,50). Daher können diese Unternehmen als stabilere Investitionen betrachtet werden. Der Zusammenhang zwischen **Dividenden** und Mitbestimmung soll an dieser Stelle allerdings nicht tiefer untersucht werden. Aus Arbeitnehmer*innensicht ist die Entwicklung der Beschäftigung viel zentraler, was nach dem folgenden Zwischenfazit in **Kapitel 7** betrachtet wird.

Tabelle 8

Gegenüberstellung von MB-ix-Klassen und Dividendenrenditen Anzahl Unternehmen

Perzentile des MB-ix (Verankerung der Mitbestimmung)	Dividendenzahlungen zwischen 2014 und 2023				
	Anzahl der Unternehmen in der Gruppe	Anzahl der Unternehmen, die keine Dividende gezahlt haben	Anzahl der Unternehmen, die mindestens in einem Jahr eine Dividende gezahlt haben	Durchschnittliche Dividendenrendite der Dividendenzahler	Durchschnittlicher Variationskoeffizient der Dividendenrendite der Dividendenzahler
Nicht mitbestimmt	95	17	78	2,16%	0,77
Schwache Verankerung	34	2	32	2,32%	0,64
Mittlere Verankerung	34	2	32	2,23%	0,55
Hohe Verankerung	33	1	32	2,29%	0,57
Sehr hohe Verankerung	35	1	34	2,70%	0,50
Total	231	23	208	2,30%	0,64

6.4 Zwischenfazit

Die bisherigen Ergebnisse zeigen, dass stark mitbestimmte Unternehmen weitgehend etablierte Unternehmen mit stabilen Marktpositionen sind, die der Kapitalmarkt eher unterbewertet. Seltener sind sie durch eine besonders starke Wachstumsdynamik charakterisiert, die der Kapitalmarkt eher überbewertet. Die Ergebnisse bis hierher deuten darauf hin, dass eine starke Mitbestimmung im Aufsichtsrat nicht per se dem Interesse der Aktionäre an den Dividendenausüttungen widerspricht. Die Mitbestimmung steht einer Dividendenkontinuität nicht entgegen. Auch wird die **Dividendenrendite** nicht gedrückt. Zudem zeigt sich, dass die **Dividendenrenditen** in Unternehmen mit stark verankerter Mitbestimmung besonders wenig schwanken. Im Kern zeigen die Ergebnisse, dass die in **Unterkapitel 2.2** dargestellten Interessen der langfristigen **Anteilseigner*innen** besser zu den Zielen der Mitbestimmung passen als die der kurzfristig agierenden Spekulant*innen. Mitbestimmung und geduldiges Kapital scheinen kompatibel zu sein.

Da aus Arbeitnehmer*innensicht die Sicherheit von Arbeitsplätzen besonders wichtig ist und der rasche Auf- und Abbau von Beschäftigung auch organisationalen Stress auslöst, wird dieser Aspekt im nächsten Kapitel genauer analysiert. Es wird den Fragen nachgegangen, wie stabile Dividendenzahlungen und Beschäftigungsstabilität zusammenhängen und welchen Einfluss die Mitbestimmung auf die Beschäftigungsstabilität hat.

7 EINFLÜSSE AUF DIE BESCHÄFTIGUNGSSTABILITÄT

7.1 Stabile Dividenden und stabile Beschäftigung

Stabile Beschäftigungsverhältnisse können Voraussetzung sein für stabile wirtschaftliche Erträge. Zugleich kann der Fokus auf die Dividendenstabilität (insofern das als langfristiges Anteilseigner*inneninteresse interpretiert wird) auch Voraussetzung für eine stabile Beschäftigungspolitik sein. Eine **Anteilseignerin**, die auf die kurzfristige Maximierung der **Rendite** abzielt, wird im Gegensatz zu einer langfristig investierenden **Anteilseignerin** viel stärker auf einen Konzernumbau zur wirtschaftlichen Optimierung hinarbeiten und damit für eine beschäftigungsbezogene Destabilisierung sorgen, wie in **Unterkapitel 2.2** festgestellt wurde.

Zur genaueren Untersuchung wurden die **Variationskoeffizienten** der Beschäftigungsentwicklung berechnet, wie in **Kapitel 5** beschrieben. Um den Einfluss von Ausreißern zu begrenzen und die Komplexität zu reduzieren, wurde die aufsteigend sortierte Verteilung in vier gleich große Gruppen geteilt, in Quartile mit je 58 Fällen. Diese Quartile der Beschäftigungsentwicklung werden der oben erläuterten Kategorisierung der Dividendenstabilität gegenübergestellt (**Tabelle 9**).

Die Gegenüberstellung zeigt, dass der größte Anteil der Unternehmen (18 von 33), in denen die **Dividende** gegenüber dem Vorjahr mindestens konstant gehalten

Tabelle 9

Gegenüberstellung von Beschäftigungs- und Dividendenstabilität

Anzahl Unternehmen (Dividendenrendite)

Schwankung der Konzernbeschäftigung zwischen 2014 und 2023 (Dividendenrendite)	Dividendenzahlungen zwischen 2014 und 2023					
	Keine Dividende in allen Jahren [0]	Mindestens in einem Jahr keine Dividende [1]	Schwankende Dividendenhöhe, aber alle Jahre über null [2]	Mindestens konstant gehaltene Dividende gegenüber dem Vorjahr [3]	Dividende jedes Jahr gegenüber dem Vorjahr gesteigert (Dividendenaristokrat) [4]	Summe
Sehr gering [erstes Quartil]	1 (0,0)	21 (2,1)	17 (2,4)	18 (3,0)	1 (2,5)	58 (2,4)
Eher gering [zweites Quartil]	5 (0,0)	25 (2,1)	22 (3,2)	5 (2,5)	1 (2,4)	58 (2,4)
Eher hoch [drittes Quartil]	7 (0,0)	26 (1,6)	17 (2,9)	6 (2,4)	2 (1,9)	58 (1,9)
Sehr hoch [viertes Quartil]	10 (0,0)	24 (2,0)	14 (1,9)	4 (2,1)	5 (1,6)	57 (1,6)
Summe	23 (0,0)	96 (2,0)	70 (2,7)	33 (2,7)	9 (1,5)	231 (2,1)

Pearsons Chi-Quadrat (12) = 30,3081, p = 0,003

Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung

wird, eine geringe Schwankung der Beschäftigungsentwicklung aufweist. In den Unternehmen, die keine Dividenden zahlen, ist die Schwankung der Beschäftigungsentwicklung dagegen besonders hoch (10 von 23). Eine über die Zeit stabile Beschäftigungsentwicklung hängt mit stabilen Dividendenzahlungen zusammen und umgekehrt. Am Rande sei bemerkt, dass auch die Dividendenrendite, die in Klammern unter der Anzahl der Unternehmen steht, unterschiedlich ist: Sie ist in jenen Gruppen höher, in denen die Beschäftigung weniger schwankt (2,4 Prozent gegenüber 1,6 Prozent). Kontinuität in der Beschäftigung scheint damit positiv mit der Dividendenstabilität und der Dividendenhöhe zusammenzuhängen.

7.2 Mitbestimmung und stabile Beschäftigung

Wenn die Kontinuität in der Beschäftigung positiv mit der Stabilität und Höhe von Dividendenzahlungen zusammenhängt, erscheint das zunächst erfreulich. Doch es stellt sich die Frage, welche Einflussgrößen ursächlich sind für die Beschäftigungsstabilität. Um das herauszufinden, werden in diesem Kapitel die Ergebnisse der Regressionsmodelle vorgestellt. Alle in Tabelle 4 aufgeführten Variablen werden in die Analyse einbezogen: sowohl der MB-ix als auch verschiedene wirtschaftliche Kennzahlen, wie Angaben zu Gewinn, Rentabilität und Dividendenpolitik sowie zum Kapitalstock und zur Eigentumsstruktur. Zusätzlich fließen Unternehmensgröße, Branche und Investmenttyp (vgl. Unterkapitel 2.1) als Kontrollvariablen ein.

Der methodische Teil (Kapitel 5) hat gezeigt, dass die Robustheit der Ergebnisse durch zwei Maßnahmen erhöht werden konnte. Erstens kamen vier verschiedene statistische Verfahren zur Anwendung. Zweitens behandelte die Analyse nicht nur das Gesamtsample (Modell 1, siehe Tabelle 10), sondern auch Teilgruppen. Differenziert wurde nach Größe: Mo-

dell 2 umfasst 185 Unternehmen mit durchschnittlich mehr als 500 Beschäftigten in den Jahren 2014 bis 2023. Diese Auswahl erfolgte, weil Ausreißer oder Verzerrungen im Datensatz meist an kleinen Unternehmen liegen. Zudem richtete sich die Selektion danach, ob die Unternehmen in der Finanz- und Immobilienbranche tätig sind. Gerade dort ist die Interpretation gewisser bilanzieller Kennziffern schwieriger, da sie oft von Ausreißern geprägt sind, etwa im Fall der Bilanzsumme von Banken. Es verbleiben 206 Unternehmen, die nicht zur Finanz- oder Immobilienbranche gehören (Modell 3). Schließlich lassen sich noch die Unternehmen herausfiltern, die sowohl mehr als 500 Beschäftigte haben als auch nicht zur Finanz- oder Immobilienbranche gehören: Das sind 174 Unternehmen (Modell 4). Für alle vier Modelle wurden jeweils vier unterschiedliche statistische Modellrechnungen durchgeführt – insgesamt 16 Modellvarianten (vgl. Anhang 2).

Die abhängige Variable ist der Variationskoeffizient der Gesamtbeschäftigten weltweit in den zehn Jahren von 2014 bis 2023. In den meisten Unternehmen bleibt die Zahl der Beschäftigten nicht konstant. Neben einem eher kontinuierlichen Auf- oder Abbau von Beschäftigung gibt es auch größere Änderungen durch Abspaltungen oder Übernahmen. Hinzu kommen Einflüsse wie die Covid-19-Krise, die in einigen Unternehmen zu erheblichen Personalschwankungen führte. Es besteht aber die Grundannahme, dass sich die Mitbestimmung dafür einsetzt, die Schwankungen in der Beschäftigung möglichst zu dämpfen. Denn das Ziel von Arbeitnehmer*innenvertretungen sind langfristig stabile und sichere Arbeitsverhältnisse.

Die Analysen zeigen in allen Modellen einen dämpfenden Effekt der Mitbestimmung auf die Variation der Beschäftigung. Mitbestimmung schafft folglich Beschäftigungssicherheit in den betrachteten börsennotierten Unternehmen. Damit werden Forschungsarbeiten bestätigt, die nachgewiesen haben, dass die

Tabelle 10

Modellvarianten für die Regression

Modelle (Anzahl der Unternehmen)	Alle Unternehmen	Nur Unternehmen, die nicht zur Finanz- oder Immobilienbranche gehören
Alle Unternehmen	Modell 1 (n = 218)	Modell 3 (n = 206)
Nur Unternehmen mit im Durchschnitt der Jahre 2014 bis 2023 mehr als 500 Beschäftigten	Modell 2 (n = 185)	Modell 4 (n = 174)

Quelle: eigene Darstellung

paritätische Mitbestimmung ein Schutzinstrument gegen Entlassungen bei Krisen ist (Kim/Maug/Schneider 2018, Rapp/Wolff 2019). Ein hoher Gewinn pro Aktie dämpft neben der Mitbestimmung ebenfalls die Schwankungen der Beschäftigung, allerdings etwas schwächer. Höhere Gewinne erweitern möglicherweise die wirtschaftlichen Verteilungsspielräume und vermeiden oder verzögern Personalabbau. Die Höhe der Gesamtrentabilität hingegen hat in einigen Modellen eher einen gegenteiligen Effekt; Rentabilitätsdruck verstärkt möglicherweise die Fluktuation der Beschäftigung.

Kontrollgrößen waren die Unternehmensgröße, die Branche und der Investmenttyp. Zumindest unter bestimmten Modellkonstellationen nimmt die Beschäftigungsfluktuation mit der Unternehmensgröße zu. Das könnte beispielsweise auf größere Abspaltungen oder Übernahmen zurückzuführen sein. Mit zunehmender Größe werden diese Unternehmen also nicht automatisch stabiler oder zu tragen „Tankern“, es könnte eher das Gegenteil der Fall sein. Interessant ist darüber hinaus, dass bei einem **Signifikanzniveau** von 10 Prozent in zwei Modellen, in denen nur die größeren Unternehmen betrachtet werden, auch die Anlagenintensität einen dämpfenden Effekt hat. Anders gesagt: Ein hoher Anteil von Anlagevermögen am Gesamtvermögen mindert die Beschäftigtenfluktuation. Das ließe sich sehr gut damit erklären, dass hohe Investitionen in Sachanlagevermögen durch qualifizierte Facharbeit amortisiert werden müssen und darum versucht wird, die Facharbeiter*innen zu halten.

Die Branche ist ebenfalls von Bedeutung: Wenn die Unternehmen in der defensiven Konsumgüterbranche oder der Rohstoffbranche tätig sind, dämpft das die Variation der Beschäftigungszahlen. Hier scheint wie beim Anlagevermögen auch der **Kapitalstock** eine Rolle zu spielen, da beispielsweise kostenintensive spezifische Maschinen und Anlagen über längere Zeiträume genutzt und abgeschrieben werden und damit auch

ein kontinuierlicher Personalbestand erforderlich ist. Bei Technologie- oder Versorgungsunternehmen dagegen ist die Variation der Beschäftigung eher stärker. Bei den Technologieunternehmen könnte das daran liegen, dass bei Erfolg und Skalierung der Geschäftsmodelle die Beschäftigung rasant ansteigt, genauso schnell kann sie aber beim Scheitern von Geschäftsmodellen abgebaut werden. Bei den Versorgungsunternehmen könnte der Grund sein, dass speziell diese Unternehmen in den vergangenen Jahren teilweise größere Umstrukturierungen vorgenommen haben, bedingt durch die Transformation in Richtung Nachhaltigkeit.

Im Hinblick auf den Investmenttyp ist nach den statistischen Modellen zu erwarten, dass die Beschäftigung stärker schwankt, wenn das Unternehmen dem gemischten Typ (Core) oder den Substanzunternehmen (Value) zuzuordnen ist. Das könnte daran liegen, dass besonders niedrig bewertete Unternehmen größere Abspaltungen oder Zukäufe vorgenommen haben. Eine andere Erklärung wäre, dass Substanzunternehmen eher in zyklischen Branchen tätig sind, wo ein saisonales oder konjunkturelles Auf und Ab üblich ist, während die Wachstumsunternehmen primär auf Wachstum ausgerichtet sind. Die **Branchendummies** allein bilden diesen Effekt jedoch nicht ab.

Es kann also festgehalten werden, dass die Unternehmensmitbestimmung für Beschäftigungsstabilität sorgt. Anders ausgedrückt: Wenn die Mitbestimmung stark verankert ist und wenn die Unternehmen hohe Gewinne erzielen, dämpft das die Schwankungen der Beschäftigung. Die Auswirkung von Mitbestimmung ist dabei aber stärker als die der Gewinne: Auch wenn es direkt plausibel erscheint, dass hohe Gewinne den Verteilungsspielraum erhöhen und Beschäftigung sichern, gibt es Beispiele, wo es trotz solider Gewinne zu Kostensenkungsprogrammen und teils auch Entlassungen gekommen ist.

Zusammenfassende Analyseergebnisse

	Signifikant in ... von 16 Modellen (mindestens $p \leq 0,05$)	Wirkung auf die Varia- tion der Beschäftigung (Variationskoeffizient)	Änderungen bei höherem Signifikanzniveau von $p \leq 0,1$ (d. h. mit einer höheren Irrtumswahrscheinlichkeit)
Unabhängige Variablen (Durchschnittswerte 2014–2023)			
Profitabilität [Gewinn pro Aktie]	8	dämpfend	12 Modelle dämpfend
Rentabilität [Gesamtkapitalrentabilität]	3	verstärkend	4 Modelle verstärkend
Shareholder-Value-Orientierung [Streubesitz]	–	–	–
Shareholder-Value-Intensität [Dividendenrendite]	2	dämpfend	–
Langfristige Aktionärsinteressen [Dividendenstabilität]	–	–	–
Mitbestimmung [MB-ix]	16	dämpfend	–
Anlageintensität [Anlagevermögen / Bilanzsumme]	–	–	2 Modelle dämpfend
Kontrollvariablen			
Größe [ln. Marktkapitalisierung]	2	verstärkend	3 Modelle verstärkend
Branchen [Morningstar Sektoren]			
Defensive Konsumgüter	6	dämpfend	–
Finanzdienstleistungen	1	dämpfend	3 Modelle dämpfend
Gesundheitswesen	4	dämpfend (1) verstärkend (3)	2 Modelle dämpfend und 4 Modelle verstärkend
Immobilien	–	–	–
Industriewerte	5	dämpfend (3) verstärkend (3)	5 Modelle dämpfend und 3 Modelle verstärkend
Kommunikationsdienstleistun- gen	2	dämpfend (1) verstärkend (3)	1 Modell dämpfend und 6 Modelle verstärkend
Rohstoffe	6	dämpfend	–
Technologie	6	verstärkend	1 Modell dämpfend und 8 Modelle verstärkend
Versorgungsunternehmen	6	verstärkend	–
Zyklische Konsumgüter	3	dämpfend (2) verstärkend (3)	2 Modelle dämpfend und 5 Modelle verstärkend
Investmenttyp			
Substanz [Value]	2	verstärkend	3 Modelle verstärkend
Mischform [Core]	4	verstärkend	–
Wachstum [Growth]	–	–	2 Modelle verstärkend

Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung

8 ZUSAMMENFASSUNG

Unternehmen sind aktuell in erhöhtem Maße auf finanzielle Mittel angewiesen, um die sozialökologische Transformation zu bewältigen. Daher ist ihre Attraktivität am Kapitalmarkt hoch relevant. Zugleich haben sich durch die Verschiebung der politischen Mehrheiten und die zunehmende Relevanz geopolitischer Aspekte auch die Blickwinkel verschoben, aus denen Unternehmen betrachtet werden. Die Wirtschaftlichkeit ist etwa gegenüber der Nachhaltigkeit wieder stärker in den Fokus gerückt. Und ein zentraler Bestandteil dieser wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit ist bei den börsennotierten Unternehmen die Steigerung des **Shareholder-Values**.

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass in Unternehmen mit starker Verankerung der Mitbestimmung sowohl die Aktionärsinteressen (**Dividenden**) als auch die Beschäftigteninteressen (Kontinuität) stärker gewährleistet sind als in Unternehmen mit geringer Verankerung von oder ohne Mitbestimmung.

In der wissenschaftlichen Debatte kommen einige Studien zum Ergebnis, dass die Mitbestimmung im Aufsichtsrat die **Marktkapitalisierung** der Unternehmen mindert, dass es also einen Abschlag auf die Börsenbewertung gibt. Aber das ist nur eine Seite des **Shareholder-Values**, denn eine starke Ausrichtung an den Aktionär*inneninteressen ist durch Kurzfristigkeit geprägt. Die Steigerung der Kapitalmarktbewertung ist nur eines von vielen Unternehmenszielen. Für Aktionäre stellen Kurssteigerungen zudem nur einen Teil der Gesamtrendite dar. Der Report rückt das langfristige Interesse in den Fokus, also das Investieren anstelle des Spekulierens, und ergänzt mit dieser Perspektive die Studienlage. Aus dieser Langfristsicht zeigt sich, dass die Mitbestimmung den Interessen der **Anteilseigner*innen** nicht zuwiderläuft. Das deutet darauf hin, dass eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung unter Einbeziehung verschiedener **Stakeholder** möglich sein könnte. Um genauer zu bestimmen, inwiefern die einzelnen Mechanismen wirksam sind, bedarf es jedoch weiterer Forschung.

Die Untersuchung kommt im Einzelnen zu folgenden Ergebnissen:

- Die Aktien von stark mitbestimmten Unternehmen sind eher Substanz- als Wachstumswerte. Ihre Stärken sind ihre etablierte Marktposition und ihre wirtschaftliche Substanz, seltener ihre starken Wachstumschancen. Es gibt jedoch auch etliche mitbestimmte Unternehmen, die aus

Kapitalmarktsicht zumindest teilweise Wachstumsmerkmale enthalten (Core) oder sogar ganz dem Wachstumsprofil zugeordnet werden. Eine kapitalmarktbezogene Wachstumsorientierung wird also nicht per se durch die Mitbestimmung im Aufsichtsrat beeinträchtigt.

- Für langfristig orientierte **Anteilseigner*innen** sind Planbarkeit und Verlässlichkeit von Erträgen sehr wichtig. Dazu gehören regelmäßige Dividendenzahlungen. Die Daten zeigen deutlich, dass die Mitbestimmung der Dividendenkontinuität nicht entgegensteht.
- Neben der Stabilität der **Dividenden** ist auch die **Dividendenrendite** wichtig. Damit wird die gezahlte **Dividende** in Relation zum Aktienkurs gesetzt. Die Auswertung zeigt, dass mitbestimmte Unternehmen keine „Renditekiller“ sind. Zudem schwankt die **Dividendenrendite** in stärker mitbestimmten Unternehmen weniger. Die Aktien dieser Unternehmen können damit als stabilere Investition betrachtet werden.
- Eine langfristig stabile Beschäftigungsentwicklung hängt mit stabilen Dividendenzahlungen zusammen und umgekehrt. Zudem ist die **Dividendenrendite** in den Unternehmen höher, in denen die Beschäftigung weniger schwankt. Kontinuität in der Beschäftigung scheint damit positiv mit der Dividendenstabilität und der Dividendenhöhe zusammenzuhängen.
- Sowohl hohe Gewinne als auch eine starke Verankerung der Mitbestimmung verringern Veränderungen der Beschäftigungsentwicklung – die Mitbestimmung hat dabei jedoch den stärkeren Einfluss.

Insgesamt sind damit sowohl die Aktionärsinteressen (**Dividenden**) als auch die Beschäftigteninteressen (Kontinuität) in stark mitbestimmten Unternehmen stärker gewahrt als in Unternehmen ohne oder mit schwach verankerter Mitbestimmung. Langfristig orientierte **Anteilseigner*innen** profitieren damit indirekt auch von einer stabilen Beschäftigungsentwicklung. Umgekehrt schränkt die Kontinuität der **Dividenden** nicht die der Beschäftigung ein. Dass die **Dividendenpolitik** stark unternehmensspezifisch ist, wurde ausgeführt. Nachdem sich in der vorliegenden Untersuchung gezeigt hat, dass die Mitbestimmung die **Anteilseigner*inneninteressen** nicht einschränkt, bildet der Report die Grundlage für die weitere Forschung, die genauere Mechanismen zu untersuchen hat.

Gegenüberstellung von Gewinnsituation und Regelmäßigkeit der Dividendenzahlungen

	Anzahl Unternehmen	Dividendenzahlungen zwischen 2014 und 2023				
		Keine Dividenden in allen Jahren [0]	Mindestens in einem Jahr keine Dividende [1]	Schwankende Dividendenhöhe, aber alle Jahre größer als null [2]	Mindestens konstant gehaltene Dividende gegenüber dem Vorjahr [3]	Dividende jedes Jahr gegenüber dem Vorjahr gesteigert (Dividendenaristokrat) [4]
Total	231	23	96	70	33	9
Abzüglich der Unternehmen, die unabhängig von der Gewinnsituation keine Dividende zahlen (Dividende = null) → „keine Ausschüttung“	23	23	–	–	–	–
Verbleiben	208	0	96	70	33	9
Abzüglich der Unternehmen, bei denen im Durchschnitt der zehn Jahre der Gewinn pro Aktie kleiner als null ist, sie also Verlustbringer sind (\emptyset Gewinn/Aktie < 0) → „Verlustbringer“	21	–	18	2	1	0
Verbleiben	187	0	78	68	32	9
Abzüglich der Unternehmen, bei denen zwar im Durchschnitt der Gewinn pro Aktie größer null ist, aber die ausgeschüttete Dividende pro Aktie höher als der Gewinn pro Aktie (\emptyset Gewinn/Aktie > 0, aber \emptyset Dividende/Aktie > \emptyset Gewinn/Aktie) → „substanzgefährdende Ausschüttung“	12	–	5	4	3	0
Verbleiben (\emptyset Gewinn/Aktie > \emptyset Dividende/Aktie) → „gewinngedeckte Ausschüttung“	175	0	73	64	29	9

Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung

Regressionsmodelle bei einem Signifikanzniveau von 5 Prozent

Abhängige Variable: Schwankung der Konzernbeschäftigung zwischen 2014 und 2023 [Variationskoeffizient]	Modell 1 Alle Unternehmen				Modell 2 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023				Modell 3 Ohne Finanz- und Immobilienunternehmen				Modell 4 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023 und ohne Finanz- und Immobilienunternehmen			
	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG
Unabhängige Variablen [Durchschnittswerte 2014–2023]																
Profitabilität [Gewinn pro Aktie]	(-)*	.	(-)**	.	(-)*	.	(-)**	.	(-)*	.	(-)**	.	(-)**	.	(-)**	.
Rentabilität [Gesamtkapitalrentabilität]	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*
Shareholder-Value-Orientierung [Streubesitz]
Shareholder-Value-Intensität [Dividendenrendite]	.	(-)*	(-)*
Langfristiges Aktionärsinteresse [Dividendenstabilität]
Mitbestimmung [MB-ix]	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)*	(-)**	(-)*	(-)*	(-)*	(-)*	(-)*
Anlageintensität [Anlagevermögen/ Bilanzsumme]
Kontrollvariablen																
Größe [ln. Marktkapitalisierung]	(+)*	(+)*	.
Branchen [Morningstar Sektoren]																
Defensive Konsumgüter	(-)**	(-)*	(-)**	.	(-)**	(-)*	(-)**
Finanzdienstleistungen	(-)*	–	–	–	–	–	–	–	–
Gesundheitswesen	(-)*	.	.	.	(+)*	.	(+)**	.	.	.	(+)**	.

Abhängige Variable: Schwankung der Konzernbeschäftigung zwischen 2014 und 2023 [Variationskoeffizient]	Modell 1 Alle Unternehmen				Modell 2 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023				Modell 3 Ohne Finanz- und Immobilienunternehmen				Modell 4 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023 und ohne Finanz- und Immobilienunternehmen			
	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG
Immobilien	–	–	–	–	–	–	–	–
Industriewerte	(-)**	.	(-)**	.	(-)*	(+)**	.	.	.	(+)**	.
Kommunikationsdienstleistungen	(-)*	(+)*	.	(+)*	.	(+)**	.
Rohstoffe	(-)**	(-)*	(-)**	.	(-)**	(-)*	(-)*
Technologie	(+)*	(+)**	(+)**	.	(+)*	(+)**	(+)**	.
Versorgungsunternehmen	(+)**	(+)*	(+)**	.	(+)**	(+)*	(+)**	.
Zyklische Konsumgüter	(-)*	.	.	.	(-)*	(+)**	.	(+)*	.	(+)**	.

Investmenttyp

Substanz [Value]	.	.	.	.	.	.	(+)*	.	.	.	.	.	.	.	(+)*	.
Mischform [Core]	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)**	.	.	.	(+)*	.
Wachstum [Growth]	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Anzahl der Unternehmen	218	218	218	218	185	185	185	185	206	206	206	206	174	174	174	174

Legende:

- (+) positiver Effekt
- (-) negativer Effekt
- kein Effekt
- nicht zutreffend

Signifikanzniveaus: * $p \leq 0,05$, ** $p \leq 0,01$, *** $p \leq 0,001$

Regressionsmodelle bei einem Signifikanzniveau von 10 Prozent

(markiert sind Änderungen gegenüber dem Signifikanzniveau von 5 Prozent)

Abhängige Variable: Schwankung der Konzernbeschäftigung zwischen 2014 und 2023 [Variationskoeffizient]	Modell 1 Alle Unternehmen				Modell 2 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023				Modell 3 Ohne Finanz- und Immobilienunternehmen				Modell 4 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023 und ohne Finanz- und Immobilienunternehmen			
	REG	RREG	REG, Ro-bust	QREG	REG	RREG	REG, Ro-bust	QREG	REG	RREG	REG, Ro-bust	QREG	REG	RREG	REG, Ro-bust	QREG
Unabhängige Variablen [Durchschnittswerte 2014–2023]																
Profitabilität [Gewinn pro Aktie]	(-)*	(-)*	(-)**	.	(-)*	(-)*	(-)**	.	(-)*	(-)*	(-)**	.	(-)**	(-)*	(-)**	.
Rentabilität [Gesamtkapitalrentabilität]	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.
Shareholder-Value-Orientierung [Streubesitz]
Shareholder-Value-Intensität [Dividendenrendite]	.	(-)*	(-)*
Langfristiges Aktionärsinteresse [Dividendenstabilität]
Mitbestimmung [MB-ix]	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)**	(-)*	(-)**	(-)*	(-)*	(-)*	(-)*	(-)*
Anlageintensität [Anlagevermögen/ Bilanzsumme]	(-)*	(-)*	.	.	.
Kontrollvariablen																
Größe [ln. Marktkapitalisierung]	(+)*	(+)*	.	(+)*	.
Branchen [Morningstar Sektoren]																
Defensive Konsumgüter	(-)**	(-)*	(-)**	.	(-)**	(-)*	(-)**
Finanzdienstleistungen	(-)*	.	(-)*	.	(-)*	.	.	.	–	–	–	–	–	–	–	–
Gesundheitswesen	(-)*	.	.	.	(-)*	.	.	.	(+)*	.	(+)**	.	(+)*	.	(+)**	.

Abhängige Variable: Schwankung der Konzernbeschäftigung zwischen 2014 und 2023 [Variationskoeffizient]	Modell 1 Alle Unternehmen				Modell 2 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023				Modell 3 Ohne Finanz- und Immobilienunternehmen				Modell 4 Nur Unternehmen mit im Durchschnitt mehr als 500 Beschäftigten 2014–2023 und ohne Finanz- und Immobilienunternehmen			
	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG	REG	RREG	REG, Robust	QREG
Immobilien	–	–	–	–	–	–	–	–
Industriewerte	(-)**	.	(-)**	.	(-)*	(-)*	(-)*	.	.	.	(+)**	.	(+)*	.	(+)**	.
Kommunikationsdienstleistungen	(-)*	(+)*	(+)*	(+)*	.	(+)*	(+)*	(+)**	.
Rohstoffe	(-)**	(-)*	(-)**	.	(-)**	(-)*	(-)*
Technologie	(-)*	(+)*	(+)*	(+)**	(+)**	.	(+)*	(+)**	(+)**	(+)*
Versorgungsunternehmen	(+)**	(+)*	(+)**	.	(+)**	(+)*	(+)**	.
Zyklische Konsumgüter	(-)*	.	.	.	(-)*	.	.	.	(+)*	(+)*	(+)**	.	(+)*	.	(+)**	.

Investmenttyp

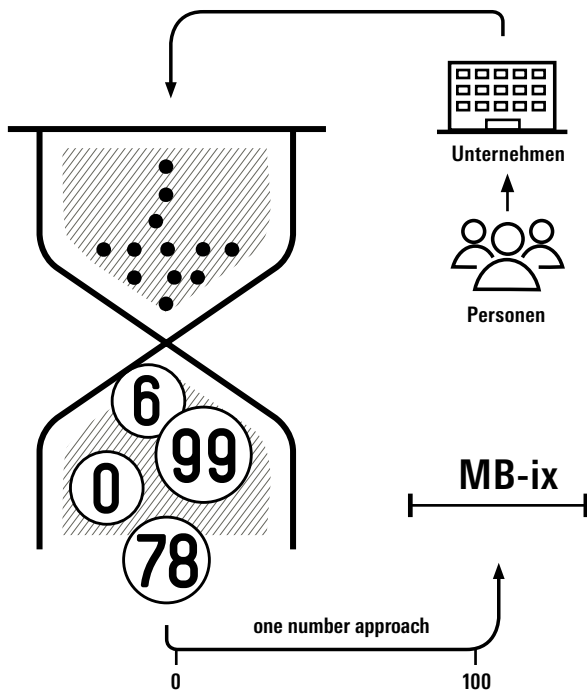
Substanz [Value]	.	.	.	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.
Mischform [Core]	.	.	(+)*	.	.	.	(+)*	.	.	.	(+)**	.	.	.	(+)*	.
Wachstum [Growth]	.	.	.	.	.	.	(+)*	.	.	.	.	.	.	.	(+)*	.
Anzahl der Unternehmen	218	218	218	218	185	185	185	185	206	206	206	206	174	174	174	174

Legende:

- (+) positiver Effekt
- (-) negativer Effekt
- kein Effekt
- nicht zutreffend

Signifikanzniveaus: * $p \leq 0,1$, ** $p \leq 0,01$, *** $p \leq 0,001$

Überblick zur Datenbasis und Methodik für den Mitbestimmungsindex MB-ix



Quelle: Scholz / Vitols 2016, Darstellung: Lüth.

Hans Böckler
Stiftung

ANHANG 4: DER MITBESTIMMUNGSINDEX

Der Mitbestimmungsindex, kurz: **MB-ix**, wurde am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung entwickelt. Er misst die institutionelle Verankerung von Mitbestimmung.

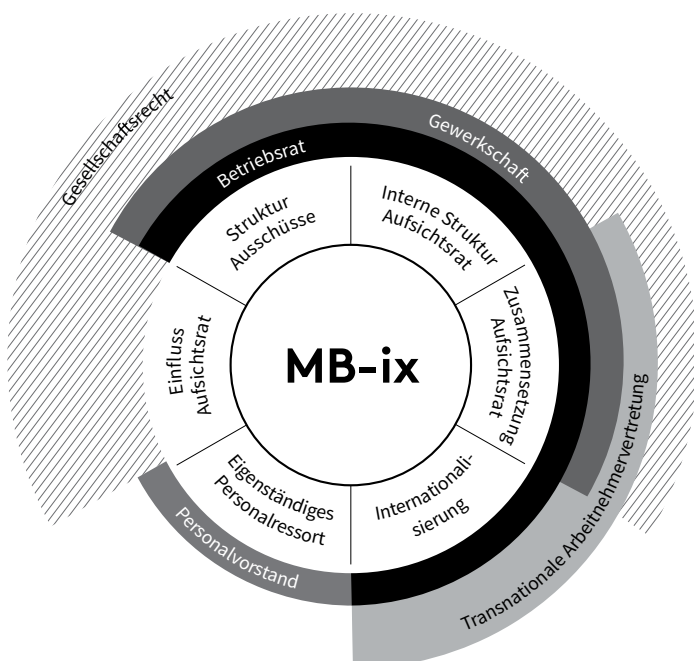
Der **MB-ix** setzt sich aus sechs Komponenten zusammen, die wiederum aus verschiedenen sozialwissenschaftlich messbaren Einzelmerkmalen bestehen (vgl. [Mitbestimmungsreport 22](#)). Umgekehrt formuliert, spiegeln die einzelnen Indikatoren jeweils konkrete Sachverhalte wider, werden dann zu thematisch relevanten Komponenten zusammengefasst und schließlich gewichtet im Gesamtindex zu einem einzigen Messwert aggregiert („one number approach“). Der Mitbestimmungsindex kann für jede untersuchte Firma einen Wert zwischen Null und 100 annehmen. Das Maximum ist erreicht, wenn alle Merkmale der Verankerung der Mitbestimmung vollständig vorhanden sind.

Die erste der sechs Komponenten des Mitbestimmungsindex analysiert die Zusammensetzung des Aufsichtsrats und erhebt die Anzahl und Art der Mandate der Arbeitnehmervertretungen. Die zweite Komponente fokussiert ebenfalls auf die Struktur des Aufsichtsrats und behandelt den stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden. Die dritte Komponente spiegelt die Existenz und Besetzung der Ausschüsse im Aufsichtsrat wider. Die vierte Komponente konzentriert sich weniger auf die Unternehmensmitbestimmung, sondern vielmehr auf die Internationalisierung und die betriebliche Mitbestimmung. Sie misst den Grad der Internationalisierung und erhebt, ob eine grenzüberschreitende Vertretung der Arbeitnehmerinteressen gewährleistet ist, das heißt, ob Europäische Betriebsräte beziehungsweise Betriebsräte in Europäischen Gesellschaften (*Societas Europaea*, SE) existieren. Die fünfte Komponente erfasst die Einflussmöglichkeit des Aufsichtsrats, die aus der Rechtsform und den damit verbundenen gesetzlich legitimierten Rechten und Pflichten resultiert. Die sechste Komponente integriert schließlich die Existenz eines eigenständigen Personalressorts im Vorstand. Einerseits verantwortet der Aufsichtsrat die Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder, so dass es einen direkten Einfluss auf die Struktur des Vorstands gibt. Andererseits ist die gesonderte Eigenständigkeit der Ausdruck für die Relevanz der Personalarbeit neben anderen Vorstandsbereichen.

Das Zusammenwirken der sechs Komponenten bestimmt den Mitbestimmungsindex, wobei die einzelnen Bereiche unterschiedlich stark in den Index eingehen. Die ersten vier Komponenten ergeben sich aus einem engeren Verständnis der Mitbestimmung und werden damit als eher direkte Einflussfaktoren mit jeweils 20 Prozent gewichtet. Die beiden weiteren Komponenten sind eher indirekte Einflussgrößen und werden mit jeweils 10 Prozent gewichtet. [Anhang 4.3](#) zeigt die gewichteten Komponenten im Überblick. Der Index erfasst damit sehr unterschiedliche

Anhang 4.2

Überblick zur Konstruktion des Mitbestimmungsindex MB-ix mit seinen Komponenten



Quelle: Scholz / Vitols 2016, Darstellung: Lüth.

Hans Böckler
Stiftung

Komponenten des Mitbestimmungsindex MB-ix

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

Quelle: Scholz/Vitols 2016

Hans Böckler
Stiftung

Dimensionen der Mitbestimmung und verknüpft die Instrumente mit den Akteuren wie Gewerkschaften, Betriebsräte und internationale Arbeitnehmervertretungen sowie das Management der Unternehmen. Erfasst wird damit das Ausmaß der institutionell geronnenen und strukturell verankerten Mitbestimmung, die in der Realität von den Akteuren allerdings weiter ausdifferenziert und unterschiedlich gelebt wird.

Damit weist der MB-ix aus Forschungsperspektive zwei wesentliche Vorteile auf: die starke Differenzierung in der konzeptionellen Erfassung der Mitbestimmung und die Kopplung zwischen betrieblicher Mitbestimmung und Unternehmensmitbestimmung. Darüber hinaus bietet der MB-ix die Möglichkeit, einen

Zusammenhang zu Indikatoren der unternehmensbezogenen Nachhaltigkeit herzustellen, zum Beispiel zum Zusammenhang von MB-ix und „guter Arbeit“, der Rolle von Investoren, Innovationsaktivitäten oder der Vergütung des Managements. Weiterhin bietet der Datensatz aufgrund des mehrjährigen Erhebungszeitraums analytisch die Möglichkeit zur Querschnitts- und Längsschnittbetrachtung. Der MB-ix wurde bisher für die Jahre 2006 bis 2023 kalkuliert, für alle 160 jeweils zum Jahresende im DAX, MDAX, SDAX und TecDAX notierten Unternehmen erfasst sowie für etwa 50 weitere paritätisch mitbestimmte Unternehmen. Außerdem gibt es einen weiteren Datensatz für den CDAX von 2010 bis 2023.



Online-Kalkulator zum MB-ix

Auf <https://www.mitbestimmung.de/html/mb-ix-kalkulator.html> steht ein Kalkulator zur Verfügung, mit dem die Berechnung des MB-ix für ein einzelnes Unternehmen möglich ist. Dazu müssen einige unternehmensspezifische Fragen beantwortet werden, etwa zur Zusammensetzung des Aufsichtsrats, zum stellvertretenden Vorsitzenden, zu den Ausschüssen, zur Existenz von Europäischen Betriebsräten oder zum Personalressort im Vorstand. Basierend auf den Eingaben wird der spezifische MB-ix-Wert ausgegeben. Die Nutzung steht allen offen und ist kostenfrei. Verschiedene Studien sowie Poster, Videos und Broschüren stehen zur Verfügung unter <https://www.mitbestimmung.de/mbix>.

MB-IX KALKULATOR

Der MB-ix Kalkulator ermöglicht es, für mitbestimmte Unternehmen den Mitbestimmungsindex (MB-ix) zu berechnen. In den Index gehen mehrere Komponenten ein, deren Ausprägung mit der Beantwortung der folgenden Fragen erfasst wird. Voraussetzung für die Beantwortung der Fragen ist, dass das Unternehmen über einen Aufsichtsrat verfügt, an dem Arbeitnehmervertreter/innen beteiligt sind. Die eingegebenen Daten werden nur für die Berechnung des MB-ix verwendet und nicht gespeichert.

Jetzt starten

Aktionärswert (Shareholder-Value): Im engeren betriebswirtschaftlichen Sinn bezeichnet dies den Marktwert des Eigenkapitals. Im weiteren Verständnis umfasst der Begriff aber auch Strategien oder eine Unternehmenspolitik, die auf die Steigerung des Eigenkapitals ausgerichtet sind und andere Unternehmensziele (wie Nachhaltigkeit) nachordnen. Letztlich geht es im Shareholder-Value-Ansatz darum, die Eigenkapitalrendite durch Gewinnmaximierung zu erhöhen.

Anteilseigner*innen: Das sind natürliche (z. B. Kleinanleger*innen) oder juristische Personen (z. B. Fonds), die Anteile an einem Unternehmen besitzen, beispielsweise in Form von gekauften Aktien. Die Rechte und Pflichten der Anteilseigner*innen, etwa bei Abstimmungen, bei der Gewinnbeteiligung oder bezüglich der Haftung, variieren je nach Rechtsform des Unternehmens.

Branchendummies: Bei Regressionsanalysen werden oft Kontrollvariablen einbezogen. Bei der Analyse von Unternehmensdaten sind das typischerweise die Größe und die Branche. Die Größe kann zum Beispiel anhand von Umsätzen oder der Marktkapitalisierung gemessen werden, bei der Branche gibt es nur die Möglichkeiten „zugehörig“ oder „nicht zugehörig“. Daher wird bei Branchen eine Dummy-Variable eingeführt, die 1/0-codiert ist. In der Regressionsanalyse kann dann der Effekt auf die abhängige Variable berechnet werden: Wenn beispielsweise das Unternehmen zu einer speziellen Industrie gehört, gibt es einen Zusammenhang zwischen Variable 1 und Variable 2.

Chi-Quadrat-Test: Der Chi-Quadrat-Test ist ein statistisches Verfahren, das prüft, ob ein Zusammenhang zwischen zwei Variablen zufällig oder statistisch signifikant ist.

Dividende: Die Dividende ist der an Aktionär*innen ausgeschüttete Teil des Gewinns.

Dividendenpolitik: Das ist die Unternehmensstrategie zur Gewinnausschüttung. Sie legt fest, ob, wann und in welcher Höhe Dividenden an Aktionär*innen ausgezahlt werden.

Dividendenrendite: Die Dividendenrendite setzt die Dividende ins Verhältnis zum Aktienkurs.

ESG: Die Abkürzung steht für Environment, Social und Governance im Kontext der Nachhaltigkeit. Gemessen wird die Leistung eines Unternehmens in den Bereichen Umwelt, Soziales sowie Unternehmenssteuerung und -kontrolle. Um dieses komplexe Phänomen der Nachhaltigkeit messbar zu machen, nutzen Ratingagenturen (siehe Kapitalmarktakteure) systematische Bewertungsverfahren (siehe Scoringmodell).

Kapitalstock: Das ist der Bestand an Sachanlagevermögen, mit dem langfristig produziert werden kann, etwa Gebäude, Maschinen, Fahrzeuge und Werkzeuge.

Kapitalmarktakteure: Das sind Akteure, die Aktien, Anleihen und andere Finanzinstrumente kaufen, verkaufen oder vermitteln:

- Privatpersonen
- Banken, Kreditinstitute, Fondsgesellschaften
- Staat, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden
- Ratingagenturen (bewerten z. B. Aktien)
- Wirtschaftsprüfer*innen (kontrollieren z. B. Bilanzen)

Marktkapitalisierung: Ergibt sich aus der Multiplikation der ausgegebenen Aktien mit dem aktuellen Aktienkurs und gibt damit den Börsenwert eines Unternehmens wieder.

MB-ix (Mitbestimmungsindex): Er misst die institutionelle Verankerung von Mitbestimmung. Der MB-ix setzt sich aus sechs Komponenten zusammen, die aus verschiedenen sozialwissenschaftlich messbaren Einzelmerkmalen bestehen. Der Index kann Werte zwischen 0 und 100 annehmen. Das Maximum ist erreicht, wenn alle Merkmale der Verankerung der Mitbestimmung vollständig erfüllt sind. Weitere Details in Anhang 4.

Regressionsmodell und Signifikanzniveau: Mit einem Regressionsmodell kann der Zusammenhang zwischen einer abhängigen und einer oder mehreren unabhängigen Variablen untersucht werden. Das festgesetzte Signifikanzniveau gibt an, welche Wahrscheinlichkeit besteht, dass der geschätzte Effekt nicht korrekt ist, die Nullhypothese also fälschlicherweise verworfen wird. Oft werden für diese Fehlertoleranz die Signifikanzniveaus in Höhe von $p = 0,1$ bzw. 10 Prozent Irrtumswahrscheinlichkeit, $p = 0,05$ bzw. 5 Prozent, $p = 0,01$ bzw. 1 Prozent und $p = 0,001$ bzw. 0,1 Prozent genutzt. Der p-Wert gibt an, wie wahrscheinlich es ist, dass die Nullhypothese doch stimmt (es also keinen Effekt gibt). Beispielsweise gibt es in Modell 2 mit dem Verfahren „REG, Robust“ einen hoch signifikanten Einfluss der Profitabilität auf die Beschäftigungsentwicklung (siehe Anhang 2). Der p-Wert, also die Wahrscheinlichkeit, dass die Nullhypothese stimmt (und es keinen Effekt der Profitabilität gibt), ist hier kleiner als 1 Prozent. Da dieser Fehler bei Verwerfen der Nullhypothese also sehr gering ist, wird sie abgelehnt und von einem hoch signifikanten Effekt der Profitabilität auf die Beschäftigungsentwicklung ausgegangen.

Rendite: Die Rendite ist der Ertrag beziehungsweise Gewinn im Verhältnis zum eingesetzten Kapital.

Scoringmodell: Das ist ein systematisches Verfahren, bei dem Unternehmen nach verschiedenen Kriterien bewertet und vergleichbar gemacht werden. Die Kriterien werden je nach Fragestellung unterschiedlich gewichtet und verrechnet. So können auch komplexe Eigenschaften messbar gemacht werden – etwa Nachhaltigkeit (siehe ESG) oder Verankerung der Mitbestimmung (siehe MB-ix).

Shareholder-Value: siehe Aktionärswert

Stakeholder: Das sind die Anspruchsgruppen eines Unternehmens. Sie haben Ansprüche, weil sie selbst Teil des Unternehmens sind (z. B. Anteilseigner*innen und Beschäftigte) oder weil sie von den Aktivitäten des Unternehmens beeinflusst werden (z. B. Kunden, Wettbewerber oder der Staat).

Variationskoeffizient: Statistisches Streuungsmaß, das angibt, wie stark Werte um ihren Mittelwert schwanken. Anders als die Standardabweichung ist der Variationskoeffizient dimensionslos und ermöglicht den Vergleich unterschiedlicher Variablen. Ausführliche Erläuterung siehe Kapitel 5.

LITERATUR

- Bebchuk, L. A./Brav, A./Jiang, W. (2015):** The Long-term Effect of Hedge Fund Activism. In: *Columbia Law Review* 115 (5), S. 1085–1155.
- Bessler, W./Vendrasco, M. (2023):** Corporate Governance und aktivistische Investoren in Deutschland. Working Paper Forschungsförderung 311. Düsseldorf. https://www.boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-008739
- Blair, M. M. (2003):** Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom. In: Cornelius, P. K./Kogut, B. (Hg.): *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. New York, Oxford, S. 53–82.
- Brealey, R. A./Myers, S. C. (1988):** *Principles of Corporate Finance*. Third Edition, New York.
- Eulerich, M./Fligge, B./Imdieke, A. (2022):** Does codetermination reduce shareholder value? Board-level employee representation, firms' market value, and operational performance. SSRN-Paper <https://ssrn.com/abstract=3729150>
- Fauver, L./Fuerst, M. E. (2006):** Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. In: *Journal of Financial Economics* 82 (3), S. 673–710.
- Garel, A./Petit-Romec, A. (2021):** Engaging Employees for the Long Run: Long-Term Investors and Employee-Related CSR. In: *Journal of Business Ethics* 174, S. 35–63.
- Gorton, G./Schmid F. A. (2004):** Capital, Labor, and the Firm: A Study of German Codetermination. In: *Journal of the European Economic Association* 2 (5), S. 863–905.
- Graham, B. (2006):** *The Intelligent Investor. The Definitive Book on Value Investing*. Revised Edition, Reprint, New York u.a.
- Haw, I.-M./Hu, B./Wu, D./Zhang, X. (2018):** Having a Finger in the Pie: Labor Power and Corporate Payout Policy. In: *Financial Management* 47 (4), S. 993–1027.
- Hecker, C. (2024):** Dividenden oder Investitionen. Kommentar zur Volkswagen AG. In: *Wirtschaftsdienst* 104 (11), S. 745.
- Hörisch, F. (2009):** *Unternehmensmitbestimmung im nationalen und internationalen Vergleich. Entstehung und ökonomische Auswirkungen*. Berlin, Münster.
- Jacobs, B. (1999):** *Capital Ideas and Market Realities. Option Replication, Investor Behavior, and Stock Market Crashes*. Malden.
- Kim, E. H./Maug, E./Schneider, C. (2018):** Labor Representation in Governance as an Insurance Mechanism. In: *Review of Finance* 22 (4), S. 1251–1289.
- Mondello, E. (2017):** *Aktienbewertung. Theorie und Anwendungsbeispiele*. 2. Aufl., Wiesbaden.
- Morningstar (Hg.) (2014):** Fact Sheet: Die Morningstar Style Box™. https://advisor.morningstar.com/enterprise/MorningstarStyleBox_FactSheet.pdf
- Morningstar (Hg.) (2018):** Morningstar Style Box™ Methodology. February 28, 2018. <https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/678263-Style-BoxMethodology.pdf>
- Murphy, J. J. (2014):** *Technische Analyse der Finanzmärkte*. 11. Aufl., München.
- Petry, S. (2018):** Mandatory Worker Representation on the Board and Its Effect on Shareholder Wealth. In: *Financial Management* 47 (1), S. 25–54.
- Rapp, M. S./Wolff, M. (2019):** Mitbestimmung im Aufsichtsrat und ihre Wirkung auf die Unternehmensführung – Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise. Study der Hans-Böckler-Stiftung 424. Düsseldorf.
- Renaud, S. (2007):** Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany. In: *Labour* 21 (4/5), S. 689–712.
- Scholz, R. (2021):** Labour in the Board and Good Work. How to Measure and Evidence from Germany. In: *Management Revue – Socio-Economic Studies* 32 (3), S. 219–243.
- Scholz, R. (2023):** Unternehmensmitbestimmung und die sozialökologische Transformation. Zusammenhang zwischen Mitbestimmungsindex und ESG-Kriterien in börsennotierten Unternehmen. Mitbestimmungsreport 79. Düsseldorf.
- Scholz, R./Vitols, S. (2016):** Der Mitbestimmungsindex MB-ix. Wirkungen der Mitbestimmung für die Corporate Governance nachhaltiger Unternehmen. Mitbestimmungsreport 22. Düsseldorf. https://www.imu-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-006332
- Scholz, R./Vitols, S. (2019):** Board-Level Codetermination. A Driving Force for Corporate Social Responsibility in German Companies? In: *European Journal of Industrial Relations* 25 (3), S. 233–246.
- Scholz, R./Vitols, S. (2021):** Mitbestimmt ist nicht gleich mitbestimmt: Pfadabhängige Variation der Unternehmensmitbestimmung in Deutschland. In: *Industrielle Beziehungen* 28 (3), S. 317–341.
- Schwager, J. D. (2012):** *Market Wizards. Interviews with Top Traders*. Hoboken.
- Sommer, U. (2024):** Dax-Konzerne in ausländischer Hand. In: *Handelsblatt* Nr. 148 vom 2. August 2024, S. 22.
- Stata (Hg.) (2025):** *Diverse Manuals*. <https://www.stata.com/>
- Stout, L. (2012):** *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. San Francisco.
- Useem, M. (1996):** *Investor Capitalism. How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York.
- Vitols, S. (2011):** What Is the Sustainable Company? In: Vitols, S./Kluge, N. (Hg.): *The Sustainable Company. A New Approach to Corporate Governance*. Brüssel, S. 15–37.
- Vitols, S./Scholz, R. (2021):** Unternehmensmitbestimmung und langfristige Investitionen in deutschen Unternehmen. In: *WSI-Mitteilungen* 74 (2), S. 87–97.
- Zweig, M. E. (1997):** *Martin Zweig's Winning on Wall Street*. Revised Edition, New York.
- Zwölfer, R./Lenk, A. (2023):** Aktivistisch Investierende und ihre Einflussnahme auf Unternehmen. In: *Wirtschaftsdienst* 103 (11), S. 783–787.



Alle Links wurden zuletzt
am 14.01.2026 geprüft

Das I.M.U. (Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung der Hans-Böckler-Stiftung) berät und qualifiziert Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, Betriebs- und Personalräten sowie Arbeitsdirektorinnen und Arbeitsdirektoren. Demokratie lebt von Mitbestimmung. Wir fördern eine Kultur, in der Menschen sich einbringen, mitentscheiden und mitgestalten können. Im Alltag und am Arbeitsplatz.



LINKEDIN

Auf unserer LinkedIn-Seite teilen wir regelmäßig spannende Best-Practice-Beispiele, aktuelle Neuigkeiten aus unserem Institut und interessante Einblicke in die Arbeit unserer engagierten Kolleg*innen. Du erhältst wertvolle Beiträge zu unseren I.M.U.-Fachthemen und bleibst stets über die neuesten Entwicklungen informiert. Folge uns auf LinkedIn und bleibe immer auf dem neuesten Stand:

<https://de.linkedin.com/company/institut-für-mitbestimmung-und-unternehmensführung>



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Das Mitbestimmungsportal der Hans-Böckler-Stiftung bietet Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertretern umfangreiches Orientierungs- und Handlungswissen: aktuell, informativ und passgenau auf Eure Bedürfnisse zugeschnitten.

Jetzt kostenlos auf <https://www.mitbestimmung.de> registrieren und für unseren Newsletter anmelden.



MITBESTIMMUNG DURCH PRAXISWISSEN GESTALTEN

Betriebs- und Dienstvereinbarungen zeigen: Betriebliche Praxis gestaltet heute gute Arbeit von morgen. Wir stellen Beispiele vor, bei denen sich Mitbestimmungsakteure und Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber auf Regelungen verständigt haben, um Folgen digitaler und technologischer Entwicklungen positiv im Sinne der Beschäftigten mitzubestimmen.

<https://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen>

IMPRESSUM

Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)
der Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Str. 18, 40474 Düsseldorf
Telefon +49 (211) 7778-172

<https://www.mitbestimmung.de>

Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 7778-150
rainer-jung@boeckler.de

Satz: Yuko Stier

Redaktion

Dr. Robert Scholz
Referat Research
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 7778-642
robert-scholz@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 86, 01.2026

ISSN 2364-0413



„Aktionärsinteressen und Beschäftigteninteressen“ von Robert Scholz ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

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

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

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