

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Vorstandsvergütungspraxis in Österreich“

Verfasserin

Dorit Muzicant

Angestrebter akademischer Grad

Magistra/Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im Jänner 2009

Studienkennzahl lt. Studienblatt: 157

Studienrichtung lt. Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer/Betreuerin: Univ.-Prof. Dr. Burcin B. Yurtoglu

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung	1
2 Der Prinzipal Agent Konflikt	5
<i>2.1 Asymmetrische Informationsverteilung</i>	7
2.1.1 Hidden action	8
2.1.2 Hidden information	8
2.1.3 Hidden characteristics	9
2.1.4 Hidden intention	9
<i>2.2 Lösungsmechanismen</i>	9
3 Corporate Governance	11
<i>3.1 Meilensteine in der Entwicklung des CG</i>	12
3.1.1 Großbritannien	13
3.1.2 OECD.....	14
3.1.3 EU	14
3.1.4 Deutschland	15
3.1.5 Österreich	17
4 Offenlegung der Vorstandsvergütung - Ökonomische Argumente pro/kontra	19
<i>4.1 Traditionelle Prinzipal – Agenten Ansätze</i>	19
<i>4.2 Neuere Prinzipal – Agenten Ansätze</i>	20
<i>4.3 Equity Theorie</i>	23
<i>4.4 Bidding – Up Theorie</i>	26
<i>4.5 Unraveling Theorie</i>	27
5 Empirische Studie	30
<i>5.1 Resultate der einfachen Regression</i>	34
5.1.1 Einfluss der Größe auf die Gehälter	34

5.1.2 Einfluss der Profitabilität auf die Gehälter	36
<i>5.2 Resultate der multiplen Regression.....</i>	<i>37</i>
<i>5.3 Interpretation.....</i>	<i>38</i>
6 Literaturverzeichnis	39
7 Anhang 1 – In der empirischen Studie verwendete Unternehmen	42
8 Anhang 2 – Die der empirischen Studie zugrunde liegenden Daten	43
9 Anhang 3 – Abstract in deutscher Sprache	44
10 Anhang 4 – Abstract in englischer Sprache.....	45
11 Anhang 5 – Curriculum Vitae	46

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Deutsche Codes im Vergleich.....	16
Tabelle 2: Beschreibende Statistiken über Vergütungsdaten (in Tausend).....	33

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Einordnung der PA Theorie.....	6
Abbildung 2: Die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent	7
Abbildung 3: Meilensteine der internationalen Entwicklung	18
Abbildung 4: Erlösfunktion in Abhängigkeit des Anstrengungsniveaus.....	22
Abbildung 5: Einfluss der Marktkapitalisierung 2004 auf Vorstandsbezüge 2005	35
Abbildung 6: Einfluss der Marktkapitalisierung 2005 auf Vorstandsbezüge 2006	35
Abbildung 7: Einfluss der Profitabilität 2004 auf Vorstandsbezüge 2005.....	36
Abbildung 8: Einfluss der Profitabilität 2005 auf Vorstandsbezüge 2006.....	36

Formelverzeichnis

Formel 1: Anstrengungsfunktion.....	21
Formel 2: Gleichgewicht gemäß der Equity Theorie.....	24
Formel 3: Geschätztes Gehalt des Agenten i.....	24
Formel 4: Geschätztes Gehalt des Kollegen unter Annahme der Überschätzung.....	25
Formel 5: Anstrengungsniveau im Transparenzszenario.....	26
Formel 6: Anstrengungsniveau in einem Intransparenz-Szenario	26
Formel 7: Regressionsfunktion	37

Abkürzungsverzeichnis

ACGC	Austrian Corporate Governance Code
BMJ	Bundesministerium der Justiz
bzw	beziehungsweise
CG	Corporate Governance
dAktG	deutsches Aktiengesetz
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
EGT	Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
ev	eventuell
GoU	Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensleitung
idR	in der Regel
IWP	Institut österreichischer Wirtschaftsprüfer
MPA	Managerial Power Approach
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
OCA	Optimal Contracting Approach
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
ÖVFA	Österreichischer Verein für Finanzanalysten und Manager
RET	Return on Stock
ROA	Return on Assets
ROC	Return on Capital
ROE	Return on Equity

1 Einleitung

Andreas Treichl, Wolfgang Ruttenstorfer, Boris Nemsic, sowie die Namen vieler weiterer Vorstände österreichischer, börsennotierter Aktiengesellschaften, zierten in Begleitung fettgedruckter Zahlen in den vergangenen Monaten die Titelseiten vieler Tages-, Wochen- und Monatszeitungen und erregten damit nicht wenig Aufsehen. So titulierte „Profil“ im Jänner 2008 *„Der Streit um die Einkommen“*, „Trend“ im Februar 2008 *„Was sie wirklich verdienen“*, „News“ im April 2008 *„Der Gagen-Striptease“*, „Format“ im Mai 2008 *„Die Einkommenskluft“* und „Der Standard“ ebenfalls im Mai 2008 *„Gehaltsexzesse unter Managern“*, um nur einige zu nennen. Als „eklatante Unverhältnismäßigkeit“ oder „Entschweben in irrationale Dimensionen“ wird die Kluft zwischen den Gehältern oft beschrieben. Angesichts dieses Brisanztheitsgrades machte die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel die Managergehälter sogar zum Wahlkampfthema und spätestens nach Einbruch der weltweiten Finanzkrise sind die Vorstandsgagen auch in Österreich zum Gegenstand politischer Diskussion geworden.¹

Kann ein Angestellter tatsächlich das 100-fache eines anderen Angestellten wert sein, ist dabei die am häufigsten gestellte Frage. Andreas Treichl, Vorstandsvorsitzender der Ersten Bank, bezog vergangenes Jahr eine Gage von ca. 4,5 Millionen Euro, während ein durchschnittlicher Schalter-Angestellter ca. 25.000.- Euro verdiente. Es stellt sich also die Frage ob Herr Treichl einem Wert von ca. 200 Schalter-Angestellten entsprechen kann und wie es dabei um die Gerechtigkeit steht?

Klaus Raidl, Vorstandsvorsitzender der Böhler Uddeholm und Christian Felber, Gründer der alternativen Wirtschaftsplattform „attac“, einer internationale Bewegung, die sich für eine demokratische und sozial gerechte Gestaltung der globalen Wirtschaft einsetzt, führten zu eben diesem Thema ein Streitgespräch, das im „Trend“ vom Februar 2008 erschien. Herr Raidl vertrat den Standpunkt, es sei an der Zeit, sich bei der Frage nach den Gehaltsunterschieden von der Gerechtigkeitsdiskussion zu verab-

¹ vgl. Format Nr. 43/08 (S. 26 – 27)

schieden, denn „in einer Marktwirtschaft – und alle anderen Systeme haben sich als nicht sehr zielführend erwiesen – entscheiden Verhandlungen über die Höhe, also der Markt.“² Herr Felber hingegen argumentierte, der Markt sei irrational und ungerecht und verlangte eine Höchstbegrenzung mit dem Faktor 20. Dem entgegnete Herr Raidl mit der Gefahr des Verlustes guter Manager an das Ausland.³ Im Übrigen fordert auch die AK eine Limitierung der Vorstandsgehälter auf das 20-fache des durchschnittlichen Beschäftigungsbezuges.⁴ Der Versuch, der Frage nach der Gerechtigkeit auf pragmatische Weise auf den Grund zu gehen, führt unweigerlich zur Gegenfrage: Wie hätte sich das Unternehmen mit einem anderen Vorstandsvorsitzenden an seiner Spitze entwickelt? Angesichts der zahlreichen Variablen jedoch – angefangen bei der Qualität und der Motivation der Mitarbeiter bis hin zu weltwirtschaftlichen Parametern – die zum Erfolg eines Unternehmens beitragen, erscheint die Eruiierung des Einflusses eines einzigen Individuums unmöglich. Dabei drängt sich die Frage auf wieso dieses Thema ein derart brisantes ist? Dorff, der ein ähnliches Beispiel mit dem ehemaligen General Electrics CEO Jack Welch bringt, sagt hierzu: „Perhaps a better question would ask why we should care?“⁵ Er argumentiert folgendermaßen: Gesetzt den Fall Herr Treichl wäre überbezahlt, käme das Geld aus der Erste Bank-Tasche und nicht aus unserer und selbst für Erste Bank-Aktionäre macht Herr Treichls Gehalt eine unbedeutend kleine Summe aus, bezogen auf eine Pro-Aktie-Basis.

Worauf ist nun also die Faszination rund um das Thema Vorstandsvergütung zurückzuführen? Etwa auf Neugierde und Neid der weniger gut verdienenden Klasse oder steckt mehr dahinter? Dorff drückt das folgendermaßen aus: „The answer involves the core issue of corporate governance (CG) law: how can we structure legal constraints that will minimize the agency costs inherent in the separation of ownership and control in publicly held corporations?“⁶ Die sich ergebende Problematik rührt aus dem Prinzipal Agent Konflikt her, die sich dadurch ergibt, dass jene die die Firma besitzen (Anteilseigner), diese nicht kontrollieren und vice versa. Die Anteilseigner (Ak-

² Trend Nr.2 (2008, S. 58)

³ vgl. Trend Nr.2 (2008, S. 58)

⁴ vgl. Angerer [Zugriff am 26.09.2008]

⁵ Dorff (2005, S. 257)

⁶ ebenda

tionäre) sind oft verstreut und besitzen selten einen ausreichend großen Anteil zur Rechtfertigung genauer Überwachung bestimmter unternehmerischer Entscheidungen. Der Aufsichtsrat, der durch die ihm zugewiesene Kontrollfunktion den primären CG Mechanismus darstellt, hat sich leider nur allzu oft als notorisch schlechter Überwacher erwiesen.

Ein interessantes Beispiel hierfür ist die Rechtfertigung des Aufsichtsratsvorsitzenden Josef Kaltenbacher der Firma Bewag, einem burgenländischen Energieversorger, die seinem Vorstand Hans Lukits ein Gehalt von knapp € 300.000.- zahlt. Das Problem hierbei ist, dass die Bewag zu 51% im Besitz des Landes Burgenland ist, und Bezüge von Managern in Unternehmen die im Mehrheitsbesitz des Landes stehen, mit dem Jahreseinkommen des Landeshauptmannes gedeckelt sind. Dieses beläuft sich auf € 230.000.-, was das Salär des Herrn Lukits deutlich über dem gesetzlichen Limit liegen lässt. Von Seiten des Aufsichtsrates wurden zur offensichtlichen Deckung des Vorstandes zwei arbeitsrechtliche Gutachten eingeholt die die Vergütung für rechtens erklärten. Das diese Expertisen über € 40.000.- gekostet haben sollen – wie aus Kreisen der Landesregierung zu hören ist – lässt die Optik auch nicht besser aussehen. Die Argumentation der Gutachten beruht auf dem Aufzeigen der Tatsache, dass das Fixum unterhalb der gesetzlichen Grenze liege, und erst der Bonus die Gage darüber hinauswachsen lasse. Diese Logik lässt vor allem eines deutlich werden: Das Gesetz kann völlig unproblematisch umgangen werden indem die Latte für den Bonus so niedrig gelegt wird, dass praktisch jedes Gehalt vertretbar ist.

Eine weitere interessante Angelegenheit stellt die Geschäftsbeziehung im Dreiergespann Bewag – Pavkon – MKW dar. In einer Kooperation zwischen Bewag und Pavkon, in der die gemeinsame Errichtung und Projektierung von Windparks und Biomassekraftwerken forciert wurden, ließ sich die Pavkon bei Provisionsverhandlungen von der Kanzlei MKW vertreten. Dies ist deswegen bedenklich, da Josef Münzenrieder nicht nur Vorstand der Bewag ist, sondern auch für das „M“ bei MKW steht, was bedeutet, dass die Bewag über die Provisionskonditionen einer geschäftlichen Koopera-

tion ausgerechnet mit einer Kanzlei verhandelt an dessen Spitze ein Bewag Vorstand vertreten ist. Damit verhandelt der Bewag Vorstand mit oder gegen sich selbst.⁷

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit dem Problem des Prinzipal Agent Konflikts, sowie mit dem Begriff des Corporate Governance. Besonderes Augenmerk wurde auf Artikel 31 des österreichischen CG Kodex gelegt, in dem es um die Offenlegung der Vorstandsvergütungen geht. Als Abrundung werden in einer empirischen Studie verschiedene Einflussfaktoren auf die Vorstandsvergütung österreichischer börsennotierter Aktiengesellschaften untersucht.

⁷ Format Nr. 36 (2008, S. 38 – 39)

2 Der Prinzipal Agent Konflikt

Bevor der Inhalt der Prinzipal Agent (PA) Theorie erläutert wird, soll ein kurzer Einblick in die Einordnung dieser Theorie im Rahmen der Wirtschaftswissenschaft erfolgen. Dazu muss bis in die lange vorherrschende Theorie der Neoklassik ausgeholt werden. Kerngedanke war hierbei das Konstrukt des vollkommenen Marktes, in dem Anbieter und Nachfrager vollkommen rational handeln und Daten sofort und ohne Aufwand verarbeitet werden. Die Suche nach Vertragspartnern, das Aushandeln von Verträgen und die Kontrolle der Einhaltung dieser, sowie das Entstehen von Kosten bei Transaktionen oder ganz allgemein die Frage danach was die Institution „Markt“ überhaupt begründet, werden in der Neoklassik ausgeblendet.⁸ Die Theorie der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ) – auch bekannt als Neue Organisationsökonomik – füllt eben diese Lücken. Ihre Analyse beruht auf der grundlegenden Erkenntnis, dass Verordnungen, Gesetze und Unternehmen (formelle Institutionen) sowie Traditionen, soziale Normen und Mentalität (informelle Institutionen) das wirtschaftliche Geschehen enorm beeinflussen.⁹ Weiters erkennt die NIÖ das Entstehen von Transaktionskosten an und nimmt Abstand von der realitätsfernen Ansicht, dass alle Beteiligten vollständig rational handeln. Damit wird opportunistischem Denken Platz eingeräumt, was dem Zustand der Realität wesentlich näher kommt.

Die NIÖ lässt sich in drei Teilbereiche gliedern: Transaktionskostenökonomik, Verfügungsrechtsanalyse – auch bekannt unter Property–Rights–Analyse – und Ökonomische Vertragstheorie. Letztere befasst sich mit Anreizproblemen und Fragen asymmetrischer Informationen¹⁰ und lässt sich in zwei Gruppen gliedern: Die PA Theorie und die Theorie relationaler Verträge. Die PA Theorie bildet die Gruppe jener, bei denen asymmetrische Informationen zwischen den Parteien eines Vertrages herrschen. Die Theorie relationaler bzw. unvollständiger Verträge andererseits bildet die Gruppe jener, bei denen Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien

⁸ vgl. Storn [Zugriff am 21.12.2008]

⁹ vgl. Richter und Furubotn (1999)

¹⁰ Auf das Prinzip asymmetrischer Informationsverteilung wird in Kapitel 2.1 genauer eingegangen.

einerseits und einem Dritten (z.B. einem Gericht) bestehen. Abbildung 1 bietet einen entsprechenden Überblick.

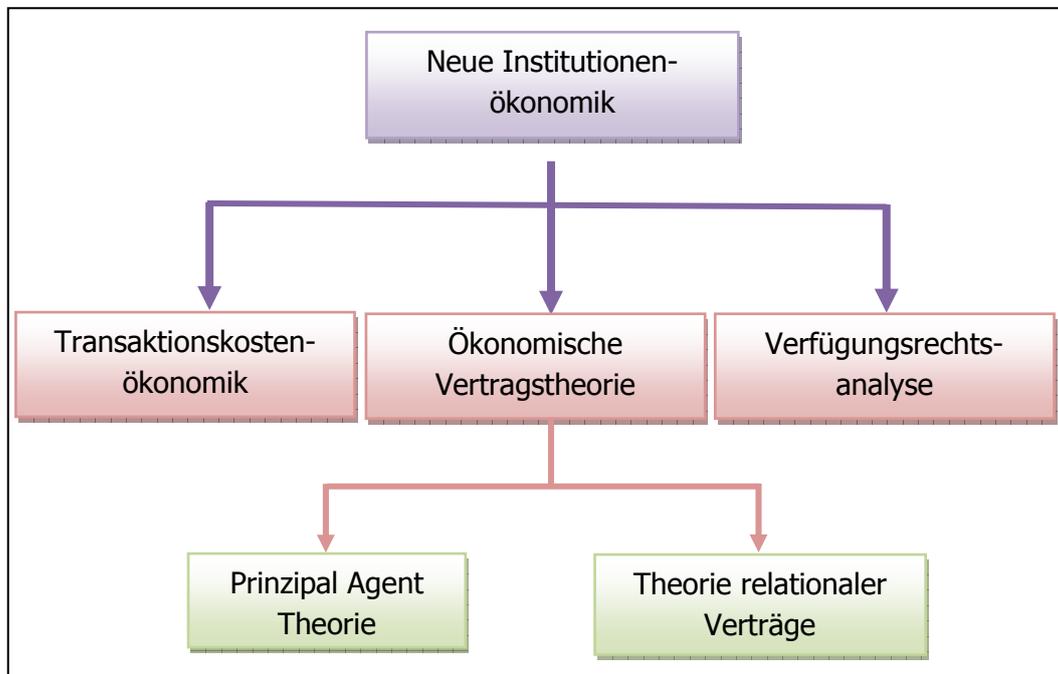


Abbildung 1: Einordnung der PA Theorie

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Richter und Furubotn (1999, S. 35 – 36)

Nachdem die Einordnung der PA Theorie im Rahmen der wissenschaftlichen Disziplin erfolgte, soll nun auf den eigentlichen Inhalt der Theorie eingegangen werden.

Börsennotierte Aktiengesellschaften sind geprägt von einem besonderen Merkmal: Der Trennung von Eigentum und Leitung. „*The essence of the agency problem is the separation of management and finance, or – in more standard terminology – of ownership and control.*“¹¹ Auf der einen Seite gibt es die Eigentümer (Prinzipale), denen das Unternehmen anteilig gehört und auf der anderen Seite die Manager (Agenten) die von den Eigentümern beauftragt werden das Unternehmen zu leiten. Diese Personengruppen haben inkongruente Interessen und handeln opportunistisch: Während die Manager an einem hohen fixen Gehalt und einer möglichst stressfreien Absolvierung ihrer Aufgaben interessiert sind¹², liegt das Hauptaugenmerk der Anteils-

¹¹ Shleifer and Vishny (1997, S. 740)

¹² vgl. Wirtschaftslexikon24 [Zugriff am 26.09.2008]

eigner auf der überdurchschnittlichen Entwicklung der Firma, sprich einem guten Aktienkurs.

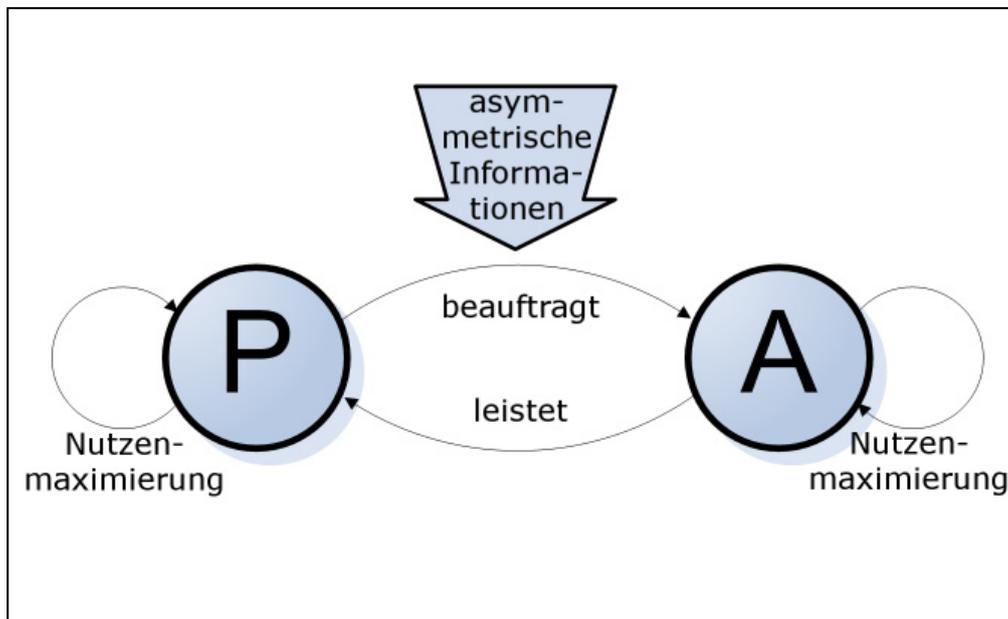


Abbildung 2: Die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent

Quelle: <http://de.wikipedia.org/wiki/Prinzipal-Agent-Theorie>
[Zugriff am 26.09.2008]

2.1 Asymmetrische Informationsverteilung

Ein weiterer wichtiger Eckpfeiler in der PA Theorie ist die asymmetrische Informationsverteilung. Der Agent ist diesbezüglich deutlich besser gestellt als der Prinzipal. Durch den Informationsvorsprung, den der Agent innehat, beeinflussen seine Handlungen nicht nur sein eigenes Nutzenniveau, sondern auch das des Prinzipals.¹³ Es lassen sich vier zentrale Typen von Informationsasymmetrien unterscheiden, die nun im Detail erläutert werden.

¹³ vgl. Manalex [Zugriff: 26.09.2008]

2.1.1 Hidden action

Hierbei handelt es sich um Aktivitäten, über die ein unterschiedlicher Informationsstand vorherrscht. Ein klassisches Beispiel zur Illustrierung dieser Form der Informationsasymmetrie ist die Beziehung zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer: Weist ein Arbeitgeber seinem Arbeitnehmer eine Aufgabe zu, ist es für ersteren mitunter nicht ersichtlich wie gewissenhaft der Arbeitnehmer diese erfüllt, wohingegen dem Arbeitnehmer sein Arbeitseinsatz sehr wohl bekannt ist. Von einer unbeobachtbaren Handlung ist auch dann die Rede, wenn eine Tat zwar beobachtbar ist, ihre Angemessenheit jedoch nicht beurteilt werden kann. Dies ist beispielsweise bei Tätigkeiten von Ärzten oder Rechtsanwälten der Fall. Ein Patient oder Klient kann – sofern es sich nicht um einen Mediziner respektive Juristen handelt – die Handlungen seines Arztes oder Anwaltes beobachten, diese aufgrund fehlenden Fachwissens jedoch nicht einschätzen.¹⁴ Genauso verhält es sich bei der Beziehung zwischen Aktionär und Vorstand: Der Vorstand ergreift eine Handlung, die das angestrebte Resultat beeinflusst, für den Aktionär aber nicht beobachtbar ist oder die Handlung des Vorstands ist zwar beobachtbar, aber vom Prinzipal nicht gegenüber Dritten – beispielsweise einem Gericht – verifizierbar.¹⁵

2.1.2 Hidden information

Besitzt der Agent Informationen über den Zustand der Welt, die der Prinzipal nicht besitzt und die die optimale Wahl seiner Handlungen beeinflussen, so spricht man vom Problem der *Hidden information*. So können Aktionäre eines Import-Export-Handels nicht nachvollziehen, ob ein erfreuliches Firmenergebnis auf eifrige Kundenakquirierung seitens des Managements zurückzuführen ist oder ob lediglich die Wechselkursentwicklung günstig war und daher viele Kunden Geschäfte abgeschlossen haben.¹⁶

¹⁴ vgl. Neus (2001, S. 94 – 95)

¹⁵ vgl. Bannier (2005, S. 70)

¹⁶ ebenda

2.1.3 Hidden characteristics

Bei dieser Form der Informationsasymmetrie handelt es sich um im Verborgenen liegende Eigenschaften des Agenten, die dem Prinzipal ex ante nicht bekannt sind. Diese Eigenschaften sind nicht oder nicht kostenlos veränderbar und offenbaren sich nach Vertragsabschluss. Demzufolge kann der Agent den Prinzipal täuschen wodurch der Prinzipal der Gefahr der so genannten adversen Selektion ausgesetzt ist, also des Risikos der Auswahl eines falschen bzw. unerwünschten Agenten.¹⁷

2.1.4 Hidden intention

Hidden intention drückt folgenden Zustand aus: Ex ante ist es einem Prinzipal unmöglich die wahren Motive eines Agenten zu kennen und damit dessen Verhalten in einer zukünftigen Geschäftsbeziehung vorherzusagen. Anders als bei „Hidden action“ und „Hidden information“ bleiben die Taten des Agenten nicht im Verborgenen, sondern treten nach Vertragsabschluss offen in Erscheinung.

Bei irreversiblen Investitionen seitens des Prinzipals entsteht ein Abhängigkeitsverhältnis: Der Prinzipal ist nicht mehr im Stande den Agenten zu einem interessenskonformen Verhalten zu verleiten. Dieser Zustand wird als „Hold up“ (Ausbeutungsrisiko) bezeichnet.¹⁸

2.2 Lösungsmechanismen

Die Befassung mit dem PA Konflikt lässt sich in zwei grundsätzliche Lager spalten: Den „Optimal Contracting Approach“ (OCA) und den „Managerial Power Approach“ (MPA).

¹⁷ vgl. Wirtschaftslexikon24 [Zugriff: 04.12.2008]

¹⁸ vgl. Wirtschaftslexikon24 [Zugriff: 04.12.2008]

Der erste Ansatz geht von der Prämisse aus, dass durch eine effizient ausgehandelte Entlohnungsstruktur mit den Managern, diese durch die Koppelung ihres Gehalts an variable Komponenten – wie etwa den verzeichneten Erfolg des Unternehmens – einen ausreichenden Anreiz verspüren, im Interesse der Anteilseigner zu handeln.

In einem solchen Gehaltsvertrag werden gängige buchhalterische Größen, wie ROA (Return on Assets), ROC (Return on Capital), ROE (Return on Equity) und RET (Return on Stock) für die Ausweisung von Profitabilität herangezogen. Buchhalterische Profitabilitätsgrößen bringen jedoch zwei wichtige Nachteile mit sich, aufgrund welcher der OCA in der Praxis nur bedingt als erfolgreiche Gegenmaßnahme des Agency Problems greift:

„One, they are vulnerable to shenanigans which create opportunities to boost performance artificially. Second, they are ex-post in nature, such that if some unscrupulous manager determines that the personal benefits of dishonest conduct outweigh the potential loss of compensation on realization of poor performance, and consumes excess perquisites by siphoning corporate assets to personal use, shareholders have no recourse to protect their investments.“¹⁹

Der MPA hingegen sieht die Bezahlungsstruktur nicht nur als Abhilfe zur Lösung des Agency Problems – wie das beim OCA der Fall ist – sondern als Teil des Problems. Im Zuge dieser Erkenntnis basiert der MPA auf folgenden Überlegungen: Es ist zu erwarten, dass Vergütungsstrukturen sowohl durch den Markt – also durch Angebot und Nachfrage –, wie auch durch den Einfluss der Manager selber geschaffen werden. Während der Markt die Basis darstellt, werden Manager die Strukturen zu ihrem Vorteil abändern wollen. Der MPA behauptet, dass diese Abänderungen gravierend sind und der OCA alleine daher nicht fähig ist die gängige Praxis bei Vergütungsstrukturen zu erklären.²⁰

¹⁹ Ghosh und Sirmans (2005, S. 400)

²⁰ vgl. Bebchuk und Fried (2003, S. 72 – 73)

3 Corporate Governance

Aus verschiedensten Gründen existiert die Tendenz ein Regelwerk zu entwickeln um die Leitung von Unternehmen besser zu kontrollieren. In den letzten Jahren haben sich die Ereignisse im Bereich des Missmanagements überhäuft. Enron, Worldcom, Immofinanz und Meinl European Land sind nur einige der Exempel, die die Notwendigkeit für ein solches Regelwerk hervorheben. Die meisten dieser Skandale wurden durch eine undurchsichtige Managementstruktur gefördert.

Die Beziehung zwischen Vorständen, Aufsichtsräten und Aktionären sowohl innerhalb der Firma als auch zwischen Firmen bedarf einer genauen Untersuchung. Eines der umstrittensten Wirtschaftsthemen am Anfang des 21. Jahrhunderts ist der Einfluss, den bestimmte Personen, Gruppen oder Organisationen auf eine gesamte Marktwirtschaft nehmen können. Das Jahr 2008 hat eine der größten Finanzkrisen der letzten 100 Jahre mit sich gebracht. Diese ist durchaus auch auf das Missmanagement der Leiter des Finanzsektors zurückzuführen. In Österreich hat die Finanzkrise darüber hinaus ein Problem hervorgehoben, das weder durch die Finanzmarktaufsicht noch durch die Gesetzgebung ausreichend behandelt wird: Aufgrund des kleinen Finanzraumes, den Österreich darstellt, sind die Beziehungen zwischen Managern besonders eng. In einem Marktplatz, in dem sich die Anzahl der Top-Manager in den Hunderten bewegt, sind Verflechtungen zwischen Unternehmen unumgänglich.

Hinzu kommt ein weiteres Problem, das weltweit einer Lösung bedarf: Aufgrund der derzeitigen Struktur von Aktiengesellschaften, die einmal bis mehrmals jährlich eine Hauptversammlung abhalten, bei welcher Aktionäre Gebrauch von ihrem Stimmrecht machen können, ist es für Großaktionäre besonders leicht, über ihr anteiliges Stimmrecht hinaus Einfluss zu nehmen. Für solches Agieren gibt es unzählige Beispiele, zu welchen die RHI gehört, in der ein Hauptaktionär mit 26% den Aufsichtsrat sowie mehrere Mitglieder des Vorstandes auswechseln konnte, und das obwohl der damalige Vorstandsvorsitzende knapp 10% des Aktienkapitals gehalten hat. Das beweist, dass je größer der Streubesitz einer AG ist, desto leichter ein Großaktionär die Kontrolle übernehmen kann. Ein weiteres, sehr gutes Beispiel aus der österreichischen Wirtschaft ist die Immofinanz, an welcher ein Hauptaktionär ca. 10% hält und auf-

grund des sehr hohen Streubesitzanteiles eine Hauptversammlung alleine dominieren kann. Solche Anomalien führen dazu, dass nicht jede Aktie tatsächlich gleiches Stimmrecht besitzt. Um eben diesen Zieldifferenzen, Informationsasymmetrien und Abhängigkeiten innerhalb des Organisationsgeflechts (insbesondere zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat) entgegenzuwirken, wurde der Ruf nach einem Regelwerk für Verhaltenskodizes im Sinne einer transparenten und gewissenhaften Unternehmensführung immer lauter.

„Unter CG wird der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen für eine verantwortungsvolle, auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Unternehmungsleistung und -kontrolle verstanden“²¹, dessen Ziel es ist möglichst ideale Rahmenbedingungen für effiziente und nachhaltige unternehmerische Entscheidungen zu schaffen.²²

3.1 Meilensteine in der Entwicklung des CG²³

Die Idee der heute unter dem Terminus *Corporate Governance (CG)* bekannten Thematik geht zurück auf eine Publikation von Adolf Augustus Berle und Gardiner C. Means aus dem Jahre 1932. In dieser Arbeit mit dem Titel *„The Modern Corporation and Private Property“* wurde erstmals das Phänomen des Auseinanderklaffens von Aktionärsinteressen einerseits und der Unternehmensführung andererseits zu Papier gebracht. Der klassische *Prinzipal – Agent –* Konflikt wurde erkannt und dessen Bekämpfung mittels eines Eingriffs von Seiten der Gesetzgebung vorgeschlagen.²⁴ Der Begriffsname *Corporate Governance* wurde als solches erst 1984 durch Williamson in die wissenschaftliche Diskussion eingeführt. In seiner Publikation *„The Economics of Governance Framework and Implications“* bezeichnete er mit CG die *„institutionellen Arrangements, die zwischen Parteien langfristiger Verträge zur Problemlösung entwickelt wurden.“²⁵*

²¹ Prändl, Geppert und Göth (2003, Vorwort)

²² vgl. Prändl, Geppert und Göth (2003, Vorwort)

²³ vgl. Leitsmüller (2007, S. 5 – 7)

²⁴ vgl. Haeseler und Gampe (2002, S. 103)

²⁵ Haeseler und Gampe (2002, S. 103)

3.1.1 Großbritannien

Von den USA ausgehend wurde die Idee des CG in Großbritannien weiterentwickelt. Dies geschah in Form von Codes bzw. Reports, die Maßnahmen zur Schließung der Interessenslücke zwischen Anteilseignern und dem Management zum Inhalt hatten. So entstand 1992 der *Cadbury Code*, der von einem freiwilligen Beratungsgremium der Londoner Börse erstellt wurde. In diesem Code wurde CG vordergründig aus finanzieller Hinsicht beleuchtet, indem hauptsächlich Empfehlungen zur Buchführung und Prüfung sowie zur korrekten Zusammensetzung des „Board“ und zu einem angemessenen „*standard of conduct of directors*“ gegeben worden sind. Der nächste Code mit dem Titel *Greenbury Code* erschien 1995. Die Kommission hierzu wurde von der britischen Industriellenvereinigung eingesetzt, da es aufgrund der zunehmenden Privatisierung von Unternehmen zu einem enormen Anstieg der Managementgehälter kam. 1997 folgte der *Hampel Report*, der vom 1995 eingerichteten *Committee on Corporate Governance* ausgearbeitet worden war. Alle Codes stellen rechtlich unverbindliche Richtlinien dar, die insbesondere börsennotierte Gesellschaften, sowie solche die einen Börsengang planen, adressieren. 1998 erschien der *Combined Code on Corporate Governance*, der auf den Kenntnissen und Erfahrungen der vorangegangenen Codes basiert und als Anhang zu den so genannten „*listing rules*“ veröffentlicht wird. Die an der *Londoner Stock Exchange* notierenden Gesellschaften sind zwar nicht verpflichtet sich an den Code zu halten, müssen jedoch in ihren Geschäftsberichten Angaben über dessen Einhaltung bzw. Nicht-Einhaltung machen.²⁶ Zwar basieren die britischen Codes auf dem so genannten *Board System*, jedoch lassen sich viele dieser Überlegungen, vor allem hinsichtlich der Überwachung durch die *non-executive directors*, die funktional dem Aufsichtsrat gleichzusetzen sind, auch auf das in Österreich vorgesehene Aufsichtsratsystem übertragen.

Das Board System ist ein im angelsächsischen Raum weit verbreitetes Führungsorganisationskonzept. Es ist gekennzeichnet durch ein einstufiges System mit einem einzigen Leitungsorgan, dem so genannten *Board of Directors*. Hier kann das Amt des *Chief Executive Officer* (CEO) – vergleichbar dem Vorstandsvorsitzenden – sowie das

²⁶ vgl. Leitsmüller (2007, S. 5)

des *Chairman of the Board* (COB) – vergleichbar dem Aufsichtsratsvorsitzenden – von ein und derselben Person bekleidet werden. Die daraus resultierende Nichttrennung zwischen der obersten Geschäftsführung und Kontrolle derselben stellen das grundlegende Problem dieses Konzepts dar.²⁷

3.1.2 OECD

Im Mai 1999 folgte der nächste Meilenstein, als die OECD der Aufforderung der Minister nachkam und einen Katalog von Standards und Leitlinien für gute CG Praktiken vorlegte. Die so genannten „OECD Principles of CG“ legen das Hauptaugenmerk auf die Aktionärsrechte und fungieren primär als Basisvorschlag für etwaige länderspezifische Umsetzung anderer Kodizes. Damit war die erste Initiative einer multilateralen Organisation zur Definition der Kernelemente eines guten CG Systems entstanden.²⁸

3.1.3 EU

Den nächsten Schritt setzte die Europäische Union mit der Beauftragung einer Studie zum *„Vergleich von CG-Codes, die für die EU und ihre Mitgliedstaaten von Bedeutung sind um die Voraussetzungen zur Etablierung eines einheitlichen Europäischen Code of CG zu ermitteln“*.²⁹ Ziel der Studie war es, bestehende rechtliche wie traditionelle Barrieren aufzuspüren, die der Entwicklung eines einheitlichen europäischen Marktes hinderlich sein könnten. Wenig überraschend erwiesen sich die verschiedenen CG Codes von mannigfaltigen kulturellen, rechtlichen und sozialökonomischen Traditionen gekennzeichnet. Differenzen in der CG Praxis haben aber sowohl bei Ermittelten als auch bei Investoren unnötigerweise Unsicherheiten zur Folge. Daher

²⁷ vgl. Haeseler und Gampe (2002, S. 79 – 81)

²⁸ vgl. Leitsmüller (2007, S. 5)

²⁹ Haeseler und Gampe (2002, S. 125)

gibt es seit 2000 auf EU Ebene die „Euroshareholders Corporate Governance Guidelines“.³⁰

3.1.4 Deutschland

In Deutschland nahm sich im Januar 2000 erstmals die Frankfurter Grundsatzkommission CG der Thematik an und formulierte einen „Code of Best Practice“, dessen Bestimmungen auf den OECD Grundsätzen basieren. Das 10 Seiten umfassende Schriftstück hat einen kapitalmarktorientierten Ansatz und verfolgt keine rechtspolitischen Anliegen. Ein halbes Jahr später kam der *German Code of CG*, entwickelt vom Berliner Initiativkreis, heraus. Dieser hatte einen managementorientierten Ansatz und legte sein Hauptaugenmerk auf betriebswirtschaftliche Kernprozesse der Unternehmensführung und -überwachung sowie die Aufgaben des Vorstands. Im Dezember 2001 erschien erstmals eine gesetzesergänzende Regelung mit gesetzlicher Anbindung: Der deutsche CG Kodex (DCGK), der von einer eigens eingesetzten Regierungskommission erarbeitet wurde.³¹

Tabelle 1 bietet einen Überblick über die verschiedenen deutschen Codes.

³⁰ vgl. http://www.arbeit-wirtschaft.at/servlet/ContentServer?pagename=X03/Page/Index&n=X03_1.a_2003_01.a&cid=1191422923421 [Zugriff: 26.09.2008]

³¹ vgl. http://www.arbeit-wirtschaft.at/servlet/ContentServer?pagename=X03/Page/Index&n=X03_1.a_2003_01.a&cid=1191422923421 [Zugriff: 26.09.2008]

Deutsche Codes im Vergleich			
	Frankfurter Grundsatzkommission (Code of Best Practice)	Berliner Initiativkreis (GCCG)	Regierungskommission
Jahr	Jänner 2000	Juni 2000	Dezember 2001
Basis	<ul style="list-style-type: none"> • OECD – Leitlinien 	<ul style="list-style-type: none"> • Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensleitung (GoU) • betriebswirtschaftliche Leitlinien 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorschläge der Baums-Kommission • GCCG • Code of best practice
Lösungsansatz	<ul style="list-style-type: none"> • kapitalmarktorientiert 	<ul style="list-style-type: none"> • problem- und prozessorientiert • an Managementlehre orientiert 	<ul style="list-style-type: none"> • Problemorientierte Vorschläge
Ziel	<ul style="list-style-type: none"> • Konkrete Empfehlungen auf Basis der bestehenden gesetzlichen Regelungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Regelwerk unter der gesetzlichen Ebene • ergänzt durch eine Checkliste 	<ul style="list-style-type: none"> • Kritikpunkte der deutschen Unternehmensverfassung einer Lösung zuführen
Zielgruppe des Codes	<ul style="list-style-type: none"> • alle börsennotierten Gesellschaften 	<ul style="list-style-type: none"> • Große börsennotierte Publikumsaktiengesellschaften 	<ul style="list-style-type: none"> • Alle börsennotierten Gesellschaften
Rechtliche Stellung	<ul style="list-style-type: none"> • unterhalb der gesetzlichen Ebene • ev. Börsenzulassungskriterien 	<ul style="list-style-type: none"> • Unterhalb der gesetzlichen Ebene 	<ul style="list-style-type: none"> • Gesetzesergänzende Regelungen mit gesetzlicher Anbindung
Verbindlichkeit	<ul style="list-style-type: none"> • geltendes deutsches Recht • Geschäftsordnung • Selbstverpflichtung 	<ul style="list-style-type: none"> • Freiwillige Selbstverpflichtung 	<ul style="list-style-type: none"> • Nicht inhaltlich verpflichtend • sondern Erklärung verpflichtend (§161 dAktG)
Info über Einhaltung	„comply or explain“, verbindlich, im Geschäftsbericht		<ul style="list-style-type: none"> • Verpflichtende Erklärung im JA

Tabelle 1: Deutsche Codes im Vergleich
Quelle: Haesele und Gampe (2002, S. 136)

3.1.5 Österreich

In Österreich nahm die Entwicklungsphase des CG 2001 ihren Lauf. So entstanden in diesem Jahr parallel zwei Entwürfe: Zum einen entstand der „Code of CG von der Wirtschaft – für die Wirtschaft“, entwickelt von einer Arbeitsgruppe die vom IWP (Institut österreichischer Wirtschaftsprüfer) eingerichtet wurde. Zum anderen startete auch der ÖVFA (Österreichischer Verein für Finanzanalysten und Manager) eine Initiative zur Ausarbeitung eines Codes. Im Frühjahr 2002 wurden diese beiden Codes mit ihren jeweils spezifischen und daher verschiedenen Gewichtungen auf Anregung des Regierungsbeauftragten für den Kapitalmarkt fusioniert. Ziel war es schlussendlich, einen einzigen Kodex für Österreich in Kraft treten zu lassen. So arbeitete der „Österreichische Arbeitskreis für CG“, bestehend aus Vertretern der ÖVFA, des IWP, der Wiener Börse und der Wissenschaft unter dem Vorsitz des Regierungsbeauftragten für den Kapitalmarkt einen Erstentwurf für einen einheitlichen österreichischen CG Kodex aus. Nach einer ersten Public-posting-Phase wurde unter Hinzuziehung von Investoren– sowie Emittentenvertretern in den Arbeitskreis an einem Zweitentwurf gearbeitet, in dem auch Stellungnahmen der Öffentlichkeit zum Erstentwurf berücksichtigt worden sind. Nach Fertigstellung des Zweitentwurfs und dessen Unterzeichnung einer zweiten Public-posting-Phase, wurden in der letzten Ausarbeitungsphase sowohl Wirtschafts-, als auch Arbeitnehmervertreter hinzugezogen. Anfang 2002 lag die vorläufig endgültige Version des ACGC (Austrian Corporate Governance Code) vor.

Abbildung 3 bietet einen Überblick über die Meilensteine der internationalen Entwicklung, angefangen bei den USA bis hin zur Entstehung des CG Kodex in Österreich.

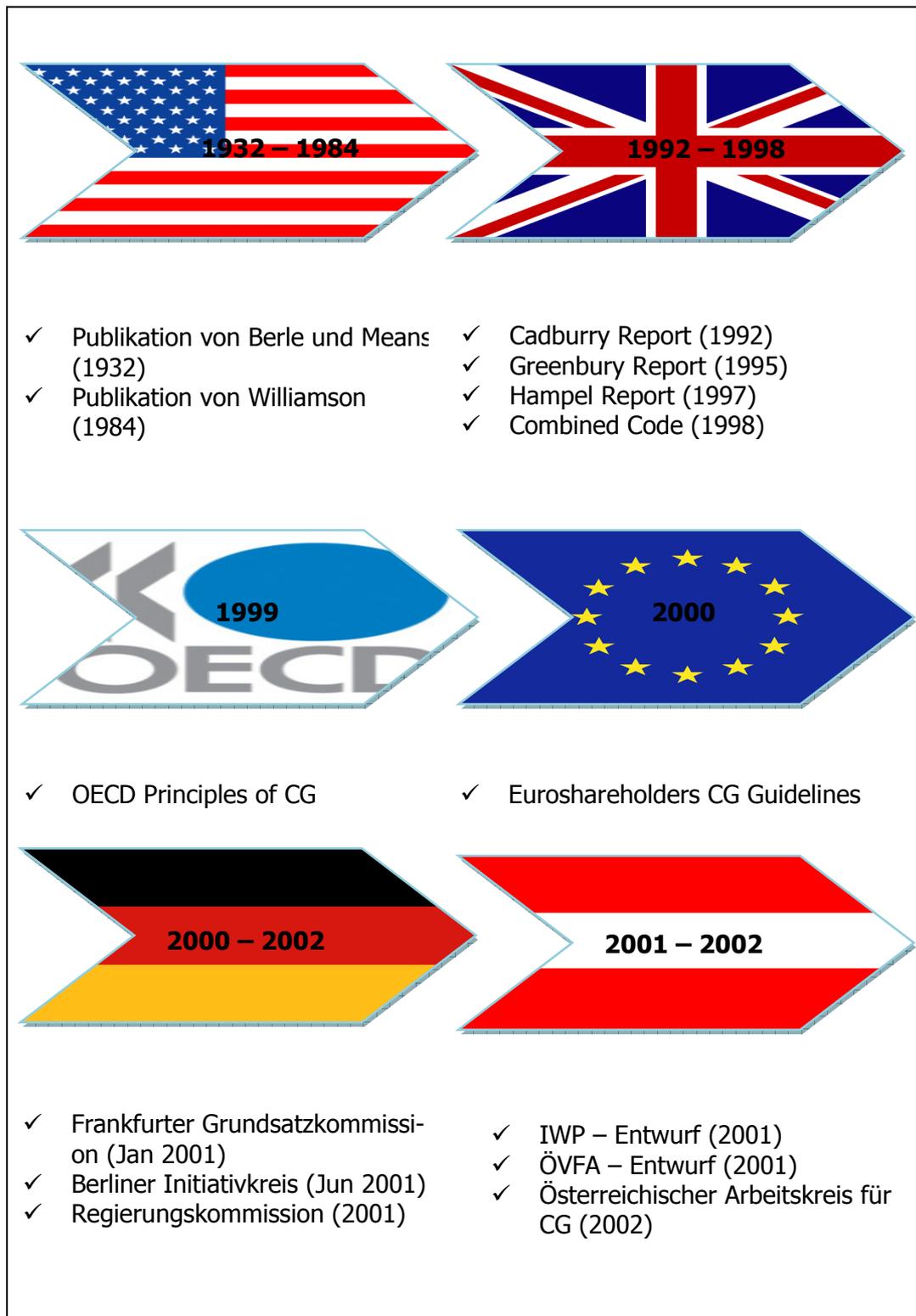


Abbildung 3: Meilensteine der internationalen Entwicklung

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Haeseler und Gampe (2002, S. 122)

4 Offenlegung der Vorstandsvergütung - Ökonomische Argumente pro/kontra

Die Transparenz der Vergütung der Vorstandsmitglieder hat sich im Rahmen der CG Diskussion als besonderes Kernstück herauskristallisiert. Diesem Aspekt wird in Artikel 31 des österreichischen CG Kodex Rechnung getragen, in dem es heißt: *„Für jedes Vorstandsmitglied werden die fixen und erfolgsabhängigen Vergütungen im Geschäftsbericht einzeln veröffentlicht.“*³² Im Jahr 2004, zwei Jahre nach der Einführung des österreichischen CG, leisteten nur sieben Unternehmen dem als „Empfehlung“ geführten Artikel Folge. 2005 waren es elf Unternehmen³³ und 2007 waren drei weitere Unternehmen hinzugekommen.³⁴

Am 08. Juli 2005 ist in Deutschland ein Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen (VorstOG) in Kraft getreten.³⁵ Bis dahin wurde diesem Aspekt in Abschnitt 4.2.4 des DCGK Rechnung getragen. Stadtmann und Wißmann nahmen dies zum Anlass eine Analyse über die Auswirkung einer solch erhöhten Transparenz auf die Höhe der Entlohnung der Vorstände durchzuführen. In diesem Beitrag zeigen sie – ausgehend vom Prinzipal Agenten Konflikt – anhand verschiedenster Modelle wieso die Einführung dieses Gesetzes mitunter sogar Gehaltssteigerungen zur Folge haben und dass sich der Prozess eines immer höher werdenden Transparenzgrades sogar von selbst eingestellt hätte, ganz ohne Eingriff des Gesetzgebers. Im Folgenden soll auf diese Modelle genauer eingegangen werden.

4.1 Traditionelle Prinzipal – Agenten Ansätze

Wie in Kapitel 2 bereits im Detail erläutert sind börsennotierte Aktiengesellschaften durch die Trennung von Eigentum und Leistung charakterisiert. Der sich dadurch er-

³² Österreichischer Arbeitskreis für CG (2007, S. 22)

³³ vgl. Leitsmüller (2005, S. 21)

³⁴ vgl. Leitsmüller (2007, S. 21)

³⁵ vgl. BMJ [Zugriff: 26.09.2008]

gebenden Schwierigkeit den Manager zu animieren im Interesse der Eigentümer zu handeln, wird im Rahmen des Lösungskonzepts eines traditionellen PA – Modells folgendermaßen entgegengewirkt:

Mittels einer anreizkompatiblen Ausgestaltung der Entlohnung wird versucht, die Interessen des Prinzipals mit jenen des Agenten in Einklang zu bringen.³⁶ Die Entlohnung des Agenten wird mit variablen Komponenten – wie etwa der Koppelung an die Anstrengung oder den verzeichneten Erfolg des Unternehmens – versehen.³⁷ *„Die in theoretischen Modellen abgeleitete technische Lösung des PA – Modells sieht i.d.R. vor, dass die fixe Komponente negativ ist, sich der (risikoneutrale) Agent jedoch 100% des Unternehmenserfolgs aneignen darf.“*³⁸ Der optimale anreizschaffende Vertrag sollte dabei auf die Risikoaversion des Managers zugeschnitten sein.³⁹ Das bedeutet, dass die Höhe des negativen Lohns vom Prinzipal gerade so angesetzt werden sollte, dass der Agent weiterhin einen – wenn auch überaus kleinen – Anreiz verspürt, die vertragliche Bindung einzugehen. Dieses Verhältnis ist auch als Partizipationsbedingung bekannt.⁴⁰

4.2 Neuere Prinzipal – Agenten Ansätze

Im Rahmen des traditionellen PA Ansatzes wird von der Prämisse ausgegangen, dass sowohl das Verhalten des Agenten als auch das des Prinzipals von Rationalität und Egoismus geprägt sind. Daraus folgt, dass in ihr Nutzenkalkül nur die Höhe ihrer eigenen Auszahlung und Vergütungsstruktur einbezogen wird. Weiters beziehen sie in ihre Kalkulation jeweils ein, dass ihr Kontrahent vollständig eigennützig handelt. Die Berücksichtigung von Fairness findet dabei in traditionellen PA Modellen keinen

³⁶ vgl. Shleifer and Vishny (1997, S. 744)

³⁷ Weitere Möglichkeiten Anreize zu schaffen wären Miteigentumsbeteiligung (share ownership), Optionen oder die Gefahr vor Entlassung.

³⁸ Stadtmann und Wißmann (2007, S. 140 – 141)

³⁹ vgl. Shleifer and Vishny (1997, S. 744)

⁴⁰ vgl. Stadtmann und Wißmann (2007, S. 141)

Raum. In neueren PA Ansätzen jedoch wird diesem Aspekt sehr wohl Rechnung getragen.⁴¹

Im Rahmen eines modifizierten PA Modellrahmens sind zwei Agenten und ein Prinzipal vertreten. Das Modell unterstellt, dass die beiden Agenten einen Lohnvergleich anstellen, falls die Entlohnung für alle Beteiligten evident ist. Zweck des Vergleichs ist die Feststellung, ob die Agenten sich gerecht oder ungerecht entlohnt fühlen. Die gefallene Beurteilung wird sodann in die Entscheidung über die Höhe des jeweils angestrebten Anstrengungsniveaus miteinbezogen:

$$A_1 = aw_1 + b (w_1 - w_2) \text{ und } A_2 = aw_2 + b (w_2 - w_1)$$

Formel 1: Anstrengungsfunktion

Quelle: Charness und Kuhn (2004) zit. nach Stadtmann und Wißmann (2007, S. 141)

Somit ist die Anstrengungsfunktion (A) des Agenten i eine Funktion des eigenen Lohnsatzes (wi) sowie des Lohndifferentials (wi – wj). Ist beispielsweise der Lohnsatz des Agenten 1 (w2 > w1), so wird Individuum 1 – falls das Lohndifferential beobachtet werden kann (b > 0) – ein geringeres Effortlevel wählen als in einem Szenario, in dem Intransparenz herrscht (b = 0).⁴²

Im Rahmen dieses Modells wird von der Annahme ausgegangen, Agent 2 sei produktiver als Agent 1. Demzufolge fällt auch das Gehalt von Agent 2 üppiger aus als jenes von Agent 1 ($w_2 > w_1$). Das jeweils gewählte Anstrengungsniveau der Agenten übt über die Erlösfunktion $R(A)$ Einfluss auf den Gewinn des Prinzipals. Die Erlösfunktion wird derart angenommen, dass die Erlöse zwar positiv vom gewählten Anstrengungsniveau abhängen ($R(A)' > 0$), dieser Effekt jedoch von abnehmenden Grenzerlösen gekennzeichnet ist, sprich mit zunehmender Anstrengung die Ertragszuwächse immer kleiner werden ($R(A)'' < 0$). Diese Kurve ist in **Abbildung 4** dargestellt.

⁴¹ ebenda

⁴² Charness und Kuhn (2004) zit. nach Stadtmann und Wißmann (2007, S. 141)

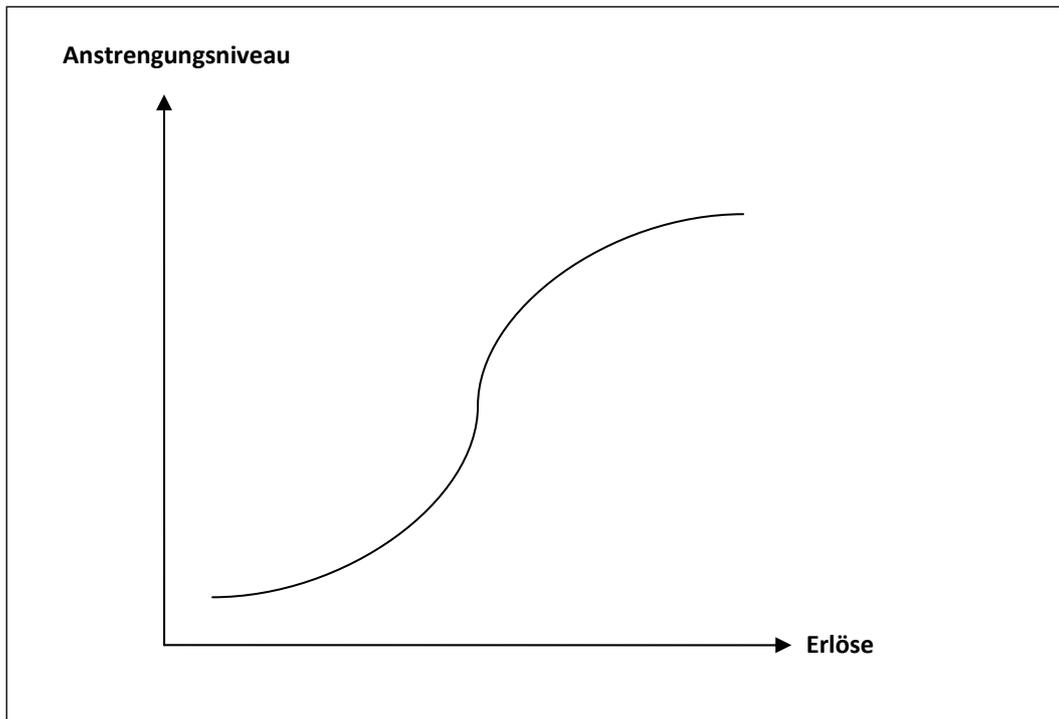


Abbildung 4: Erlösfunktion in Abhängigkeit des Anstrengungsniveaus

Quelle: Eigene Darstellung

Nun lassen sich ausgehend von einem Intransparenz – Szenario ($b = 0$), jene Auswirkungen untersuchen, die von einer Offenlegung der Gehälter ausgehen (Transparenz – Szenario, $b > 0$). Im Transparenz – Szenario können beide Agenten einen Lohnvergleich vornehmen. Dieser hat zweierlei zur Folge:

- Agent 1 fühlt sich unterbezahlt und wählt folglich ein geringeres Anstrengungsniveau als in der Ausgangssituation.
- Agent 2 erkennt sein – relativ zu Agent 1 – höheres Gehalt und wählt demzufolge ein höheres Anstrengungsniveau als zuvor.

Jedoch wirkt sich dieser Zustand aufgrund der Annahme der abnehmenden Grenzerlöse nicht zugunsten des Prinzipals aus. Das ist darauf zurückzuführen, dass die Erlösreduktion aufgrund der Zurückhaltung des Agenten 1 größer ist als die Erlössteigerung durch die erhöhte Motivation des Agenten 2. Folglich reagiert der Prinzipal auf diesen nicht zufrieden stellenden Zustand folgendermaßen: Er reduziert das Gehaltsniveau des produktiveren Agenten 2 um dessen Arbeitseinsatz etwas zu brem-

sen und erhöht im Gegenzug jenes des Agenten 1 um dessen Motivation wieder anzuheben.

Aus diesem Modell wird erkenntlich, dass von der Offenlegung der Gehälter negative Effekte auf den Grad der Lohndifferenzierung ausgehen. Der Prinzipal ist bestrebt in einem Transparenz-Szenario das Ausmaß der Lohnspreizung zu begrenzen, was wiederum zu einer Erhöhung der gesamten Lohnsumme führen kann und damit den Gewinn des Prinzipals entsprechend verringert. Folglich wirkt sich die Veröffentlichung von Vorstandsgehältern (überraschenderweise) nachteilig für die Aktionäre aus.⁴³

4.3 Equity Theorie

Die Equity Theorie geht auf die Arbeit von J. Stacey Adams (1963) zurück und basiert auf der simplen Prämisse, dass Menschen fair behandelt werden möchten. Die Theorie definiert Gerechtigkeit (equity) als den Glauben daran, dass wir im Vergleich zu anderen fair behandelt werden und Ungerechtigkeit (inequity) als den Glauben daran, dass wir relativ zu anderen ungerecht behandelt werden.⁴⁴ Wurde in dem im letzten Abschnitt beschriebenen Modell von den Möglichkeiten abstrahiert,

- dass ein Agent in einem Intransparenz-Szenario zumindest Erwartungen bzgl. der Entlohnung des jeweils anderen Agenten bildet und seinen Arbeitseinsatz hiernach ausrichten kann sowie
- dass ein Agent den individuellen Arbeitseinsatz in den Gehaltsvergleich mit einbeziehen könnte,

so sind es eben diese Aspekte, auf die beim Konzept der Equity Theorie besonderes Augenmerk gelegt wird.

Damit erweitert die Equity Theorie die PA Ansätze um folgende wesentliche Aspekte:

⁴³ vgl. Charness und Kuhn (2004) zit. nach Stadtmann und Wißmann (2007, S. 141 – 142)

⁴⁴ vgl. Moorhead und Griffin (1992, S. 155)

- die Berücksichtigung der Erwartungsbildung sowie
- die Einbeziehung des Anstrengungsniveaus in den Lohnvergleich.⁴⁵

Die Equity Theorie beruht auf einem Vergleich zwischen dem eigenen Output/Input Verhältnis mit jenem eines Vergleichspartners. Inputs stellen Beiträge wie etwa den Bildungsgrad, die Erfahrung, den Fleiß oder die Loyalität dar, die ein Individuum an eine Organisation leistet. Als Output kommt all jenes in Frage, was das Individuum dafür im Gegenzug vom Unternehmen erhält: Gehalt, Anerkennung oder soziale Beziehungen.⁴⁶

In unserem Modell wird der Lohnsatz ins Verhältnis zum Arbeitseinsatz gesetzt, so dass im Gleichgewicht gilt:

$$\frac{w_i}{A_i} = \frac{w_j}{A_j}$$

Formel 2: Gleichgewicht gemäß der Equity Theorie

Quelle: Stadtmann und Wißmann (2007, S. 143)

Die Möglichkeit, einen Vergleich durchzuführen hängt nicht davon ab, ob die Gehälter offen gelegt sind. Ein Vergleich findet auch statt wenn die Gehälter intransparent sind, und zwar indem die Vorstandsmitglieder eine subjektive Schätzung des Gehalts ihrer Vorstandskollegen vornehmen:

$$E_i [w_i] = \psi w_i$$

Formel 3: Geschätztes Gehalt des Agenten i

Quelle: Stadtmann und Wißmann (2007, S. 143)

⁴⁵ vgl. Stadtmann und Wißmann (2007, S. 142)

⁴⁶ vgl. Moorhead und Griffin (1992, S. 156)

Nimmt Ψ den Wert 1 an, so wird das Gehaltsniveau korrekt eingeschätzt. Nimmt Ψ jedoch einen Wert kleiner oder größer als 1 an, so wird das Gehalt des Kollegen unter- bzw. überschätzt.

Geht man davon aus, dass im Durchschnitt überschätzt wird ($\Psi > 1$)⁴⁷, so gilt in jeder potenziellen Gleichgewichtssituation sowohl

$$\frac{w_i}{A_i} < \frac{E_i [w_j]}{A_j} \quad \text{als auch} \quad \frac{w_j}{A_i} < \frac{E_j [w_i]}{A_i}$$

Formel 4: Geschätztes Gehalt des Kollegen unter Annahme der Überschätzung

Quelle: Stadtmann und Wißmann (2007, S. 143)

Aus Sicht der Equity Theorie lassen sich zwei Effekte beobachten, wenn eine Veröffentlichung der Vorstandsvergütung stattfindet:

- Zum einen führt eine solche Transparenz bei gegebenen Anstrengungsniveaus der Vorstände dazu, dass niedrigere Löhne bezahlt werden müssen.
- Zum anderen hätte ein solches Szenario zur Folge, dass bei gegebenem Lohnniveau alle Vorstandsmitglieder ein höheres Anstrengungsniveau an den Tag legen würden.

Der erste Effekt lässt sich folgendermaßen beweisen: Den Ungleichungen aus Formel 4 zufolge, fühlen sich sowohl Agent i als auch Agent j ungerecht entlohnt, obwohl sie aus objektiver Sicht – also in Relation zu ihrem Arbeitseinsatz und der tatsächlichen Entlohnung – gerecht entlohnt werden. Da sich bei gegebenem Anstrengungsniveau beide Agenten unterbezahlt fühlen, ist der Schluss nahe liegend, dass die Lohnansprüche in einem intransparenten Szenario im Vergleich zu einem transparenten Szenario ansteigen. Ist die Offenlegung der Vorstandsgehälter zwingend, so führt dies bei gegebenen Anstrengungsniveaus der Agenten zu niedrigeren Vergütungen und stellt damit einen Vorteil für die Aktionäre dar.

⁴⁷ vgl. Winter (1996, S. 192)

Der zweite Effekt wird folgendermaßen hergeleitet: Versteht man das Anstrengungsniveau eines Agenten als Funktion des Anstrengungsniveaus seines Kollegen sowie des geschätzten Lohndifferentials, so gilt für das Anstrengungsniveau des Agenten j, nach einigen Umformungen der Formel 2:

$$A_j^{\text{trans}} = \frac{W_j}{W_i} A_i$$

Formel 5: Anstrengungsniveau im Transparenzszenario

Quelle: Stadtmann und Wißmann (2007, S. 144)

Befinden wir uns jedoch in einem Intransparenz-Szenario, so gilt gemäß der Gleichung aus Formel 3:

$$A_j^{\text{intrans}} = \frac{W_j}{\Psi W_i} A_i$$

Formel 6: Anstrengungsniveau in einem Intransparenz-Szenario

Quelle: Stadtmann und Wißmann (2007, S. 144)

Aufgrund der Annahme, dass im Durchschnitt überschätzt wird ($\Psi > 1$), nimmt A_j^{trans} einen höheren Wert als A_j^{intrans} ($A_j^{\text{trans}} > A_j^{\text{intrans}}$).

4.4 Bidding – Up Theorie

Die resultierende Transparenz, die mit einer Offenlegung der Vorstandsgehälter einhergeht erleichtert einen Lohnvergleich unter den Unternehmen einer Branche. Somit wird die Berechnung eines Durchschnittslohns – korrigiert um verschiedene Kontrollvariablen – möglich. Das wiederum bietet jedem Vorstandsmitglied die Chance zur Feststellung der eigenen unter- oder überdurchschnittlichen Entlohnung. Empirisch

erwiesene Asymmetrien bezüglich der Lohnangleichung lassen eine Offenlegung der Vorstandsgehälter für Aktionäre jedoch nachteilig wirken. Diesen untersuchten Asymmetrien zufolge werden Lohnsteigerungen für unterbezahlte Vorstände schneller vorgenommen als Lohnreduktionen überbezahlter Vorstände. Folglich steigt – hervorgerufen durch die erhöhte Transparenz – das durchschnittliche Vorstandslohniveau und zieht damit immer weitere Anpassungen der Vorstandsentslohnung nach sich. Dieses Phänomen wird als Bidding – Up Effekt bezeichnet.

In einem Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass Tendenzen zur Gehaltssteigerung (was genau den gegenteiligen Effekt zum gewünschten Szenario darstellt) durch eine erhöhte Transparenz der Vorstandsgehälter nicht ausgeschlossen werden können. Denn abgesehen von der Equity Theorie, aus der keine eindeutige Aussage über die Auswirkung der Transparenz abgeleitet werden konnte⁴⁸, lassen sowohl der neuere Prinzipal Agenten Ansatz⁴⁹ als auch die Bidding – Up Theorie nachteilige Effekte für den Aktionär aus einer Offenlegung der Vorstandsgehälter resultieren. Im nächsten Abschnitt soll im Rahmen der Unraveling Theorie gezeigt werden, dass sich im Zuge eines sich selbst einstellenden marktlichen Prozesses eine erhöhte Transparenz ganz eigenständig entwickeln könnte.

4.5 Unraveling Theorie

Die Unraveling Theorie basiert auf der Annahme, dass Bilanzadressaten ein grundsätzliches Interesse an unternehmensspezifischen Informationen haben, da sie diese im Zuge der Bewertung eines Unternehmens mit einbeziehen. Unterstellt man Rationalität bei den Bilanzadressaten, so muss davon ausgegangen werden, dass sich diese über den Informationsvorsprung bewusst sind, den Unternehmen innehaben. Folglich berücksichtigen sie die Verfolgung einer strategischen Informationspublizierung der Unternehmen bei ihrer Entscheidungsfindung.

⁴⁸ Hier ergab sich nur dann eine Vorteilhaftigkeit im Sinne der Aktionäre, wenn Vorstände ohne entsprechender Veröffentlichung die Vergütung ihrer Kollegen überschätzten ($\Psi > 1$).

⁴⁹ nach Charnes und Kuhn (2004)

Im Rahmen der Unraveling Theorie ist Ausgangspunkt der Analyse eine Situation, in der kein Unternehmen die Gehälter offen legt. Weiters wird angenommen, dass eine entsprechende Offenlegung den Unternehmenswert bzw. den Aktienkurs positiv oder negativ beeinflussen kann. Beispielsweise könnte eine äußerst ungleiche Gehaltsstruktur unter den Vorstandsmitgliedern eines Unternehmens einen negativen Effekt auf den Unternehmenswert herbeiführen, da in einer solchen Situation die oben erörterten Effekte aus dem modifizierten Prinzipal Agenten Modell oder der Equity Theorie ausgelöst werden würden. Eine sich positiv auswirkende Information wäre zum Beispiel ein im Gegensatz zu anderen Unternehmen relativ hoher Anteil der variablen Vergütung.

Da jedes Unternehmen eine gewisse Vergütungsstruktur hat, ist jedes Unternehmen im Besitz einer Information, die auf einem Intervall von $[-1; 1]$ gleich verteilt ist. Nimmt eine Information einen positiven Wert an, führt eine Publikation zur Wertsteigerung und damit zu einer positiven Kursentwicklung des Unternehmens. Bei negativer Wertannahme einer Information greift der gegenteilige Effekt und der Aktienkurs fällt. Da in der Ausgangssituation kein Unternehmen Gehaltsinformationen offen legt, würde ein externer Bilanzleser den diesbezüglichen Erwartungswert von null ansetzen und dies in seine Bewertung des Unternehmens einfließen lassen. In einer solchen Situation ergibt sich automatisch der Anreiz für jene Unternehmen mit positiven Signalen, diese Information im Hinblick auf eine Steigerung des Aktienkurses zu veröffentlichen. In weiterer Folge würden nur jene Unternehmen keine Publizierung vornehmen, die eine negative Information zu verbergen versuchen. Dieser von den Investoren erkannte Umstand würde den Aktienkurs aller intransparenten Unternehmen mit einem durchschnittlichen Bewertungsabschlag von $-0,5$ Einheiten treffen. Daraus resultiert der Anreiz zur Informationsoffenlegung für jene Unternehmen, deren Information sich in dem Intervall zwischen $[-0,5; 0]$ befindet. Liegt ihre Information nämlich in diesem Intervall, täten sie besser daran ihre „leicht“ negative Information zu publizieren, als den durchschnittlichen Bewertungsabschlag hinzunehmen. Dieser Prozess geht so lange weiter, bis alle Unternehmen ihre Informationen zur

Vorstandsentslohnung offen gelegt haben. Im Gleichgewicht besteht völlige Transparenz, unabhängig davon, ob die Information positiver oder negativer Natur ist.⁵⁰

Gemäß der hier erläuterten Theorie greift also folgender Mechanismus vollständig automatisch: *„Hat erst einmal ein Unternehmen damit begonnen seine Vorstandsvergütung individualisiert offen zu legen, so sollte ein Prozess in Gang gesetzt werden, der in einem Szenario der vollständigen Transparenz mündet.“*⁵¹

⁵⁰ vgl. Wagenhofer und Ewert (2007, S. 329 – 331)

⁵¹ Stadtmann und Wißmann (2007, S. 148)

5 Empirische Studie

Bevor die von mir durchgeführte empirische Untersuchung im Detail erläutert werden soll, möchte ich einen kurzen Einblick in bereits durchgeführte Studien bieten.

Besonders in den **Vereinigten Staaten** sind sehr viele Studien im Zusammenhang mit Vorstandsvergütungen gemacht worden. Eine bereits etwas länger zurückliegende Studie aus dem Jahr 1999 untersuchte Unternehmensdaten von 205 US- Unternehmen in den Jahren 1982 - 1984 und kam unter anderem auf folgende Resultate: Größere Firmen und jene mit größeren Investmentmöglichkeiten zahlen höhere Löhne an ihre Vorstände. Als weitere Variablen wurden der ROA sowie der RET untersucht. Der RET, welcher die Entwicklung des Aktienkurses beziffert, stellte sich als signifikanter Einfluss auf die Vorstandsvergütung heraus, während der RET⁵², welcher die längerfristige positive Entwicklung eines Unternehmens ausweist, einen nicht signifikanten Einfluss darstellte.⁵³ Zwar liegt diese Studie bereits einige Zeit zurück, ihre Ergebnisse jedoch sind aktueller denn je, denn alle kürzlichen Aktiengesellschaftsskandale sind auf eben dieses Phänomen zurückzuführen. Wenn die Honorierung des Vorstandes direkt mit der Aktienkursentwicklung und nicht mit der Entwicklung der Profitabilität der Firma verbunden ist, so entsteht für einen Entscheidungsträger der Anreiz schlechte Nachrichten so lange wie möglich hinauszuschieben, so dass seine Vergütung möglichst lange möglichst großzügig ausfällt. Ein Beispiel dafür ist der Immofinanzskandal mit ehemaligem Vorstandsvorsitzendem Petrikovic.

Eine etwas aktuellere Studie aus dem Jahr 2005, die US Firmen in den Jahren 1993 – 2003 als Sample hatte, untersuchte ebenfalls den Einfluss von Firmengröße und Profitabilität. Die Studie kam auf folgendes Ergebnis: "Compensation levels increased far beyond what can be attributed to changes in size and performance...they can explain

⁵² auch bekannt unter Gesamtkapitalrentabilität

⁵³ vgl. Core et al. (1999, S. 385)

only about 40 per cent of the total increase, with 60 per cent of the total increase remaining unexplained.⁵⁴

Auch die **deutsche** Vorstandsvergütungspraxis wurde mehrfach untersucht. Eine 1997 publizierte Studie untersuchte für ein Sample von 110 der größten 120 börsennotierten Aktiengesellschaften des Jahres 1991, die Determinanten der Organvergütung⁵⁵ in Abhängigkeit ihrer Leistung, der Unternehmensgröße und der Aktionärsstruktur. Zwar ergab sich sowohl für die Vorstands- als auch für die Aufsichtsratsbezüge eine statistisch signifikante positive Leistungsabhängigkeit, jedoch wird diese bei einer ausgewiesenen Elastizität von 0,93% als quantitativ gering bewertet. Bei der Unternehmensgröße stellte sich in dieser Studie eine Elastizität von 0,14% heraus.⁵⁶ Eine weitere deutsche Studie, welche sich über einen Untersuchungszeitraum von 1987 – 2003 erstreckte, untersuchte ebenfalls unterschiedlichste Determinanten der Vorstandsvergütungspraxis in Deutschland. Eine der Variablen war ebenso die Größe wie die Unternehmensperformance. Genau wie bei der vorher zitierten Studie, kamen auch hier wieder für beide Größen signifikant positive Zusammenhänge heraus: Die Größenelastizität in einem Sample von 160 Unternehmen, belief sich auf 0,17; während die Elastizität der Performance mit 0,14 ausgewiesen werden konnte.⁵⁷

Nachdem ein Einblick in bereits durchgeführte Studien in den USA, sowie in Deutschland gewährt wurde, möchte ich nun zu der von mir vollzogenen empirischen Untersuchung kommen.

Im Rahmen dieser sollte eruiert werden, welche Variablen die Vorstandsvergütung in Österreich bestimmen, bzw. ob überhaupt ein Zusammenhang zwischen bestimmten Größen und den ausgezahlten Managersalären festgestellt werden kann, oder ob die Gehälter der Manager völlig „willkürlich“ gewählt werden. Natürlich gäbe es eine Vielzahl an Variablen, bei denen ein Zusammenhang mit den Managergagen angenommen werden könnte. Nachdem sich die beiden Determinanten Größe und Profitabili-

⁵⁴ Bebchuk und Grinstein (2005, S. 286 – 387)

⁵⁵ sowohl die Vergütung des Aufsichtsrats als auch jene des Vorstandes

⁵⁶ vgl. Schmid F. A. (1997, S. 77 – 79)

⁵⁷ Haid, A. und Yurtoglu, B. B. (2006, S. 11 – 12)

tät in vergangenen Studien mehrfach bewährt haben, möchte auch ich mich auf diese beiden Variablen konzentrieren.

Die Größe des Unternehmens, gemessen an der Marktkapitalisierung⁵⁸, sowie die Profitabilität des Unternehmens, die sich aus dem Quotienten von EGT – dem Jahresgewinn vor Steuern und Rücklagen – und der entsprechenden Marktkapitalisierung ergibt, stellten im Rahmen meiner Studie die beiden Determinanten dar.

Als Basis für die empirische Studie wurden all jene an der Wiener Börse gehandelten Unternehmen herangezogen, die folgende Voraussetzungen erfüllten:

1. Sie waren in den Jahren zwischen 2004 und 2006 ununterbrochen am Aktienmarkt gelistet.
2. Die entsprechenden Daten waren verfügbar, sprich es wurden Angaben zu Vorstandsvergütungen gemacht.

Die 47 im Anhang 1 aufgelisteten Unternehmen erfüllten diese Bedingungen und dienten als Basis für die Untersuchungen.

Tabelle 2 gibt einen Überblick über die Charakteristiken der Vorstandsvergütung in den Beobachtungsjahren 2005 – 2006. Ein durchschnittliches Managersalär betrug demnach 2005 € 2.343.000 und stieg 2006 auf € 2.519.000 an, was ein Plus von 7,5% ausmacht. Weiters verdienten 50% aller österreichischen Vorstände im Jahr 2005 mehr als € 1.518.000 während dieser Wert im darauf folgenden Jahr auf € 1.476.000 fiel. Prozentuell fiel dieser Wert damit um 2,8%. Des weiteren stiegen sowohl das geringste Gehalt, als auch das am großzügigsten ausgefallene Gehalt vom Jahr 2005 auf 2006. Während der niedrigste Vorstandsbezug 2005 bei € 183.000 lag, stieg dieser im Jahr 2006 um mehr als das Doppelte (55,19%) auf € 284.000. Dieser Tendenz entsprechend stieg auch das höchste Vorstandsgehalt von € 11.233.000 im Jahr 2005 auf € 14.562.000 im Jahr 2006. Dies entspricht einem Anstieg von knapp 30%.

⁵⁸ Die Marktkapitalisierung entspricht der Anzahl der Aktien die von einem Unternehmen am Aktienmarkt gehandelt werden bzw. verfügbar sind.

Vorstandsvergütung	2005	2006
Arithmetisches Mittel	2.343	2.519
Median	1.518	1.476
Standardabweichung	2.572	3.028
Minimum	183	284
Maximum	11.233	14.562

Tabelle 2: Beschreibende Statistiken über Vergütungsdaten (in Tausend)

Von den zahlreichen Analyseverfahren, die die Statistik uns heutzutage bietet, eignet sich die Regressionsanalyse für die vorliegende Untersuchung am besten, da eines ihrer Anwendungsbereiche in der so genannten Ursachenanalyse liegt, welche sich mit folgender Fragestellung befasst⁵⁹: *„Wie stark ist der Einfluss der unabhängigen Variablen auf die abhängige Variable?“*⁶⁰ Die unabhängigen Variablen sind in unserem Fall zum einen die Größe des Unternehmens und zum anderen die Profitabilität des Unternehmens, während die abhängige Variable durch die Vorstandsvergütungen repräsentiert wird.

Man unterscheidet im Rahmen der Regressionsanalyse die einfache Regression von der so genannten multiplen Regression. Bei ersterer wird innerhalb des Modells nur eine unabhängige Variable auf den Zusammenhang mit der abhängigen Variable untersucht, während bei der multiplen Regression mehrere unabhängige Variablen innerhalb eines Modells aufgenommen werden können. Im Zuge der vorliegenden Untersuchung wurden die Daten sowohl einer einfachen Regression unterzogen – also die beiden Variablen Größe und Profitabilität unabhängig voneinander untersucht – als auch im Rahmen einer multiplen Regression „gleichzeitig“ innerhalb eines Modells untersucht. Im Abschnitt 5.1 soll zunächst auf die Resultate der einfachen Regression

⁵⁹ vgl. Backhaus et al. (2006, S. 46 – 49)

⁶⁰ Backhaus et al. (2006, S. 49)

eingegangen werden, während sich Abschnitt 5.2 den Ergebnissen der multiplen Regression widmet.

5.1 Resultate der einfachen Regression

Der zugrunde liegende Datensatz umfasste die Jahre 2004 bis 2006. Damit konnte untersucht werden, wie sich die ausgewiesene Größe und Profitabilität eines Unternehmens im Jahr 2004 bzw. 2005 auf die Vorstandsvergütungen 2005 bzw. 2006 ausgewirkt haben. Damit konnten die Daten insgesamt vier Mal untersucht werden. Auf die Ergebnisse dieser Analysen soll nun genauer eingegangen werden.

5.1.1 Einfluss der Größe auf die Gehälter

Um die Vergleichbarkeit von der unabhängigen Variable „Größe“ mit der abhängigen Variable „Gehalt“ zu gewährleisten, wurden die Daten im Rahmen dieser Untersuchung logarithmiert. In den Abbildungen 5 und 6 lässt sich rein optisch ein klarer Zusammenhang erkennen. Die eingezeichneten Regressionsgeraden haben eine eindeutig steigende Tendenz. Die Funktion der Regressionsgerade ist jeweils über dem Diagramm zu sehen. Aus dieser lassen sich der Schnittpunkt mit der y-Achse sowie der Anstieg der Gerade ablesen. Die Größe des Zusammenhangs wird durch das Bestimmtheitsmaß R^2 bestimmt. R^2 ergibt sich aus dem Verhältnis von erklärter Streuung zur Gesamtstreuung und kann damit einen Wert zwischen 0 und 1 annehmen. Je höher R^2 also ausfällt, desto stärker erklärt die untersuchte unabhängige Variable den Anteil der Gesamtstreuung.⁶¹

Die Größe des Unternehmens im Jahr 2004 erklärt 55,62% der Abweichung der Vorstandsbezüge im Jahr 2005 und respektive 53,19% für die Jahre 2005/2006.

Diese Werte sind durchaus gut, sprich man kann von einem statistisch nachgewiesenen Zusammenhang sprechen. Es ist wichtig zu betonen, dass sich durch gar kein

⁶¹ vgl. Backhaus (2006, S. 66)

statistisches Verfahren zweifelsfreie Kausalitäten nachweisen lassen. Es kann in dieser Beziehung nur von nachgewiesenen Korrelationen die Rede sein, die zwar eine notwendige, jedoch keine hinreichende Bedingung für Kausalität darstellen.⁶²

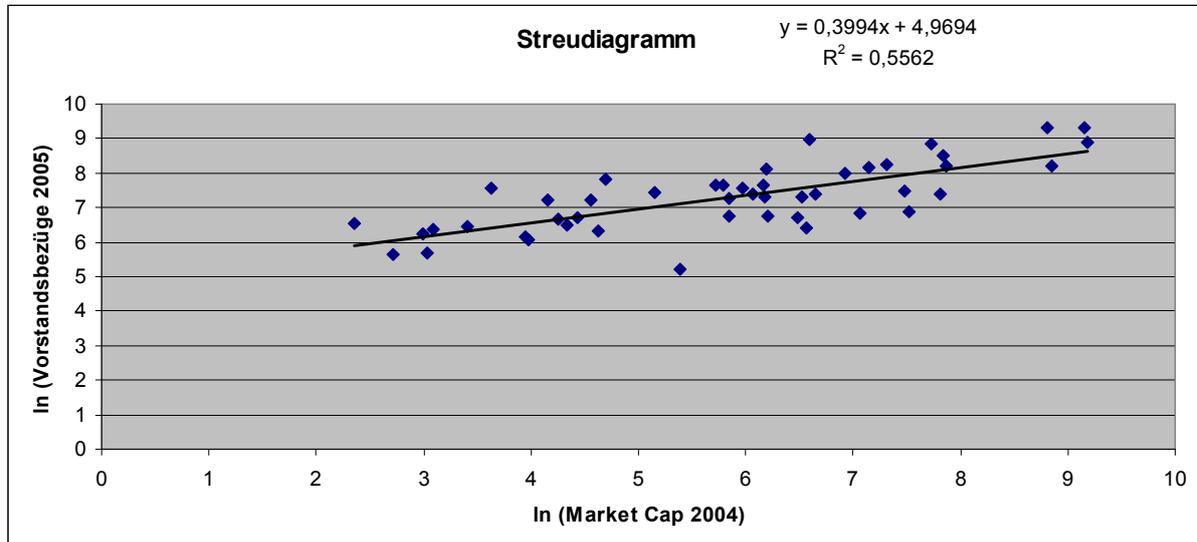


Abbildung 5: Einfluss der Marktkapitalisierung 2004 auf Vorstandsbezüge 2005

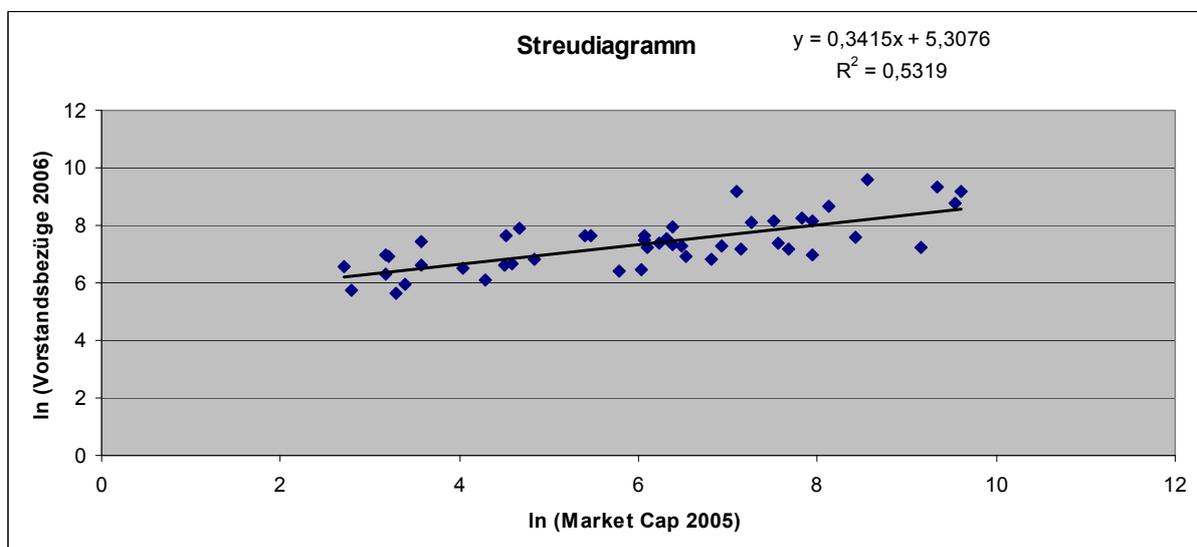


Abbildung 6: Einfluss der Marktkapitalisierung 2005 auf Vorstandsbezüge 2006

⁶² vgl. Backhaus (2006, S. 48 – 49)

5.1.2 Einfluss der Profitabilität auf die Gehälter

Hier lässt sich kein allzu starker Zusammenhang erkennen, wie man aus den Abbildungen 7 und 8 ablesen kann. Zwar ist die Tendenz steigend, jedoch lässt sich bereits an den entsprechenden R^2 Werten schlussfolgern, dass durch die Profitabilität nicht allzu viel der Streuung erklärt wird. Die Werte von 2,08% und 4,7% besagen, dass nicht einmal 5% der Abweichung durch die Profitabilität erklärt wird. Auch die jeweiligen Werte des Anstiegs der Regressionsgerade (1,0727 und 0,8162) sprechen für einen schwachen Zusammenhang.

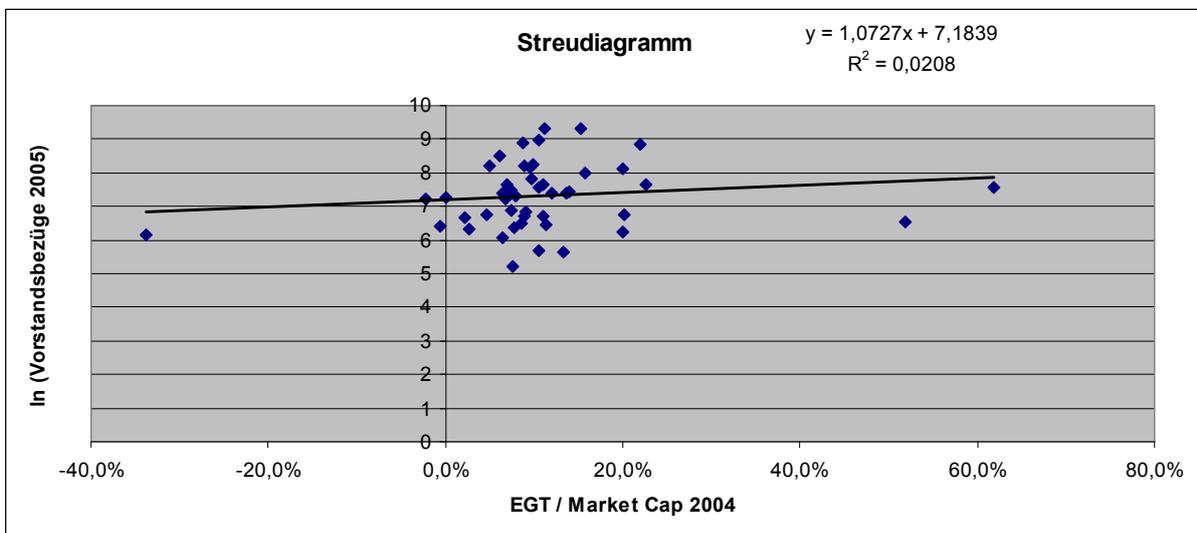


Abbildung 7: Einfluss der Profitabilität 2004 auf Vorstandsbezüge 2005

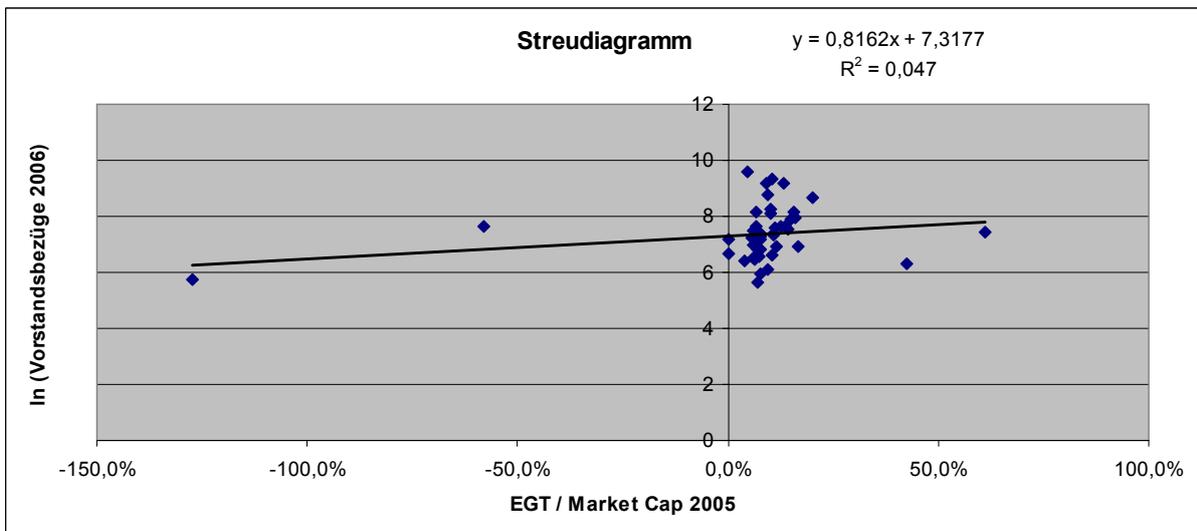


Abbildung 8: Einfluss der Profitabilität 2005 auf Vorstandsbezüge 2006

5.2 Resultate der multiplen Regression

Wie vorher bereits erwähnt, zeichnet sich die multiple Regression dadurch aus, dass sie beide Variablen gleichzeitig im Rahmen eines Modells untersuchen kann. Die entsprechende Regressionsfunktion schaut dann folgendermaßen aus:

$$Y = b_0 + \text{Unternehmensgröße } x_1 + \text{Profitabilität } x_2$$

Formel 7: Regressionsfunktion

Um die Stärke des Zusammenhanges zu prüfen, ist im Falle einer multiplen Regression zusätzlich zum bereits bekannten R^2 Wert ein so genannter „korrigierter R^2 Wert“ von Bedeutung. „Korrigiert“ wird das Bestimmtheitsmaß von folgendem Umstand:

Bei jedem hinzukommenden Regressor⁶³ steigt das Bestimmtheitsmaß, da ein mehr oder weniger großer Erklärungsanteil hinzugefügt wird, der möglicherweise nur zufällig bedingt ist. Das korrigierte Bestimmtheitsmaß trägt diesem Umstand Rechnung, indem es das einfache Bestimmtheitsmaß um eine Korrekturgröße vermindert. Nimmt R^2_{KORR} einen viel kleineren Wert als R^2 an, so ist das verdächtig.⁶⁴

Bei der zugrunde liegenden Untersuchung kommt für den Einfluss, den die beiden Variablen 2004 auf die Vorstandsgehälter 2005 nehmen, ein R^2 von 0,6222 heraus, während das korrigierte Bestimmtheitsmaß bei einem Wert von $R^2_{\text{KORR}} = 0,6050$ liegt. 60,5% der Streuung werden also durch die beiden Variablen Unternehmensgröße und Profitabilität erklärt. Die sich ergebende Differenz zwischen R^2 und R^2_{KORR} von 0,0172 befindet sich in einem absolut unbedenklichen Bereich, sprich beide Variablen tragen einen „ehrlichen“ Erklärungswert bei.

⁶³ Regressor bezeichnet die unabhängige Variable

⁶⁴ vgl. Backhaus et al. (2006, S. 68)

In den Jahren 2005/2006 nimmt R^2 einen Wert von 0,5460 an, während R^2_{KORR} bei 0,5253 liegt. Wiederum ist die Differenz vollkommen unverdächtig und auch in diesem Jahr werden die 52,53% der Gehaltshöhe durch die Unternehmensgröße bedingt.

5.3 Interpretation

Im Rahmen der empirischen Studie wurden die Determinanten der Vorstandsgehälter analysiert.

Aus rein wirtschaftlicher Sicht wäre es nahe liegend anzunehmen, dass die Profitabilität, also der verzeichnete Erfolg eines Unternehmens, einen starken Zusammenhang mit der Höhe der ausbezahlten Managersaläre aufweist - ganz im Sinne des Grundsatzes: Ohne Fleiß kein Preis. Dementsprechend sollten erfolgreichere Manager auch mehr verdienen, oder um es anders zu formulieren: Die so viel Unmut stiftenden Managergagen (siehe Einleitung) sollten zumindest auf außerordentliche Erfolge zurückzuführen sein.

Tatsächlich jedoch zeigt die Studie einen verhältnismäßig schwachen Zusammenhang mit der verzeichneten Profitabilität. Stattdessen erklärt die Größe eines Unternehmens über 50% der Variation in den Managergagen.

6 Literaturverzeichnis

Angerer, T., *AK: Klare Spielregeln sind Voraussetzung für "Good Governance",*
http://www.ots.at/presseaussendung.php?schluessel=OTS_20080901_OTSO140&ch=wirtschaft [Zugriff am 26.09.2008]

Backhaus, K., Erichson, B., Wulff P. und Weiber, R. (2006) *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*, 11.Aufl., Springer: Berlin

Bannier, C. E. (2005) *Vertragstheorie – Eine Einführung mit finanzökonomischen Beispielen und Anwendungen*, Physica Verlag: Heidelberg (D)

Bebchuk, L. A. und Fried. J. M. (2003) Executive Compensation as an Agency Problem. *The Journal of Economic Perspectives* 17 (3), 71 – 92

Bebchuk, L. und Grinstein, Y. (2005) The Growth of Executive Pay. *Oxford Review of Economic Policy* 21 (2), 283 – 303

BMJ, *Bundesrat macht Weg für die Offenlegung der Managergehälter frei. Pressemitteilung vom 08.Juli.2005,*
http://www.bmj.de/enid/2c7aa234319894f1590694accc52db4f,4f944a707265737365617274696b656c5f6964092d0932323031093a096d795f79656172092d0932303035093a096d795f6d6f6e7468092d093037/Presse/Pressemitteilungen_58.html [Zugriff am 26.09.2008]

Charness, G. und Kuhn, P. (2004) *Do co-workers' wages matter? Theorie and evidence on wage secrecy, wage compression and effort.* IZA discussion paper Nr. 1417, URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=511502

Core, J. E.; Hoolthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999) Corporate Governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371 – 406

Dorff, M. B. (2005) Does One Hand Wash the Other? Testing the Managerial Power and Optimal Contracting Theories of Executive Compensation. *Journal of Corporation Law* 30 (2), 255 – 307

Ghosh, C. und Sirmans, C. F. (2005) On REIT CEO Compensation: Does Board Structure Matter? *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 30 (4), 397 – 428

Haeseler, H. R. und Gampe, I. (2002) *Corporate Governance*, Linde: Wien

Haid, A. und Yurtoglu, B. B. (2006) Ownership Structure and Executive Compensation in Germany, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948926

Leitsmüller, H. (2007) *5 Jahre Corporate Governance Kodex*, http://www.arbeiterkammer.at/bilder/d58/Corporate_Governance_Studie_2007.pdf
[Zugriff: 04.12.2008]

Manalex, Prinzipal-Agenten-Theorie,

<http://www.manalex.de/d/prinzipal-agenten-theorie/prinzipal-agenten-theorie.php>
[Zugriff am 26.09.2008]

Moorhead, G. und Griffin, R. W. (1992) *Organizational behavior: managing people and organizations*. 3. Aufl., Houghton Mifflin: Boston.

Neus, W. (2001) *Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht*, 2. Aufl., J.C.B. Mohr: Tübingen

Österreichischer Arbeitskreis für CG (2007) *Österreichischer Corporate Governance Kodex*, Druckerei des BMF: Wien

Prändl, F., Geppert, S. und Göth, P. (2003) *Corporate Governance Kodex*, Manz: Wien

Richter, R. und Furubotn E. G. (1999) *Neue Institutionenökonomik*. 2.Aufl., Mohr Sibeck: Tübingen

Schmid, F. A. (1997) Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 67 (1), 67 – 83

Shleifer a. und Vishny R. (1997) A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2), 734 – 783

Stadtmann, G. und Wißmann, M. F. (2007) Zur Notwendigkeit des Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetzes. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 56 (2), 137 – 150

Storn, A., Totes Kapital, http://www.zeit.de/2003/49/Institutionen_9akonomie
[Zugriff am 21.12.2008]

Wagenhofer, A. und Ewert R. (2002) *Externe Unternehmensrechnung*. Physica: Berlin.

Wikipedia, *Prinzipal-Agenten-Theorie*, <http://de.wikipedia.org/wiki/Prinzipal-Agent-Theorie> [Zugriff am 26.09.2008]

Wirtschaftslexikon 24, *Prinzipal-Agenten-Theorie*,
<http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/prinzipal-agenten-theorie/prinzipal-agenten-theorie.htm> [Zugriff am 26.09.2008]

Wirtschaftslexikon 24, *Hidden characteristics*,
<http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/hidden-characteristics/hidden-characteristics.htm> [Zugriff am 04.12.2008]

Wirtschaftslexikon 24, *Hidden intention*,
<http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/hidden-intention/hidden-intention.htm>
[Zugriff am 04.12.2008]

7 Anhang 1 – In der empirischen Studie verwendete Unternehmen

Agrana	Kapital&Wert
All. PORR	KTM
Andritz	Lenzing
AT&S	Manner
ATB	Mayr-Melnhof
AUA	Miba
AVW Invest	Oberbank
BA-CA	OMV
BKS	Palfinger
Böhler-Uddeholm	RHI
Brainforce	Rosenbauer
BTV	S & T
Bwin	Schlumberger
BWT	Semperit
CA Immobilien	SW Umwelttechnik
Constantia Pack.	Telekom Austria
DO&CO	UBM
Erste Bank	UNIQA
EVN	Verbund
Eybl International	voestalpine
Flughafen Wien	Wienerberger
Generali	Wolford
Hirsch Servo	Wr. Städtische
JoWood	

8 Anhang 2 – Die der empirischen Studie zugrunde liegenden Daten

	Vorstand 2005	Vorstand 2006	EGT (in Mo €) 2004	EGT (in Mo €) 2005	Market Cap (in Mo €) 2004	Market Cap (in Mo €) 2005	Profit Rate 2004	Profit Rate 2005
Agrana	€ 1.596	€ 1.472	€ 93,2	€ 71,7	€ 776,5	€ 1.029,5	12,0%	7,0%
All. FORR	€ 1.679	€ 2.075	€ 24,3	€ 32,4	€ 173,6	€ 238,6	14,0%	13,6%
Andritz	€ 7.797	€ 9.490	€ 76,6	€ 110,0	€ 729,3	€ 1.207,0	10,5%	9,1%
AT&S	€ 2.090	€ 1.822	€ 21,2	€ 26,3	€ 304,6	€ 433,7	7,0%	6,1%
ATB	€ 682	€ 719	€ 5,5	€ 1,1	€ 10,6	€ 14,9	51,9%	7,4%
AUA	€ 2.077	€ 2.127	€ 74,4	€ 129,6	€ 328,4	€ 223,4	22,7%	-58,0%
AWInvest	€ 549	€ 549	€ 2,8	€ 10,2	€ 102,7	€ 24,0	2,7%	42,5%
BA-CA	€ 7.100	€ 6.300	€ 859,0	€ 1.301,0	€ 9.777,0	€ 13.818,6	8,8%	9,4%
BKS	€ 1.624	€ 1.377	€ 27,8	€ 33,5	€ 429,1	€ 448,1	6,5%	7,5%
Böhler-Uddeholm	€ 3.007	€ 3.559	€ 161,5	€ 286,4	€ 1.022,8	€ 1.822,0	15,8%	15,7%
Brainforce	€ 646	€ 761	€ 3,4	€ 3,7	€ 30,2	€ 35,8	11,3%	10,3%
BTV	€ 1.518	€ 1.614	€ 33,7	€ 39,8	€ 482,0	€ 511,5	7,0%	7,8%
Bwin	€ 1.453	€ 1.333	€ 0,1	€ 6,6	€ 345,2	€ 2.158,2	0,0%	0,3%
BWT	€ 863	€ 654	€ 22,9	€ 25,7	€ 496,5	€ 414,6	4,6%	6,2%
CA Immobilien	€ 620	€ 912	€ 4,5	€ 63,0	€ 712,8	€ 918,4	-0,6%	6,9%
Constantia Pack.	€ 870	€ 1.838	€ 69,7	€ 78,8	€ 344,4	€ 554,4	20,2%	14,2%
DO&CO	€ 432	€ 452	€ 3,5	€ 6,8	€ 53,4	€ 72,4	6,5%	9,4%
Erste Bank	€ 10.883	€ 11.219	€ 1.061,1	€ 1.214,7	€ 9.488,7	€ 11.441,8	11,2%	10,6%
EVN	€ 988	€ 1.075	€ 135,9	€ 186,2	€ 1.839,6	€ 2.804,5	7,4%	6,6%
Eybl International	€ 673	€ 672	€ 6,5	€ 3,4	€ 76,0	€ 57,1	8,6%	6,0%
Flughafen Wien	€ 933	€ 1.298	€ 105,0	€ 100,0	€ 1.169,7	€ 1.270,3	9,0%	7,9%
Generali	€ 1.798	€ 1.579	€ 130,2	€ 210,6	€ 1.765,6	€ 1.926,4	7,4%	10,9%
Hirsch Servo	€ 590	€ 1.080	€ 1,7	€ 1,4	€ 22,0	€ 23,8	7,7%	5,9%
JoWood	€ 468	€ 317	€ 17,5	€ 20,6	€ 51,7	€ 16,2	-33,8%	-127,2%
Kapital&Wert	€ 298	€ 384	€ 2,2	€ 2,3	€ 20,8	€ 29,5	10,6%	7,8%
KTM	€ 183	€ 610	€ 16,6	€ 12,4	€ 218,0	€ 327,4	7,6%	3,8%
Lenzing	€ 1.477	€ 1.476	€ 54,0	€ 51,0	€ 683,2	€ 648,6	7,9%	7,9%
Manner	€ 790	€ 787	€ 1,5	€ 0,1	€ 69,9	€ 98,3	2,1%	0,1%
Mayr-Melnhof	€ 3.788	€ 3.247	€ 149,4	€ 145,4	€ 1.503,5	€ 1.416,0	9,9%	10,3%
Miba	€ 1.891	€ 1.670	€ 23,4	€ 21,7	€ 37,8	€ 35,6	61,9%	61,0%
Oberbank	€ 830	€ 992	€ 57,2	€ 79,2	€ 649,6	€ 691,8	8,8%	11,4%
OMV	€ 11.233	€ 9.632	€ 1.015,0	€ 1.947,7	€ 6.650,7	€ 14.850,0	15,3%	13,1%
Palfinger	€ 1.920	€ 1.515	€ 41,2	€ 63,9	€ 390,8	€ 594,1	10,5%	10,8%
RHI	€ 3.400	€ 2.800	€ 97,5	€ 94,9	€ 487,5	€ 591,4	20,0%	16,0%
Rosenbauer	€ 2.533	€ 2.753	€ 10,5	€ 15,9	€ 108,8	€ 107,1	9,7%	14,8%
S&T	€ 1.377	€ 761	€ 4,3	€ 6,4	€ 64,2	€ 90,7	6,7%	7,1%
Schlumberger	€ 513	€ 1.028	€ 4,0	€ 4,1	€ 20,0	€ 24,8	20,0%	16,5%
Semperit	€ 2.105	€ 2.128	€ 52,0	€ 53,6	€ 473,2	€ 430,4	11,0%	12,5%
SWUmwelttechnik	€ 278	€ 284	€ 2,0	€ 1,9	€ 15,0	€ 26,7	13,3%	7,1%
Telekom Austria	€ 3.718	€ 1.385	€ 350,0	€ 523,5	€ 6.975,0	€ 9.500,0	5,0%	5,5%
UBM	€ 829	€ 930	€ 9,3	€ 9,9	€ 84,6	€ 126,0	11,0%	7,9%
UNIQA	€ 3.444	€ 3.442	€ 121,0	€ 190,3	€ 1.269,6	€ 2.802,8	9,5%	6,8%
Verbund	€ 1.644	€ 1.993	€ 337,4	€ 507,5	€ 2.475,2	€ 4.550,2	13,6%	11,2%
voestalpine	€ 6.900	€ 5.800	€ 497,5	€ 674,3	€ 2.263,1	€ 3.371,9	22,0%	20,0%
Wernerberger	€ 3.618	€ 3.854	€ 231,4	€ 251,3	€ 2.607,0	€ 2.506,9	8,9%	10,0%
Wölford	€ 1.387	€ 2.046	€ 2,2	€ 6,0	€ 95,6	€ 91,3	-2,3%	6,6%
Wf. Städtische	€ 5.036	€ 14.562	€ 156,0	€ 240,3	€ 2.552,6	€ 5.234,3	6,1%	4,6%

9 Anhang 3 – Abstract in deutscher Sprache

Im Rahmen dieser Arbeit wurde der Vorstandsvergütungspraxis in Österreich auf den Grund gegangen.

Nach einer kurzen Einleitung in die Materie, deren Schwerpunkt das Aufzeigen der Aktualität dieses Themas in Anbetracht der ausgiebigen Medienpräsenz in vergangener Zeit war, widme ich mich im zweiten Kapitel dem Prinzipal Agenten Konflikt. Dieser stellt aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung das Grundproblem in der Beziehung zwischen Aktionären und Vorständen dar und wird daher im Detail erläutert. Als Abrundung dieses Kapitels werden Lösungsmechanismen vorgestellt und diskutiert.

Kapitel drei widmet sich der Thematik des Corporate Governance (CG) und gibt einen detaillierten Überblick über die Entwicklung verschiedenster Codes weltweit bis hin zur Entstehung des österreichischen CG Kodex.

Kapitel vier stellt das Kernstück der vorliegenden Arbeit dar und widmet sich der Diskussion über mögliche Effekte einer Offenlegungspflicht der Vorstandsvergütungen. Im Rahmen dessen wird mithilfe verschiedenster Modelle bewiesen, dass eine Pflicht zur Transparenz – entgegen den Erwartungen – auch negative Konsequenzen für Aktionäre haben kann.

Im letzten und fünften Kapitel wird als Abrundung der Arbeit eine von mir durchgeführte empirische Studie vorgestellt. Bevor auf die Ergebnisse dieser Studie eingegangen wird, baut ein kurzer Überblick über bereits bestehende Untersuchungen ein Verständnis dafür auf, welche Determinanten der Vorstandsvergütung als besonders wichtig zu erachten sind.

Die beiden Variablen Unternehmensperformance sowie Unternehmensgröße stellten sich als gängige Untersuchungsdeterminanten heraus und würden daher auch von mir auf ihren Einfluss auf die Höhe der Vorstandsgehälter untersucht. Ergebnis der Studie war, dass die Unternehmensperformance nur wenig Zusammenhang mit der Höhe der Managersaläre aufweist, während die Größe eines Unternehmens über 50% der Variation in den Vorstandsgagen erklärt.

10 Anhang 4 – Abstract in englischer Sprache

This work studies executive compensation in Austria's major public companies.

After a short introduction into the subject, which focuses on the urgency and current importance of the matter, I focus my attention on the principal agent problem. Due to asymmetric information shareholders' and managers' interests are not always a line. In the second chapter I focus on this problem and discuss possible solutions.

The third chapter concerns itself with the issue of corporate governance and presents a detailed overview of various codes that have developed around the world, as well as the Austrian corporate governance code.

The fourth chapter represents the main part of my work and is focused on the discussion of possible effects a disclosure of management compensation would have. In that matter, I used various models to prove that a mandatory disclosure could, contrary to beliefs, very well have adverse effects for shareholders as well.

In the fifth and final chapter I focused on an empirical study that I conducted. It focuses both on the results of my study as well as other studies previously conducted and the determining factors used within these studies.

The two variables of company performance and size are used in virtually all comparable studies and so I have decided to use them in my study as well. The result of the study was that company performance does not affect managers' salary in a substantial matter, whereas company size explains more than 50% of management compensation.

11 Anhang 5 – Curriculum Vitae



Persönliche Daten

Name: Dorit Muzicant

Geburtsdatum: 12.03.1984

Geburtsort: Wien, Österreich

Staatsbürgerschaft: Österreichisch

Familienstand: verheiratet, eine Tochter

Ausbildung

02/2004 – 01/2009: Studium der Internationalen Betriebswirtschaft an der Universität Wien, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

Spezialisierungen: Innovations- und Technologiemanagement und Marketing

Wirtschaftssprachen: Russisch und Englisch

10/2002 – 01/2004: Studium der Internationalen Betriebswirtschaft an der Wirtschaftsuniversität Wien

06/1994 – 06/2002: Besuch des Realgymnasiums Zwi Perez Chajes. Abschluss mit ausgezeichnetem Erfolg

09/1990 – 06/1994: Besuch der Volksschule der Zwi Perez Chajes Schule.

Berufspraxis

10/2006 – 01/2008: Studienassistentin am Lehrstuhl für Innovations- und Technologiemanagement, an der Universität Wien

02/2004 – 02/2005: Professional: PR, Agentur und Event/ Ulrich Taller

06/2002 – 09/2002: Praktikum bei Bank Austria Creditanstalt

Sprachen

Deutsch: Muttersprache

Russisch: Muttersprache

Englisch : Ausgezeichnete Kenntnisse in Wort und Schrift

Hebräisch: Ausgezeichnete Kenntnisse in Wort und Schrift

Französisch: Basiskenntnisse in Wort und Schrift

EDV

- Microsoft Office
 - Word
 - Powerpoint
 - Excel
- Adobe Photoshop
- Adobe InDesign
- HTML
- Javascript
- SQL
- PHP