universität wien

MASTERARBEIT

Titel der Masterarbeit

„Performance-, Unternehmens- und Corporate Governance-Merkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung – Eine empirische Analyse“

Verfasserin

Sarah Katharina Müller, Bakk. rer. soc. oec.

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, im Juli 2013

Studienkennzahl lt. Studienblatt:	A 066 915
Studienrichtung lt. Studienblatt:	Masterstudium Betriebswirtschaft
Betreuer:	Univ.-Prof. Dr. Otto A. Altenburger

Danksagung

An dieser Stelle möchte ich mich herzlich bei allen bedanken, die mich bei der Anfertigung dieser Masterarbeit unterstützt haben.

Zunächst möchte ich mich bei Herrn Univ.-Prof. Dr. Otto A. Altenburger für die Ermöglichung, meine Masterarbeit an seinem Lehrstuhl zu schreiben, bedanken. Herrn Mag. (FH) Josef Baumüller danke ich für zahlreiche Anregungen und Hilfstellungen.

Ein ganz besonderes Dankeschön gilt meinem Freund Lukas Dünser für die Unterstützung bei der Datenauswertung sowie viele Anregungen und Ideen. Jenny Dünser danke ich für das Korrekturlesen der Masterarbeit.

Nicht zuletzt möchte ich mich bei meiner Familie und meinen Freunden für Unterstützung danken.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis VII
Tabellenverzeichnis VII
Abkürzungsverzeichnis VIII

1. Einleitung 1
1.1. Problemstellung 1
1.2. Aufbau der Arbeit 2
1.3. Bedeutung der Vorstandsvergütung im Rahmen der Corporate Governance 3

2. Rechtliche Rahmenbedingungen der Vorstandsvergütung 8
2.1. Angemessenheit der Vorstandsvergütung in absoluter Höhe 8
2.2. Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung 12
2.3. Aktien, Optionen und Bezugsrechte als Bestandteil der Vorstandsvergütung 17
2.4. Vergütung im Falle vorzeitiger Beendigung 20
2.5. Offenlegung der Vergütung 21

3. Untersuchungsdesign und deskriptive Auswertung 25
3.1. Forschungsprozess 25
3.2. Variablendefinition 27
3.3. Stichprobe 32
3.4. Deskriptive Analyse 36

4. Performancemerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung 39
4.1. Theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Performancemerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung 39
4.2. Untersuchung hinsichtlich Performancemerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich 44

5. Unternehmensmerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung 47
5.1. Theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Unternehmensmerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung 47
5.2. Untersuchung hinsichtlich Unternehmensmerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich 51

6. Corporate Governance-Merkmale als Determinanten der Vorstands-vergütung 56
6.1. Theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Corporate Governance-Merkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung 56
6.2. Untersuchung hinsichtlich Corporate Governance-Merkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich 65

7. Analyse der Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich 69

8. Conclusio 73

Quellenverzeichnis 76

Anhang 89

Abstract 91

Curriculum Vitae 92

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Multivariate Regressionsfunktion 32
Abbildung 2: Verteilung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung pro Vorstand in TEUR 36
Abbildung 3: Logarithmierter Umsatz und Vorstandsvergütung 51
Abbildung 4: Logarithmierte Mitarbeiteranzahl und Vorstandsvergütung 52
Abbildung 5: Logarithmierte Bilanzsumme und Vorstandsvergütung 52

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Stichprobe mit durchschnittlicher Vorstandsvergütung pro Vorstand 35
Tabelle 2: Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand nach Jahr 37
Tabelle 3: Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand nach Branche 37
Tabelle 4: Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand nach Marktsegment 38
Tabelle 5: Analyse der Performancemerkmale 46
Tabelle 6: Analyse der Unternehmensmerkmale 53
Tabelle 7: Analyse der Corporate Governance-Merkmale 66
Tabelle 8: Analyse aller Determinanten 70
Tabelle 9: Definition der Variablen sowie Berechnungen 90

Abkürzungsverzeichnis

ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
aF	alte Fassung
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ATX	Austrian Traded Index
bzw.	beziehungsweise
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BlgNR	Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrats
BörseG	Börsegesetz
CEO	Chief Executive Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
d.h.	das heißt
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBT	Earnings before taxes
EG	Europäische Gemeinschaft
ErlRV	Erläuternde Bemerkungen zur Regierungsvorlage
et al.	und andere Autoren
EU	Europäische Union
EVA	Economic Value Added
gem.	gemäß
GP	Gesetzgebungsperiode
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
IAS	International Accounting Standards
i.d.R.	in der Regel
IFRS	International Financial Reporting Standards
Jg.	Jahrgang
lit	littera
LTI	Long Term Incentives
MDAX	Mid-Cap-DAX

MM	mid market
OCI	Other comprehensive income
OECD	Organisation for Economic Cooperation und Development
ÖCGK	Österreichischer Corporate Governance Kodex
PM	prime market
Ref.	Referenz
RET	Return on Stock
ROA	Return on Assets
ROIC	Return on Invested Capital
Rz	Randziffer
S.	Seite
SDAX	Small-Cap-Dax
SIC	Standard Industrial Classification
SMA	standard market auction
SMC	standard market continuous
StabG	Stabilitätsgesetz
STI	Short Term Incentives
TEUR	Tausend Euro
u.a.	unter anderem
UGB	Unternehmensgesetzbuch
USD	US-Dollar
v.	von
Vgl.	Vergleich
VIF	Variance Inflation Factor
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Gesetz zur Offenlegung der Vorstandsvergütung
z.B.	zum Beispiel

1. Einleitung

1.1. Problemstellung

Vergütungsstruktur und -höhe von Vorstandsvergütungen werden seit Jahrzehnten in unterschiedlichen Forschungsrichtungen der Wirtschaftswissenschaften empirisch untersucht.[1] Schon Mitte der 50er-Jahre des letzten Jahrhunderts wurde über Vorstandsvergütung in den USA diskutiert. Hingegen erschienen im deutschsprachigen Raum erst Mitte der 90er-Jahre empirische Beiträge zur Vorstandsvergütung.[2] Das Thema der Vorstandsvergütung wird auf verschiedenen Ebenen, u.a. in der EU-Kommission,[3] in der OECD[4] sowie im Österreichischen Arbeitskreis für Corporate Governance,[5] eingehend diskutiert.

Angesichts hoher Managementvergütungen rückte das Thema in den letzten Jahren auch in den Fokus der Öffentlichkeit.[6] Obwohl Vorstandsvergütungen in der Öffentlichkeit als zu hoch empfunden werden, steigen die Vergütungen der Vorstände. So verdienten Vorstände in einem ATX-Unternehmen im Jahr 2000 20-mal so viel wie ein durchschnittlicher Arbeitnehmer. Im Jahr 2011 lag der Faktor schon beim 48-fachen. Im Schnitt verdiente ein ATX-Manager im Jahr 2011 1,3 Millionen EURO. Zunehmend werden Stimmen laut, die diese Entwicklung nicht im Einklang mit der Leistung von Vorständen sehen.[7]

Entgegen wissenschaftlicher Befunde und dem zunehmenden Interesse der Öffentlichkeit, fehlen sachliche Diskussionen über die Angemessenheit der Vorstandsvergütung.[8] Ziel der Arbeit ist die Identifizierung wesentlicher Einflussfaktoren der Vorstandsvergütung.[9] Zunächst werden die rechtlichen Rahmenbedingungen der Vorstandsvergütung in Österreich beleuchtet. Die Determinanten der Vorstandsvergütung werden hinsichtlich theoretischer Grundlagen und publizierter empirischer Befunde diskutiert. Schließlich werden wesentliche Einflussfaktoren der Vorstandsvergütung

[1] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1076.
[2] Vgl. Schwalbach (1999), S. 592.
[3] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 11.
[4] Vgl. Haberer (2003), S. 49.
[5] Vgl. Haeseler / Gampe (2002), S. 140.
[6] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1076.
[7] Vgl. Bachler / Koch (2012).
[8] Vgl. Prinz / Schwalbach (2011), S. 2.
[9] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1076.

anhand einer empirischen Untersuchung von börsennotierten Gesellschaften in Österreich in den Jahren 2009 bis 2011 bzw. mit den abweichenden Wirtschaftsjahren 2009/10 bis 2011/12 diskutiert, wobei aufgrund branchenspezifischer Vorschriften nicht auf Banken- und Versicherungsunternehmen eingegangen wird. Die Arbeit verfolgt den Zweck wesentliche Determinanten, welche die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung beeinflussen, zu ermitteln. Dabei wird ein besonderes Augenmerk auf Merkmale gelegt, die mit dem Unternehmen, der Unternehmensperformance sowie der Eigentümer- und Aufsichtsratsstruktur zusammenhängen.

1.2. Aufbau der Arbeit

Zu Beginn der Arbeit werden die Relevanz und Bedeutung des Themas sowie die damit verbundene Problematik verdeutlicht.

Das zweite Kapitel befasst sich mit den Grundlagen rechtlicher Rahmenbedingungen der Vorstandsvergütung. In Bezug auf die rechtlichen Rahmenbedingungen werden die Angemessenheit in absoluter Höhe, die Struktur und Bemessungsgrundlage sowie Aktien, Optionen und Bezugsrechte der Vorstandsvergütung dargestellt. Weitere Ausführungen umfassen die Vergütung im Falle vorzeitiger Beendigung der Tätigkeit sowie die Offenlegung der Vorstandsvergütung.

Die empirische Untersuchung sowie die deskriptive Auswertung werden in Kapitel drei erläutert. Neben einer Ausführung über Forschungsprozess und Variablendefinition wird auch auf die Stichprobe im Detail eingegangen.

Daran anschließend beleuchtet Kapitel vier Performancemerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung. Zu den Performancemerkmalen zählen u.a. Aktienkursrendite und Return on Invested Capital (ROIC). Nach der Beschreibung der theoretischen Grundlagen und publizierter empirischer Befunde werden die Forschungsergebnisse hinsichtlich Performancemerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung erläutert.

Kapitel fünf betrachtet zuerst theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Unternehmensmerkmale wie beispielsweise Umsatz und Mitarbeiteranzahl als Determinanten der Vorstandsvergütung. Anschließend werden empirische Befunde in Bezug auf die Unternehmensmerkmale präsentiert.

Das nachfolgenden Kapitel sechs widmet sich Corporate Governance-Merkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung. Corporate Governance-Merkmale lassen sich in Eigentümer- und Aufsichtsratsstruktur unterteilen. Zunächst werden theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde vorgestellt. Weiters erfolgt eine Darstellung der Ergebnisse der Untersuchung.

In Kapitel sieben werden sowohl Performance-, Unternehmens- und Corporate Governance-Merkmale gemeinsam hinsichtlich ihres Einflusses auf die Vorstandsvergütung untersucht.

In der Schlussfolgerung werden die wichtigsten Inhalte und Ergebnisse der empirischen Untersuchung zusammengefasst.

1.3. Bedeutung der Vorstandsvergütung im Rahmen der Corporate Governance

Ausgangspunkt der Diskussion über Corporate Governance ist die Arbeit von Adolf A. Berle und Gardiner C. Means aus den 30er-Jahren des letzten Jahrhunderts. Obwohl der Begriff seit mehr als 70 Jahren in den Wirtschaftswissenschaften und der unternehmerischen Praxis verwendet wird, gibt es noch keine allgemein anerkannte Definition.[10] Eine bekannte Definition von Corporate Governance stammt von der britischen Cadbury Commission (1992) und lautet:

> „Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled."[11]

Eine umfassendere Definition liefert die Organisation for Economic Cooperation und Development (OECD) (2004):

> „Corporate-Governance-Praktiken gehören zu den zentralen Voraussetzungen für die Verbesserung von wirtschaftlicher Effizienz und Wachstum wie auch für die Stärkung des Anlegervertrauens. Sie betreffen das ganze Geflecht der Beziehungen zwischen dem Management eines Unternehmens, dem Aufsichtsorgan, den Aktionären und anderen Unternehmensbeteiligten (*Stakeholder*). Die Corporate Governance liefert auch den strukturellen Rahmen für die Festlegung der

[10] Vgl. Schäfer (2009), S. 27.
[11] Cadbury et al. (1992), S. 14.

> Unternehmensziele, die Identifizierung der Mittel und Wege zu ihrer Umsetzung und die Modalitäten der Erfolgskontrolle."[12]

Der Österreichische Corporate Governance Kodex (ÖCGK) enthält keine Definitionen von Corporate Governance.[13] In der Präambel des ÖCGK wird jedoch darauf hingewiesen, dass „österreichischen Aktiengesellschaften ein Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung des Unternehmens zur Verfügung gestellt" wird.[14] Eine Definition liefert auch der Deutsche Corporate Governance Kodex nicht.[15] Es wird lediglich erwähnt, dass der Kodex das „deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar machen"[16] soll.

Die Notwendigkeit von Corporate Governance-Regeln ergibt sich aus der Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht.[17] In der Regel bedienen sich die Eigentümer (principals) externer Manager (agents),[18] da die Eigentümer weder die Zeit noch die Mittel haben, sich mit Managementaufgaben selbst auseinanderzusetzen. Soweit man dem klassischen volkswirtschaftlichen Ansatz des *homo oeconomicus* folgt, verfolgen Manager (auch) eigene Interessen zu Lasten der Eigentümer.[19] Aufgrund der Informationsasymmetrie, die zwischen Eigentümer und Manager herrscht, können Eigentümer die Einsatzbereitschaft und Effizienz des Managements nur unvollständig überprüfen.[20] Berle / Means (1991) fassen die sogenannte Agenturproblematik wie folgt zusammen:

> „The separation of ownerhsip and control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear."[21]

[12] OECD (2004), S. 11.
[13] Vgl. Haberer (2003), S. 3.
[14] ÖCGK (2012), S. 11.
[15] Vgl. Haberer (2003), S. 3.
[16] DCGK (2012), S. 1.
[17] Vgl. Andres / Theissen (2007), S. 168.
[18] Vgl. Haeseler / Gample (2002), S. 103.
[19] Vgl. Haberer (2003), S. 4 – 5.
[20] Vgl. Funk / Rossmanith (2008), S. 7; Winter (2003), S. 337.
[21] Berle / Means (1991), S. 7.

Die Agenturtheorie (agency theory) sowie in jüngerer Zeit auch Managerialismustheorie (managerialism theory) werden heute vielfach[22] diskutiert.[23] Wenngleich beide Theorien[24] von ähnlichen Annahmen ausgehen, konzentrieren sie sich doch auf unterschiedliche Erklärungsansätze.[25] Die vorliegende Arbeit wird bei den theoretischen Grundlagen und empirischen Befunden sowie bei der Diskussion der Ergebnisse den Fokus auf diese beiden Erklärungsansätze richten.

Die Agenturtheorie geht davon aus, dass Manager risikoavers sind, eigene Ziele verfolgen und ihren Interessen oftmals in Konflikt mit den Zielen der Eigentümer stehen.[26] Um den Interessenkonflikt zwischen Eigentümer und Manager zu vermindern, gibt es verschiedene Mechanismen. Die Gestaltung der Vergütung ist ein möglicher Mechanismus. Durch die Vergütung werden Manager angehalten, die von den Eigentümern zur Verfügung gestellten Ressourcen optimal zu nutzen, was zu einer Entschärfung des Interessenkonflikts zwischen Eigentümer und Management führt.[27] Dementsprechend sind Vergütungsverträge zwischen Eigentümer und Manager so zu gestalten, dass die Agenturkosten als Summe von Anreiz- und Kontrollkosten minimiert werden.[28] Überwachungs- und Vergütungsstrukturen setzen Anreize für Manager, ihr Verhalten im Interesse der Eigentümer zu lenken.[29] Da die Leistung der Vorstände nicht direkt gemessen werden kann, wird diese indirekt durch das Ergebnis des Unternehmens gemessen. Das Ergebnis kann jedoch unterschiedlich definiert werden und ist darüber hinaus manipulationsanfällig.[30] Die Agenturtheorie ist der Ansicht, dass die Unternehmensperformance eine wichtige Determinante der Vorstandsvergütung ist[31] und Vergütungsverträge der Vorstände erfolgsabhängig gestaltet werden sollten. Em-

[22] U.a. Bebchuk / Fried (2003); Bebchuk / Fried / Walker (2002); Cyert / Kang / Kumar (2002); Fahlenbach (2009); Gomez-Mejia / Wiseman (1997); Schmidt / Schwalbach (2007); Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000); Rapp / Wolff (2010).
[23] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1080.
[24] Weitere Erklärungsansätze sind u.a. die Turniertheorie (vgl. Lazear / Rosen [1981]), die Stewardshiptheorie (vgl. Davis / Schoorman / Donaldson [1997]; Velte [2010]) sowie die Superstar-Vergütungstheorie (vgl. Rosen [1981]).
[25] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1080.
[26] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 304.
[27] Vgl. Winter (2003), S. 336.
[28] Vgl. Schmidt / Schwalbach (2007), S.112.
[29] Vgl. Barkema / Gomez-Mejia (1998), S. 135.
[30] Vgl. Schmidt / Schwalbach (2007), S.112.
[31] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 306; Winter (2003), S. 338.

pirisch wird ein positiver Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Höhe der Vorstandsvergütung erwartet.[32]

Die Agenturtheorie basiert auf einer einfachen und präzisen Theoriekonstruktion. Die Ex-ante-Perspektive geht davon aus, dass der Prinzipal bei Vetragsabschluss alle möglichen Risiken kennt und diese durch die Vetragsgestaltung beseitigt. Oft werden Probleme aber erst nach Vertragsabschluss entdeckt. Unterschiedliche Meinungen gibt es auch über die Annahme vom sich opportunistisch verhaltenden Agenten. Kritiker halten das Menschenbild der Agenturtheorie für einseitig. Nicht nur Agenten, auch Prinzipale können sich eigennützig verhalten. Das Ausmaß des opportunistischen Verhaltens ist überdies von der Organisation abhängig und folglich auch steuerbar.[33]

Die Agenturtheorie lässt sich prinzipiell in zwei verschiedene Forschungsrichtungen[34] unterteilen.[35] Die normative Agenturtheorie ist auf eine entscheidungslogisch-formale Darstellung fokussiert. Dagegen ist die positive Agenturtheorie stärker empirisch ausgerichtet. Mathematische Darstellungen spielen lediglich eine untergeordnete Rolle.[36]

Gomez-Mejia / Wiseman (1997) unterscheiden zwischen optimaler Vertragsgestaltung (contractual mechanism) sowie der direkten Überwachung der Vergütung (supervisory mechanism) als Mechanismen der Vergütungsgestaltung.[37] Bei der optimalen Vertragsgestaltung sollen Agenturprobleme mittels eines Vertrags vermindert werden. Jedoch können Aussagen über die Komplexität von Vergütungsverträgen nur in Grundzügen getroffen werden. Es ist keine Erklärung über die Wahrnehmung der Vergütungspakete durch Anteilseigner möglich.[38] Die zweite Kategorie umfasst Verträge, die sich mit der wechselseitigen Beeinflussung von Eigentümern und Managern befassen.[39]

Im Gegensatz zur Agenturtheorie sind Vertreter des Managerialismus der Ansicht, dass die Vergütung von Vorständen nicht Lösung des Agenturkonflikts, sondern Teil dessen ist. Frühere Vertreter des Managerialismus (u.a. Marris [1964], Williams

[32] Vgl. Winter (2003), S. 338.
[33] Vgl. Kumlin (2010), S. 44.
[34] Die beiden Ansätze legen den Fokus auf die Vertragsbeziehung von Eigentümer und Management. In Hinblick auf beteiligten Personen, Organisationen und Informationen sind die beiden Ansätze gleicher Ansicht. Vgl. Ferstl (2000), S. 23.
[35] Vgl. Festl (2000), S. 23 – 24; Kumlin (2010), S. 38.
[36] Vgl. Kumlin (2010), S. 38.
[37] Vgl. Gomez-Mejia / Wiseman (1997), S. 294 – 312.
[38] Vgl. Welker (2012), S. 44 – 46.
[39] Vgl. Gomez-Mejia / Wiseman (1997), S. 303.

[1985]) sind der Ansicht, dass das primäre Interesse von Vorständen die Maximierung der Unternehmensgröße und nicht der Unternehmensperformance ist. Dies wird damit begründet, dass Manager in größeren Unternehmen i.d.R. größeren Einfluss haben und höheres Ansehen genießen.[40] Ferner lässt sich die Unternehmensgröße vom Vorstand leichter kontrollieren als der Gewinn, und die Koppelung der Vorstandsvergütung an die Unternehmensgröße bringt keine größeren Vergütungsrisiken für den Vorstand mit sich.[41] Die Vertreter des Managerialismus sind der Ansicht, dass die Unternehmensgröße eine bedeutende Determinante der Vergütung von Vorständen darstellt.[42]

Die Managerialismustheorie besagt, dass die Vorstandsvergütung nicht das Resultat des Optimierungskalküls des Vorstands ist, sondern die Folge des Einflusspotentials und der Macht des Vorstands.[43] „Je mächtiger ein Manager, desto eher wird er in der Lage sein, einen hochdotierten und performanceunabhängigen Vergütungskontrakt zu verhandeln".[44] Bebchuk / Fried (2003) sind der Ansicht, dass die Gestaltung von Verträgen auch Teil des Agenturproblems ist, da Vergütungsverträge nicht immer im Sinne der Eigentümer sind.[45]

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass Corporate Governance eine entscheidende Rolle bei der Diskussion[46] über Angemessenheit, Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung einnimmt, da die Vorstandsvergütung die Beziehung zwischen Management und Eigetümer beeinflusst.[47] Somit ist die Vorstandsvergütung ein bedeutender Anküpfungspunkt ist, um Manager dazu zu bewegen, im Interesse der Eigentümer zu handeln.[48] Sowohl die Agenturtheorie als auch der Managerialismus liefern Ansätze zur Erklärung für die Vergütung von Vorständen. Jedoch gibt es auch Unterschiede zwischen der Agenturtheorie und dem Managerialismus. Zusätzlich gibt es bisher keine eindeutigen empirischen Befunde, welche eine der Theorien widerlegen.[49]

[40] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 302 – 303.
[41] Vgl. Combs / Skills (2003), S. 64; Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 303.
[42] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 302 – 306.
[43] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1080.
[44] Lambert / Larcker / Weigelt (1993), zit. nach Rapp / Wolff (2010), S. 1080.
[45] Vgl. Bebchuk / Fried (2003), S. 72 – 76.
[46] Vgl. Fahlenbach (2009), S. 81 – 82.
[47] Vgl. Tuschke (2013), S. 310 – 311.
[48] Vgl. Jensen (1990), S. 225 – 226.
[49] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1080 – 1081.

2. Rechtliche Rahmenbedingungen der Vorstandsvergütung

2.1. Angemessenheit der Vorstandsvergütung in absoluter Höhe

Eine genaue Definition des Begriffs „Angemessenheit“ gibt es bisher nicht.[50] Üblicherweise werden unbestimmte Rechtsbegriffe durch Judikatur und Literatur konkretisiert,[51] richtungweisende Entscheidungen wurden noch nicht getroffen.[52]

Schon 2004 setzte sich die Europäische Kommission mit der Angemessenheit der Vorstandsvergütung auseinander[53] und veröffentlichte die Empfehlung 2004/913/EG zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung in börsennotierten Gesellschaften.[54] Die EU-Kommission empfiehlt Maßnahmen zur Veröffentlichung[55] sowie aktienbezogener Vergütung[56] und hält fest, dass die Vergütung grundsätzlich Sache der Gesellschaft und der Aktionäre ist.[57] Im Jahr 2005 folgte die Empfehlung „zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrat“.[58]

Aufgrund der Finanzkrise veröffentlichte die EU-Kommission im Jahr 2009 eine weitere Empfehlung.[59] Die „Ergänzung der Empfehlung 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften“ empfiehlt, dass der Vergütungsausschuss sicherstellen soll, „dass die Vergütung einzelner geschäftsführender Direktoren oder Vorstandsmitglieder in einem angemessenen Verhältnis zur Vergütung anderer geschäftsführender Direktoren oder Vorstandsmitglieder sowie anderer Personalmitglieder der Gesellschaft steht.“[60]

---

[50] Vgl. Thüsing (2003), S. 1612.
[51] Vgl. Eckardstein / Konlechner (2008), S. 33.
[52] Vgl. Thüsing (2003), S. 1612.
[53] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 11.
[54] Vgl. Europäische Kommission (2004), S. 55.
[55] Siehe Abschnitt 2.5.
[56] Vgl. Europäische Kommission (2004), Art. 3 – 6. Bezüglich Aktienbezogener Vergütung siehe Abschnitt 2.3.
[57] Vgl. Europäische Kommission (2004), S. 55.
[58] Europäische Kommission (2005), S. 51.
[59] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S.11.
[60] Europäische Kommission (2009a), Art. 9.3. Eine weitere Empfehlung im Jahr 2009 betrifft die Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor (vgl. Europäische Kommission [2009b], S. 22). Die Empfehlung besagt, dass die Vergütungspolitik einer Gesellschaft „mit der Geschäftsstrategie, den Zielen und Werten sowie den langfristigen Interessen des Finanzinstituts, wie z. B. nachhaltige Wachstums-

Die Umsetzung der Vergütungsempfehlungen der Europäischen Kommission erfolgte in Österreich durch C-Regeln[61] im ÖCGK.[62]

In Österreich regelt § 78 AktG die Grundsätze der Vorstandsvergütung, wobei bereits § 70 AktG die Festsetzung einer angemessenen Vergütung für die Vorstandsmitglieder fordert.[63]

> „Nach § 78 Abs. 1 AktG aF hatte der Aufsichtsrat dafür zu sorgen, dass die Gesamtbezüge der Vorstandsmitglieder (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art) in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen."[64]

Im Rahmen des 2. Stabilitätsgesetzes (StabG) 2012 wurde u.a. § 78 AktG novelliert. Fortan sind neben der Lage der Gesellschaft und den Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds auch langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung, die Verhältnismäßigkeit der Bezüge zur „üblichen Vergütung" sowie die Leistung des einzelnen Vorstandsmitglieds bei der Prüfung der Angemessenheit zu berücksichtigen. Die Neuerungen des 2. StabG sind mit 01. Juli 2012 in Kraft getreten. Insgesamt bewirkten die neuen Regelungen keine grundlegenden Änderungen hinsichtlich der Festlegung der Vorstandsvergütung. Ein sorgfältiges Aufsichtsratsmitglied musste auch schon vor dem 2. StabG die nunmehr kodifizierten Grundsätze beachten.[65] § 78 Abs. 1 AktG lautet nunmehr:

> „Der Aufsichtsrat hat dafür zu sorgen, dass die Gesamtbezüge der Vorstandsmitglieder (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen, anreizorientierte Vergütungszusagen und Nebenleis-

---

aussichten, konform sein und mit den Grundsätzen des Schutzes von Kunden und Anlegern bei der Erbringung von Dienstleistungen" übereinstimmen sollte (Europäische Kommission [2009b], Art. 3.3).

[61] Der ÖCGK umfasst folgende Kategorien: Legal Requirement (L), deren Regel auf zwingenden Rechtsvorschriften beruht; Comply or Explain (C), deren Regel eingehalten werden soll, wobei eine Abweichung erklärt und begründet werden muss; Recommendation (R), eine Regel mit Empfehlungscharakter, deren Nichteinhaltung weder offenzulegen noch zu begründen ist (vgl. ÖCGK [2012], S. 14).

[62] Vgl. Hasenauer / Pracht (2010), S. 14. In Deutschland wurde die Empfehlung neben dem DCGK auch im Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandvergütung (VorstAG) umgesetzt (vgl. Hasenauer / Pracht [2010], S. 14).

[63] Vgl. Baumüller / Sopp (2012), S. 150.

[64] Frotz / Schörghofer (2012), S. 383.

[65] Vgl. Frotz / Schörghofer (2012), S. 383 – 385.

tungen jeder Art) in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des einzelnen Vorstandsmitglieds, zur Lage der Gesellschaft und zu der üblichen Vergütung stehen und langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzen. Dies gilt sinngemäß für Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art."[66]

Die Angemessenheit gem. § 78 Abs. 1 AktG orientiert sich an der Lage der Gesellschaft, den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie an der üblichen Vergütung und langfristiger Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung.[67] Nachfolgend wird erläutert, was darunter zu verstehen ist.

Unter dem Begriff „Lage der Gesellschaft" kann die derzeitige sowie zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft verstanden werden.[68] Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit sowie die strategische Ausrichtung und deren Umsetzung sind zu berücksichtigen.[69] Ebenfalls ist die Unternehmensperformance des Unternehmens im Vergleich zu Mitbewerbern zu analysieren. Weiters spielen auch externe Faktoren wie Markt, Politik und Rechtslage eine Rolle. So kann z.B. das lokale Lohnniveau[70] oder die Branche in die Prüfung der Angemessenheit der Vorstandsvergütung mit einfließen. Auch die Beteiligungsstruktur kann die Höhe der Vorstandsvergütung beeinflussen. Eine bedeutende Rolle der Gesellschaft im Konzernverbund kann eine höhere Vergütung rechtfertigen.[71]

Durch die Verknüpfung der Entlohnung an die wirtschaftliche Lage nimmt der Vorstand am unternehmerischen Risiko teil. Wobei nach § 78 Abs. 1 AktG, im Gegensatz zu Deutschland, keine nachträgliche Möglichkeit besteht, fix vereinbarte Vergütungsansprüche zu kürzen, wenn sich die wirtschaftliche Lage verschlechtert.[72] Somit führt eine schlechte wirtschaftliche Lage der Gesellschaft nicht zwangsläufig zu einer Reduktion der Vergütung. Eine Reduktion der Vergütung hängt primär von der Höhe und

[66] § 78 Abs. 1 AktG. „Unter Vorstandsbezüge sind alle Leistungen der Gesellschaft an ein Vorstandsmitglied (nicht an den Gesamtvorstand) zu verstehen, deren Zweck es ist, die im Rahmen des Vorstandsamtes erbrachten Geschäftsbesorgungs- und Dienstleistungen zu vergüten oder in Zusammenhang damit angefallener Aufwendungen des Vorstandsmitgliedes zu ersetzen." Strasser (2010), § 77 – 84 Rz 137.
[67] Vgl. Gröhs (2008), S. 84.
[68] Vgl. Gröhs (2008), S. 84.
[69] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 10.
[70] So verdienen österreichische Vorstände wesentlich weniger als Vorstände in den USA. Vgl. Gröhs (2008), S. 84 – 85.
[71] Vgl. Gröhs (2008), S. 84 – 85.
[72] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 6.

Art der vereinbarten variablen Vergütung ab. Benötigt eine sanierungsbedürftige Gesellschaft unter Umständen einen besonders qualifizierten Manager, kann die Vorstandsvergütung auch in Krisensituationen steigen.[73]

Von Bedeutung ist auch die konkrete Vorstandsposition, d.h. Aufgaben und Zuständigkeiten des jeweiligen Vorstandsmitglieds. Dabei werden der Aufgabenbereich sowie der Umfang des Ressorts berücksichtigt.[74] Zusätzliche Mandate des Vorstands z.B. in Aufsichtsräten anderer Aktiengesellschaften spielen bei der Prüfung der Angemessenheit ebenfalls eine Rolle.[75]

Die Leistung des einzelnen Vorstandsmitglieds wurde schon vor dem 2. StabG vielfach in den Vergütungsverträgen berücksichtigt. In der Praxis werden z.B. variable Vergütungsbestandteile in Kombination mit einer individuellen Leistungsbeurteilung vereinbart.[76]

Der Begriff der „üblichen Vergütung“ wurde durch das 2. StabG eingeführt.[77] Nunmehr sind Branchen-, Größen- und Landesüblichkeit sowie das Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen bei der Angemessenheitsprüfung zu berücksichtigen.[78] Nach dem Kriterium der üblichen Vergütung hat der Aufsichtsrat in jedem Einzelfall abzuwägen, ob diese vorliegt. Bei der Prüfung der üblichen Vergütung ist ein weites unternehmerisches Ermessen anzuerkennen. So kann es im Interesse des Unternehmens sein, eine Vergütung über dem Marktniveau zu bezahlen, wenn ein neuer Geschäftsbereich entwickelt werden soll.[79]

Die Auflistung der Lage der Gesellschaft sowie der Aufgabe des Vorstands gem. § 78 Abs. 1 AktG ist nicht als taxative Aufzählung zu verstehen. Auch andere Umstände wie z.B. Familienstand, Lebensalter, Berufserfahrung und Vorbildung sind bei der Prüfung der Angemessenheit einzubeziehen.[80]

[73] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 13.
[74] Vgl. Gröhs (2008), S. 85.
[75] Vgl. Eckardstein / Konlechner (2008), S. 33 – 34.
[76] Vgl. Schrank / Meier (2012), S. 34.
[77] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 3a.
[78] Vgl. ErlRV 1685 BlgNR 24. GP 30.
[79] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 9.
[80] Vgl. Strasser (2010), § 77 – 84 Rz 142.

Der ÖCGK legt „besonderes Augenmerk auf Nachhaltigkeit, langfristige Erfolgsorientierung, Transparenz sowie das Verfahren der Vergütungsfestsetzung.“[81] Die Vorstandsvergütung wird in Regel 27 – 31 ÖCGK geregelt.[82] Eine Konkretisierung des Begriffs der Angemessenheit ist aber auch im ÖCGK nicht zu finden. In den nachfolgenden Abschnitten wird näher auf den ÖCGK eingegangen.

Maßstäbe, welche die Angemessenheit der Vorstandsvergütung messen, sind umstritten. In der Literatur wird diskutiert, die Angemessenheit der Vorstandsvergütung anhand eines externen und internen Fremdvergleichs zu prüfen. Ein externer Fremdvergleich vergleicht die Vergütung von Vorstandsmitgliedern eines Unternehmens mit Unternehmen vergleichbarer Größe und Branche. Dies erfolgt über Gehaltsstudien von Beratungsunternehmen. Bei einem internen Fremdvergleich wird die durchschnittliche Entlohnung der Führungskräfte innerhalb eines Unternehmen betrachtet. Falls sich die Ergebnisse des externen und internen Fremdvergleichs sehr unterscheiden, wird nach verbreiteter Meinung der externe Fremdvergleich bevorzugt.[83]

In den letzten Jahren wurden die Kriterien der Angemessenheit konkretisiert.[84] Jedoch gibt es noch vielfach Ermessenspielraum, da eindeutige Maßstäbe fehlen.[85] Insgesamt liefert der Gesetzgeber wenig konkrete Ausführungen, wie die Angemessenheit überprüft werden soll und was als angemessen gilt.[86]

2.2. Struktur und Bemessungsgrundlage der Vorstandsvergütung

In den letzten Jahren wurde die Vergütungsstruktur zunehmend komplexer und orientierte sich sehr stark an kurzfristigen Ergebnissen. Dies führte teilweise zu unverhältnismäßig hoch wahrgenommenen Vorstandsvergütungen.[87] Prinzipiell sollte die Vergütungsstruktur so ausgestaltet sein, dass der Vorstand die Interessen der Investoren wahrnimmt.[88]

[81] Nowotny (2012), S. § 78 Rz 17a.
[82] Vgl. ÖCGK (2012), Regel 27 – 31.
[83] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 9.
[84] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 10.
[85] Vgl. Müller (2007), S. 37.
[86] Vgl. Schätzle (2002), S.94.
[87] Vgl. Europäische Kommission (2009a), S. 28.
[88] Vgl. Eckardstein / Konlechner (2008), S. 53.

Grundsätzlich umfasst die Vorstandsvergütung eine Kombination aus Grundgehalt, variablen Bezügen und Nebenleistungen.[89] Die Europäische Kommission empfiehlt, ein angemessenes Verhältnis zwischen den fixen und variablen Vergütungsbestandteilen festzulegen.[90] Die Ausrichtung der Vergütungsstruktur sollte der langfristigen Unternehmensentwicklung dienen. Ferner sollte sich die Vergütung an der Leistung orientieren. Aus diesem Grund sollen variable Vergütungskomponenten im Voraus festgelegt und an messbare Leistungskriterien geknüpft werden. Auch nicht-finanzielle Kriterien können in die Vergütung mit einfließen. Für variable Vergütungsbestandteile soll eine Höchstgrenze festgelegt werden. Deren Auszahlung sollte während eines bestimmten Zeitraums, z.B. drei bis fünf Jahre, ausgesetzt werden, wenn sie einen erheblichen Teil der Gesamtvergütung ausmacht. Außerdem sollen variable Vergütungsbestandteile zurückgefordert werden, wenn diese auf der Grundlage offenkundig falscher Daten ausbezahlt wurden.[91]

Die Struktur und Bemessungsgrundlage wird in § 78 Abs. 1 AktG geregelt, wie in Kapitel 2.1. erwähnt. Vor dem 2. StabG im Jahr 2012 wurden die Kriterien der Langfristigkeit sowie der Nachhaltigkeit des Handelns der Vorstände in § 78 Abs. 1 AktG nicht geregelt.[92] Da jedoch so mitunter falsche Anreize gesetzt wurden, novellierte der Gesetzgeber § 78 AktG.[93] Nunmehr hat der Aufsichtsrat gem. § 78 Abs. 1 AktG langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung zu setzen.[94] Damit möchte der Gesetzgeber eine künstliche Aufblähung des Geschäftsvolumens für die Gewährung variabler Vergütungskomponenten verhindern. So sollen Aktienvergütungen ähnlichen Haltefristen unterliegen, wie sie zur Ausübung von Aktienoptionen vorgesehen sind.[95]

Nach § 77 AktG kann Vorstandsmitgliedern „für ihre Tätigkeit eine Beteiligung am Gewinn gewährt werden, die in einem Anteil am Jahresüberschuß zu bestehen hat.“[96]

[89] Vgl. Kramarsch (2004), S. 5.
[90] Vgl. Europäische Kommission (2009b), Art. 4.1.
[91] Vgl. Europäische Kommissin (2009a), S. 28.
[92] Vgl. Frotz / Schörghofer (2012), S. 383.
[93] Vgl. ErlRV 1685 BlgNR 24. GP 30.
[94] Vgl. § 78 Abs. 1 AktG.
[95] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 17.
[96] § 77 AktG.

Nach herrschender Auffassung kommen auch andere Bezugsgrößen in Betracht, um Vorstandsmitglieder zu motivieren.[97]

Neben den Regelungen im AktG gibt es auch im ÖCGK maßgebliche Bestimmungen. C-Regel 27 ÖCGK wurde durch die Empfehlung der Europäischen Kommission im Jahr 2009 verschärft und konkretisiert. Der Ausdruck der erfolgsabhängigen Vergütung wurde durch den EU-Terminus „variable Vergütungsbestandteile/Bestandteile" ersetzt. Dadurch wird verdeutlicht, dass die Vergütungskomponenten nicht ausschließlich an kurzfristigen Zielen orientiert sein sollten.[98] C-Regel 27 ÖCGK hält folgendes fest:

> „Die Vergütung enthält fixe und variable Bestandteile. Die variablen Vergütungsteile knüpfen insbesondere an nachhaltige, langfristige und mehrjährige Leistungskriterien an, beziehen auch nicht-finanzielle Kriterien mit ein und dürfen nicht zum Eingehen unangemessener Risiken verleiten. Für variable Vergütungskomponenten sind messbare Leistungskriterien sowie betragliche oder als Prozentsätze der fixen Vergütungsteile bestimmte Höchstgrenzen im Voraus festzulegen. Es ist vorzusehen, dass die Gesellschaft variable Vergütungskomponenten zurückfordern kann, wenn sich herausstellt, dass diese auf der Grundlage von offenkundig falschen Daten ausgezahlt wurden."[99]

Die fixe Vergütung, vielfach auch Grundgehalt oder Festbezüge genannt, bildet die Basis der Vorstandsvergütung,[100] welche in regelmäßigen Abständen inklusive vereinbarter Sonderzahlungen ausbezahlt wird.[101] In der Regel basieren Festbezüge auf der aktuellen Verhandlungs- und Marktmacht der Akteure.[102] Der Anteil der fixen Vergütung ist in den letzten Jahren stark gesunken.[103]

Variable Vergütungsbestandteile dienen als klassisches Instrument zur erfolgsabhängigen Entlohnung und werden von den Aktionären zur Steuerung des Vorstands herangezogen.[104] Sowohl Tantiemen[105] als auch Provisionen[106] gelten als variable Vergü-

[97] Vgl. Baumüller / Sopp (2012), S. 151.
[98] Vgl. Hasenauer / Pracht (2010), S. 14 – 15.
[99] ÖCGK (2012), C-Regel 27.
[100] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 47.
[101] Vgl. Schätzle (2002), S. 113.
[102] Vgl. Rang (2008), S. 15.
[103] Vgl. Haunold / Havranek (2008), S. 22; Eckardstein / Konlechner (2008), S. 54.
[104] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 49.

tungsbestandteile.[107] Durch einen steigenden variablen Vergütungsanteil ergibt sich die Möglichkeit einer höheren Vergütung. Gleichzeitig steigt auch das Vergütungsrisiko für den Vorstand.[108] Variable Vergütung umfasst sowohl kurzfristige (Short Term Incentive – STI) und langfristige (Long Term Incentive – LTI) Bestandteile.[109]

Short Term Incentive ist an kurzfristige, zumeist hoch aggregierte Unternehmenskennzahlen, wie z.B. EGT oder EBIT, geknüpft.[110] Die Bemessungsperiode beträgt i.d.R. ein Jahr. In der Unternehmenspraxis sind kurzfristige variable Vergütungen weit verbreitet, da ihr Bemessungszeitraum überschaubar und die Erfüllung der Kriterien im Rechnungswesen relativ leicht und zuverlässig überprüfbar ist. Eine gänzliche Ausrichtung auf kurzfristig variable Vergütung verhindert jedoch mitunter innovations- und strategieförderndes Handeln des Vorstands.[111]

Unter einem Long Term Incentive sind langfristige, am nachhaltigen Unternehmenserfolg orientierte Vergütungskomponenten zu verstehen.[112] Als strategische Ziele können u.a. Markt-, Produktivitäts- und Diversifikationsziele dienen.[113] Als Einflussfaktoren dienen u.a. Börsennotierung bzw. Volatilität des Aktienkurses, Branche und volkswirtschaftliches Umfeld. Besonders weit verbreitet sind aktienbasierte Vergütungsbestandteile[114] bei börsennotierten Gesellschaften.[115] Bei einem Long Term Incentive beträgt der Bemessungszeitraum i.d.R. drei bis fünf Jahre.[116]

In der Praxis werden unterschiedliche Bemessungsgrundlagen für die variable Vergütung verwendet. Oft wird zwischen individuellen Zielvereinbarungen sowie ergebnisorientierten und marktbezogenen Bemessungsgrundlagen unterschieden. Unter individuellen Zielvereinbarungen werden persönliche Arbeits- und Entwicklungsziele verstanden. Die Vergütungshöhe richtet sich nach dem Zielerreichungsgrad und kann u.a. in Form von Boni oder Leistungsprämien gewährt werden. Als ergebnisorientierte

---

[105] Tantiemen messen sich entweder am Umsatz oder Bilanzgewinn (rechenbare Tantieme) oder sind von anderen Kriterien abhängig (Ermessenstantieme). Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 49.
[106] „Provisionen orientieren sich an der persönlichen Leistung eines Vorstandsmitgliedes ... .” Hans Böckler Stiftung (2010), S. 49.
[107] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 49.
[108] Vgl. Tuschke (2013), S. 308.
[109] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 51.
[110] Vgl. Haunold / Havranek (2008), S. 22 – 24.
[111] Vgl. Grewe (2012), S. 21.
[112] Vgl. Kramarsch (2004), S. 35.
[113] Vgl. Grewe (2012), S. 21.
[114] Aktienbasierte Vergütungsbestandteile werden gesondert in Kapitel 2.3. behandelt.
[115] Vgl. Haunold / Havranek (2008), S. 24.
[116] Vgl. Grewe (2012), S. 21.

Bemessungsgrundlage dienen buchhalterische Kennzahlen wie EBIT und Jahresgewinn, Rentabilitätskennzahlen wie Eigen- und Gesamtkapitalrendite und wertorientierte Kennzahlen wie Economic Value Added (EVA). Wertorientierte Kennzahlen haben den Vorteil, dass das Investitionsrisiko sowie die Kosten des eingesetzten Eigenkapitals berücksichtigt werden.[117] Daneben können auch individuelle Leistungskriterien wie z.B. Teamfähigkeit, Zuverlässigkeit oder Initiative herangezogen werden.[118] Im Rahmen der marktbezogenen Bemessungsgrundlage werden variable Vergütungsbestandteile an die Entwicklung des Aktienkurses gebunden. Wichtig ist jedoch, dass die Bemessungsgrundlage der Vergütung mit den strategischen Zielen der Gesellschaft übereinstimmt.[119]

Nebenleistungen bilden, neben der fixen und variablen Vergütung, die dritte Vergütungskomponente.[120] Als Nebenleistungen kommen monetäre als auch nicht-monetäre Nebenleistungen in Betracht. Übliche Nebenleistungen umfassen u.a. Altersvorsorge, Dienstwagen, Krankenversicherung und Fahrtendienst.[121] Obwohl sich Nebenleistungen in fast allen Vorstandsverträgen finden, ist ihre Bedeutung in Hinsicht auf die Gesamtvergütung relativ gering.[122]

Der Begriff „nicht-finanzielle Kriterien“ ist nicht näher definiert.[123] Als nicht-finanzielle Kriterien kommen z.B. Kundenzufriedenheit, Reputation, Mitarbeiterzufriedenheit oder Einhaltung von Umweltschutzstandards in Frage. Wichtig ist, dass Ziele klar vorgegeben und eindeutig messbar sind, sonst liegt in nicht-finanziellen Kriterien viel Problempotential.[124]

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Struktur und die Bemessungsgrundlage der Vergütungsverträge so ausgestaltet werden sollten, dass hochqualifizierte Vorstände für das Unternehmen gewonnen und auf Dauer an das Unternehmen gebunden werden können. Dadurch soll eine nachhaltige Unternehmensentwicklung sichergestellt werden.[125]

---

[117] Vgl. Tuschke (2013), S. 306 – 307.
[118] Vgl. Grewe (2012), S. 21.
[119] Vgl. Tuschke (2013), S. 306 – 307.
[120] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 64.
[121] Vgl. Schätzle (2002) S. 114 – 120.
[122] Vgl. Haunold / Havranek (2008), S. 29 – 30.
[123] Vgl. Hasenauer / Pracht (2010), S. 15.
[124] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 17.
[125] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 32.

2.3. Aktien, Optionen und Bezugsrechte als Bestandteil der Vorstandsvergütung

In den letzten Jahren rückten Aktienoptionen in den Fokus, da zunächst davon ausgegangen wurde, dass Aktienoptionen den Interessenkonflikt zwischen Eigentümer und Manager lösen können. Es stellte sich jedoch heraus, dass Aktienoptionen teilweise auch zum „Selbstbedienungsladen" der Vorstandsmitglieder wurden. Aus diesem Grund zielten jüngste Reformen darauf ab, missbräuchliche Gestaltungen zu verhindern.[126]

Unter einer Aktienoption wird ein Recht verstanden, dass dem Begünstigten ermöglicht, Aktien zu einem im Voraus festgesetzten Preis (Ausübungspreis) zu einem späteren Zeitpunkt zu kaufen. Die Vergütung ergibt sich aus dem Unterschied zwischen Ausübungspreis und dem Aktienkurs am Tag der Ausübung.[127] Ziel von Aktienoptionen ist die Bindung des Vorstands an die Unternehmensentwicklung und damit Gleichschaltung der Interessen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat.[128]

Um die Option auszüben ist der Aktienkurs zum Zeitpunkt der Ausübung relevant. Der Aktienkurs hängt von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die zukünftige Ertragskraft der Gesellschaft ab. Führungskräfte können die Erwartungsbildung und somit den Aktienkurs z.B. durch Ad-hoc Meldungen oder steigende Dividenden, beeinflussen. Durch eine langfristige Orientierung des Optionsprogramms sowie durch den Zusatz von zeitlichen Beschränkungen (z.B. Sperrfristen oder Ausübungsfenster[129]) kann kurzfristiges Verhalten der Vorstände verhindert werden.[130] Es gilt zu beachten, dass die Ausübungshürde[131], d.h. die Kurssteigerung gegenüber dem Basispreis, einerseits nicht zu hoch und andererseits nicht zu niedrig angesetzt werden sollte. Eine zu hoch angesetzte Ausübung hat keine motivierende Wirkung und eine zu niedrige bewirkt, dass der Vorstand auch ohne besondere Leistung vergütet wird. Besonders so-

[126] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 18.
[127] Vgl. Schätzle (2002), S. 145.
[128] Vgl. Knoll (2005), S. 251 – 252.
[129] Ausübungsfenster lassen eine Ausübung nur in Zeiträumen zu in denen Führungskräfte und Marktteilnehmer den gleichen Informationsstand haben. Vgl. Eckardstein / Konlechner (2008), S. 15 – 16.
[130] Vgl. Eckarstein / Konlechner (2008), S. 15 – 16.
[131] „Ausübungshürden sind Beschränkungen der Ausübbarkeit einer Option über den Basispreis hinaus. Hier unterscheidet man absolute und relative Hürden. Eine typische absolute Hürde ist die Vorgabe einer festen Aktienrendite im Betrachtungszeitraum, eine typische relative Hürde das Übertreffen der Entwicklung eines Vergleichsindex." Gillenkirch (2008), S. 1.

genannte „Windfall Profits“ sollten vermieden werden. Diese Zufallsgewinne entstehen durch exogene Faktoren wie Konjunkturentwicklungen oder Wechselkursschwankungen und beruhen nicht auf Leistungen der Vorstände.[132]

> „Als Mittel dazu bietet sich ein geeigneter Branchenindex an, d.h. die Aktienkursentwicklung wird nicht absolut, sondern im Vergleich zu anderen Unternehmen gesehen. Es liegt also ein Fall von Benchmarking vor.“[133]

Falsch ausgestaltete Optionspläne können zu einer höheren Aktienkursvolatilität führen und ein zu starkes risikoorientiertes Handeln des Vorstands hervorrufen. Vorstände haben lediglich den Verfall des Optionsrechts, nicht jedoch finanzielle Nachteile zu befürchten. Somit hängt die Qualität der Stock Options wesentlich von der konkreten Ausgestaltung ab. Im Vorfeld sollten Optionspläne jedoch nicht generell abgelehnt werden.[134]

Die Europäische Kommission hält bezüglich der aktienbezogenen Vergütung fest, dass Aktien, Aktienoptionen oder sonstige Rechte auf den Erwerb von Aktien oder Vergütungen in Abhängigkeit vom Aktienkurs durch die Aktionäre in der Jahreshauptversammlung genehmigt werden sollten.[135]

Die Aktienoptionen als Teil der Vorstandsvergütung wurden in Österreich durch das Aktienoptionsgesetz 2011 neu geregelt.[136] Gem. § 95 Abs. 5 Z 10 AktG können Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats vorgenommen werden.[137] Aktien, die dem Optionsprogramm unterliegen, können in unterschiedlicher Form zur Verfügung gestellt werden. Eine beliebte Form ist der Erwerb eigener Aktien gem. § 65 Abs. 1 Z 4 AktG.[138] Überdies ist eine Bedienung „nackter Optionsrechte“[139] seit dem Aktienoptionsgesetz durch eine bedingte Kapitalerhöhung nach § 159 Abs. 3 AktG möglich.[140] Zu beachten ist, dass die Aktienoptionen 20% des

---

[132] Vgl. Eiselsberg / Haberer (2004), S. 70.
[133] Eiselsberg / Haberer (2004), S. 70.
[134] Vgl. Eiselsberg / Haberer (2004), S. 69.
[135] Vgl. Europäische Kommission (2004), Art. 6.1.
[136] Vgl. Eiselsberg / Haberer (2004), S. 70.
[137] Vgl. § 95 Abs. 5 Z 10 AktG.
[138] Vgl. Eiselberg / Haberer (2004), S. 70.
[139] „Nackte Optionsrechte“ werden ohne Anbindung an Wandel- oder Optionsanleihen ausgegeben. Vgl. Baums (1996), S. 29.
[140] Vgl. Eiselberg / Haberer (2004), S. 70. Vor dem Aktienoptionsgestz war eine bedingte Kapitalerhöhung „ ... gemäß § 159 AktG nur im Rahmen von Wandelschuldverschreibungen und zur Vorbereitung eines Unternehmenszusammenschlusses möglich.” Eiselberg / Haberer (2004), S. 70.

Grundkapitals nicht übersteigen dürfen.[141] Eine weitere Möglichkeit der Bedienung von Aktien ist die genehmigte Kapitalerhöhung gem. §§ 169 ff AktG. Dabei wird das Grundkapital durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen erhöht.[142] Die genehmigte Kapitalerhöhung ist sehr aufwendig, da jede Optionsausübung einen Beschluss über die Kapitalerhöhung erfordert[143] und zudem die Haltefrist der Option sowie die Ausübungsfrist zusammen auf fünf Jahre beschränkt sind.[144] Eine ordentliche Kapitalerhöhung ist theoretisch auch möglich, kommt jedoch nur bedingt in Betracht.[145] Neben den oben genannten Formen eignet sich auch die Bedienung, bei denen bereits bestehende Aktien durch einzelne Aktionäre oder Großaktionäre bereitgestellt werden. Grundsätzlich sind sämtliche Formen der Bedienung kombinierbar. Dabei halten sich Unternehmen meist das Recht vor, erst bei Optionsausübung zu entscheiden, ob sie neue Aktien aus bedingter oder genehmigter Kapitalerhöhung liefern, eigene Aktien abgeben oder die Verpflichtung bar tilgen.[146]

Nach C-Regel 28 ÖCGK sollen Aktienoptionsprogramme „an vorher festgelegte, messbare, langfristige und nachhaltige Kriterien anknüpfen. Eine nachträgliche Änderung der Kriterien ist ausgeschlossen. Auf die Dauer eines solchen Programmes, längstens aber bis zur Beendigung der Vorstandstätigkeit ist ein angemessener Eigenanteil an Aktien des Unternehmens zu halten. Bei Stock Option Programmen ist eine Wartefrist von mindestens 3 Jahren vorzusehen. Für Aktienübertragungsprogramme ist eine Warte- und/oder eine Behaltefrist von insgesamt mindestens 3 Jahren festzulegen. Über Stock Option Programme und Aktienübertragungsprogramme für Vorstandsmitglieder und deren Änderung beschließt die Hauptversammlung.“[147]

Somit kommen kurzfristige Aktienkursmaximierungen nach C-Regel 28 ÖCGK nicht in Betracht. Eine Ausübung nach wenigen Monaten widerspricht langfristiger Maßnahmen zur Steigerung des Unternehmenswertes. Nach Ablauf der Wartefrist schließt

[141] Vgl. § 159 Abs. 5 AktG.
[142] Vgl. § 169 Abs. 1 AktG.
[143] Vgl. Schulz (2010), S. 134.
[144] Vgl. § 169 Abs. 2 AktG.
[145] Vgl. Eiselberg / Haberer (2004), S. 70. So bedarf es im Hauptversammlungsbeschluss einer Mehrheit von drei Viertel des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals. Gem. § 149 Abs. 1 AktG.
[146] Vgl. Winter (2003), S. 340 – 341.
[147] ÖCGK (2012), C-Regel 28.

sich i.d.R eine mehrjährige Ausübungsfrist an. Jedoch sollten gewisse Ausübungsfenster festgesetzt werden, damit der Vorstand Insiderwissen nicht ausnützen kann.[148]

2.4. Vergütung im Falle vorzeitiger Beendigung

Zahlungen bei vorzeitigem Ausscheiden des Vorstands können problematisch sein, besonders wenn diese die zu leistende Vergütung bis zur Beendigung überschreiten.[149]

Die Europäische Kommission empfiehlt, dass Abfindungszahlungen „einen festen Betrag bzw. eine bestimmte Anzahl von Jahresgehältern nicht überschreiten [sollen] und in der Regel nicht mehr als zwei Jahreseinkommen aus der nicht variablen Vergütungskomponente oder dem entsprechenden Äquivalent betragen. Abfindungszahlungen sollten nicht geleistet werden, wenn der Vertrag aufgrund unzulänglicher Leistung beendet wird."[150]

Das österreichische AktG enthält keine Begrenzung der Ansprüche infolge der Beendigung der Vorstandstätigkeit.[151] Eine Bestimmung finden sich jedoch in C-Regel 27a ÖCGK.[152] Gem. C-Regel 27a ÖCGK ist bei Vorstandsverträgen darauf zu achten, „dass Abfindungszahlungen bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund mehr als zwei Jahresgesamtvergütungen nicht überschreiten und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages abgelten. Bei vorzeitiger Beendigung des Vorstandsvertrages aus einem vom Vorstandsmitglied zu vertretenden wichtigen Grund ist keine Abfindung zu zahlen. Aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit getroffene Vereinbarungen über Abfindungszahlungen berücksichtigen die Umstände des Ausscheidens des betreffenden Vorstandsmitglieds und die wirtschaftliche Lage des Unternehmens."[153]

Im Einzelfall können auch Zahlungen bei vorzeitiger Beendigung der Tätigkeit vertretbar sein. Dies kommt dann in Betracht, wenn eine vorzeitige Abberufung aus wichtigem Grund nicht möglich ist und personelle Probleme nicht nach außen hin kommuniziert werden sollen. Möglich sind auch Zahlungen in Verbindung mit nachvertragli-

[148] Vgl. Eiselsberg / Haberer (2004), S. 70 – 71.
[149] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 10.
[150] Europäische Kommission (2009a), Art. 3.5.
[151] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 17.
[152] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 27a.
[153] ÖCGK (2012), C-Regel 27a.

chen Konkurrenzverbotsklauseln. Auf jeden Fall unzulässig sind Belohnungen ohne Rechtsanspruch für eine erfolgreiche und wertsteigernde Unternehmensleistung.[154]

In der Praxis kommt eine vorzeitige Abberufung aus wichtigem Grund kaum vor. Üblicherweise wird der Vertrag einvernehmlich aufgelöst. Dadurch wird ein Rechtsstreit verhindert, welcher das Image für beide Parteien nachhaltig verschlechtern könnte.[155]

Allerdings gilt es bei Vergütungen im Falle vorzeitiger Beendigung zu beachten, dass „goldener Handschlag" oder „golden parachute" aufgrund hoher Abfingungszahlungen zunehmend kritisiert werden.[156] Dadurch kann das Image des Unternehmens nachhaltig geschädigt werden. Darüber hinaus gilt es abzuwägen, ob sich ein Vorstandswechsel angesichts der sehr hohen Vergütungen lohnt.[157]

2.5. Offenlegung der Vergütung

Die Offenlegung der Vorstandsvergütung dient als wesentliches Instrument zum Schutz der Aktionäre. Den Ausgangspunkt legte die Europäische Kommission im Jahr 2002 mit der Anerkennung der IFRS-Bilanzierungsregeln.[158] Nach IAS 24 müssen konsolidierte Abschlüsse von kapitalmarktorientierten Unternehmen in EU-Mitgliedstaaten die Gesamtvergütung des Managements veröffentlichen.[159]

Einen weiterern Grundstein legte die Europäische Kommission mit der Empfehlung 2004/913/EG.[160] Die Kommission empfiehlt, dass die Gesamtvergütung sowie sonstige Leistungen der Vorstände im Jahresabschluss oder Anhang bzw. gegebenenfalls im Vergütungsbericht detailliert zu veröffentlichen sind. Zusätzlich sollte der Vergütungsbericht und/oder der Jahresabschluss und Lagebericht oder Anhang die Vergütungspolitik der Gesellschaft erklären.[161] Die Empfehlung im Jahr 2004 wurde durch die „Empfehlung der Kommission zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor" im Jahr 2009 ergänzt.[162] Diese Empfehlung fordert u.a., dass Informationen über den Zusammenhang zwischen Vergütung und Leistung sowie die wesentlichsten Pa-

[154] Vgl. Nowotny (2012), § 78 Rz 11.
[155] Vgl. Beckmann (2009), S. 37.
[156] Vgl. Beckmann (2009), S. 37.
[157] Vgl. Hans Böckler Stiftung (2010), S. 19 – 20.
[158] Vgl. Festing / Sahakiants (2011), S. 18.
[159] Vgl. IAS 24.17.
[160] Vgl. Festing / Sahakiants (2011), S. 18.
[161] Vgl. Europäische Kommission (2004), Art. 3.1 – 5.1.
[162] Vgl. Haberer / Kraus (2010), S. 11.

rameter und Begründungen eventueller jährlicher Bonusregelungen und anderer unbarer Leistungen veröffentlicht werden.[163]

Im Rahmen des 2. StabG 2012 erfolgten auch Änderungen hinsichtlich der Offenlegung der Vorstandsvergütung. Bisher waren Aktiengesellschaften gem. § 239 Abs. 1 Z 4 lit a UGB verpflichtet, die Gesamtbezüge aller Vorstandsmitglieder im Anhang des Jahresabschlusses zu veröffentlichen. Nach der alten Rechtslage konnte diese Angabe gem. § 241 Abs. 1 UGB unterbleiben, wenn der Vorstand aus weniger als drei Personen bestand. Auch im Konzernanhang mussten diese Angaben gem. § 266 Z 7 lit a UGB veröffentlicht werden.[164] Durch das 2. StabG wurde § 241 Abs. 4 UGB wie folgt geändert: „Betrifft die Aufschlüsselung gemäß § 239 Abs. 1 Z 3 und 4 weniger als drei Personen, so kann sie außer in den Fällen des § 243b Abs. 2 Z 3 unterbleiben."[165] Nach § 243b Abs. 2 Z 3 UGB sind „die Gesamtbezüge der einzelnen Vorstandsmitglieder (§ 239 Abs. 1 Z 4 lit a) und die Grundsätze der Vergütungspolitik" im Corporate Governance-Bericht zu veröffentlichen.[166] Mit dieser Gesetzesänderung wurde die Empfehlung des Corporate Governance Kodex im UGB verankert.[167] Die Offenlegungspflicht wurde durch das 2. StabG nicht grundlegend geändert. Der Gesetzgeber stellte mit der Novellierung klar, in welchem Umfang die Angaben zu erfolgen haben.[168]

Neben den genannten Offenlegungspflichten gibt es auch die Auskunftspflicht des Aktionärs gem. § 112 Abs. 3 AktG. Diese Vorschrift räumt dem Aktionär eine Auskunftspflicht über die Vorstandsvergütung in der Hauptversammlung ein.[169]

Gem. § 239 Abs. 1 Z 5 lit a UGB sind die „Anzahl und Aufteilung der insgesamt und der im Geschäftsjahr eingeräumten Optionen auf Arbeitnehmer und leitende Angestellte sowie auf die namentlich anzuführenden Organmitglieder" anzugeben. Zusätzlich „sind die jeweils beziehbare Anzahl an Aktien sowie der Ausübungspreis oder die Grundlagen oder die Formel seiner Berechnung, die Laufzeit sowie zeitliche Aus-

[163] Vgl. Europäische Kommission (2009b), Art. 8.
[164] Vgl. Baumüller (2013), S. 28.
[165] § 241 Abs. 4 UGB.
[166] § 243b Abs. 2 Z 3 UGB.
[167] Vgl. ErlRV 1685 BlgNR 24. GP 31.
[168] Vgl. Baumüller (2013), S. 33.
[169] Vgl. § 112 Abs. 3 AktG.

übungsfenster, die Übertragbarkeit der Optionen, eine allfällige Behaltefrist für bezogene Aktien und die Art der Bedienung der Optionen“[170]

zu veröffentlichen. Auch „Anzahl, Aufteilung und Ausübungspreis der im Geschäftsjahr ausgeübten Optionen auf Arbeitnehmer und leitende Angestellte sowie auf die namentlich anzuführenden Organmitglieder“[171] sind anzugeben. „[B]ei börsennotierten Gesellschaften überdies den jeweiligen Schätzwert (allenfalls Bandbreite des Schätzwerts) der eingeräumten Optionen zum Bilanzstichtag sowie den Wert der im Geschäftsjahr ausgeübten Optionen zum Zeitpunkt der Ausübung“[172] zu veröffentlichen.

Im ÖCGK befinden sich zwei Empfehlungen hinsichtlich der Offenlegung der Vorstandsvergütung. C-Regel 30 ÖCGK empfiehlt, zusätzlich zu den geforderten Angaben im Gesetz, folgende Informationen im Geschäftsbericht zu veröffentlichen:

- Die im Unternehmen für die Erfolgsbeteiligung des Vorstands angewandten Grundsätze, insbesondere an welche Kriterien die Erfolgsbeteiligung gem. Regel 27 anknüpft; die Methoden, anhand derer die Erfüllung der Kriterien festgestellt wird; die für die Erfolgsbeteiligung bestimmten Höchstgrenzen; vorgesehene Eigenanteile und Fristen gem. Regel 28; ebenso ist über wesentliche Veränderungen gegenüber dem Vorjahr Bericht zu erstatten,

- das Verhältnis von den fixen zu den erfolgsabhängigen Komponenten der Gesamtbezüge des Vorstands,

- die Grundsätze der vom Unternehmen für den Vorstand gewährten betrieblichen Altersversorgung sowie deren Voraussetzungen,

- die Grundsätze für Anwartschaften und Ansprüche des Vorstands für den Fall der Beendigung der Tätigkeit des Vorstands und

- das Bestehen einer etwaigen D&O-Versicherung, sofern die Kosten vom Unternehmen getragen werden.[173]

[170] § 239 Abs. 1 Z 5 lit a UGB.
[171] § 239 Abs. 1 Z 5 lit b UGB.
[172] § 239 Abs. 1 Z 5 lit c UGB.
[173] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 30.

Ferner wird in C-Regel 31 ÖCGK festgehalten, dass die fixen und variablen Vergütungen im Corporate Governance-Bericht für jedes Vorstandsmitglied einzeln veröffentlicht werden.[174]

Die Offenlegung der Vorstandsbezüge soll unangemessen hohe Vorstandsvergütungen verhindern. Jedoch gilt zu beachten, dass die Transparenz auch eine erhöhende Wirkung haben kann.[175]

[174] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 31.

[175] Führungskräfte führen eine Entlohnung über der branchen- bzw. marktüblichen Linie auf ihren Verdienst zurück und beurteilen die Vergütung als angemessen. Bei einer geringeren Vergütung im Vergleich zu anderen Unternehmen werden Vorstände ihre Vergütung zu erhöhen versuchen. Vgl. Tuschke (2013), S. 306.

3. Untersuchungsdesign und deskriptive Auswertung

3.1. Forschungsprozess

Die folgende empirische Untersuchung basiert insbesonders auf der Studie von Rapp / Wolff (2010). Überdies werden die Studien von Rapp / Wolff (2008) sowie Rapp / Schaller / Wolff (2011) zur Orientierung herangezogen. Ziel der Analyse ist die Bestimmung bedeutender Einflussfaktoren auf die absolute Höhe der Vorstandsvergütung. Dabei werden Performance-, Unternehmens- und Corporate Governance-Merkmale als wesentliche Einflussfaktoren unterschieden.[176]

Die in der Literatur diskutierten Ansätze zur Erklärung der Vorstandsbezüge, insbesondere die Agenturtheorie und der Managerialismus, können durch empirische Untersuchungen weder be- noch widerlegt werden. Die Agenturtheorie sowie der Managerialismus prognostizieren unterschiedliche Zusammenhänge. Da nur empirische Untersuchungen Auskunft über die Determinanten der Höhe der Vorstandsvergütung liefern können, findet in der vorliegenden Untersuchung keine explizite Ableitung von Hypothesen statt. Bei der Diskussion der Untersuchungsergebnisse tragen beide Theorien zur Erklärung der Vorstandsvergütung bei, wobei der Fokus besonders auf den Performance-, Unternehmens- und Corporate Governance-Merkmalen liegt.[177] Der Zusammenhang wird wie folgt ausgedrückt:

> „Vergütungshöhe = f (Unternehmensmerkmale, Performancemerkmale, Corporate Governance-Merkmale, Dummyvariablen)“[178]

Für die Beschreibung und Erklärung der Zusammenhänge wird auf die Regressionsanalyse zurückgegriffen. Mit Hilfe der multivariaten Regressionsanalyse lassen sich Wechselbeziehungen zwischen mehreren unabhängigen Variablen untersuchen.[179] Der Studie von Rapp / Wolff (2010) sowie der Mehrzahl der Studien in diesem Gebiet[180] folgend, werden die abhängige Variable Vergütungshöhe sowie die unabhängige Variable Unternehmensgröße mit dem Logarithmus Naturalis in das Modell mit einbezogen. In erster Linie kann dadurch festgestellt werden, wie stark sich die Entlohnung bei

[176] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1076.
[177] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1080 – 1081 und 1091.
[178] Rapp / Wolff (2010), S. 1091.
[179] Vgl. Backhaus / Erichson / Plinke / Weiber (2008), S. 13 – 14.
[180] U.a. Bebchuk / Grinstein (2005), S. 286; Elston / Goldberg (2003), S. 1398; Fahlenbach (2009), S. 96; Sommer / Judith / Lachmann (2010), S. 9.

einer Erhöhung bzw. Verringerung der Rendite verändert. Zusätzlich kommt es aufgrund des unbeschränkten Wertebereichs des Logarithmus zu keiner Verzerrung der Normalverteilungshypothese.[181]

Im Rahmen des Regressionsmodells muss das Endogenitätsproblem berücksichtigt werden, welches in der jüngsten Literatur vielfach erörtert wird.[182]

> „Ökonometrische Endogenität liegt (per Definition) vor, wenn zwischen (einer oder mehreren) unabhängigen Variablen und dem Fehlerterm des Modells eine Korrelation vorliegt.“[183]

Kennzeichen einer unerwünschten Korrelation ist die fehlende Berücksichtigung wesentlicher Einflussfaktoren, die sich auf abhängige wie auch unabhängige Variablen auswirken,[184] „d.h. die kausale Wirkungsrichtung zwischen zwei Größen bleibt unklar“.[185] Das Endogenitätsproblem kann durch die Verwendung des verzögerten Wertes korrigiert werden. Durch die Verwendung eines verzögerten Wertes, ein Spezialfall der Reduktion des Proxy-Variablen-Ansatzes, kann das Endogenitätsproblem gelöst werden.[186] Vor diesem Hintergrund wird die Variable Markt-zu-Buchwert nicht aus der aktuellen, sondern aus der Vorperiode verwendet.[187] Bohne / Knoll (1999) sprechen von Zeitverschiebungseffekten zwischen Entlohnung und Marktwertvariablen, d.h. die Entlohnung reagiert erst eine gewisse Zeit nach der Marktwertveränderung.[188]

Rapp / Wolff (2010) berücksichtigen Unternehmenseffekte anhand Random-Firm-Effects- bzw. Fixed-Firm-Effects-Schätzungen.[189] In der vorliegenden Arbeit wird dieser Ansatz nicht gewählt, da eine zu geringe Anzahl an Unternehmen vorliegt. Dar-

---

[181] Aufgrund der mathematischen Beziehung zur klassischen Elastizität sind solche Schätzungen auch unter dem Begriff „Semielastizität“ bekannt. Vgl. Bohne / Knoll (1999), S. 47.
[182] Vgl. Lammert (2010), S. 235.
[183] Börsch-Supan / Köke (2002) oder Vogelvang (2004), zit. nach Rapp / Wolff (2010), S. 1105.
[184] Vgl. Lammert (2010), S. 235.
[185] Beiner / Drobetz / Schmid / Zimmermann (2004), S. 7.
[186] Vgl. Rapp / Schaller / Wolff (2011), S. 316.
[187] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1098.
[188] Vgl. Bohne / Knoll (1999), S. 50.
[189] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1077. Das Fixed-Firm-Effects-Modell „ ... enthält lediglich eine Regressionskonstante und nimmt an, dass diese über die Kontexteinheiten hinweg variieren darf.” (Langer [2009], S. 107). Im Modell von Rapp / Wolff (2010) sind die Kontexteinheiten die Unternehmen. Bei Random-Firm-Effects-Modellen kann nicht nur die Regressionskonstante variieren, sondern auch Effekte von erklärenden Variablen. D.h., dass beispielsweise der Effekt der Fremdkapitalquote als erklärendes Merkmal in unterschiedlichen Unternehmen unterschiedlich stark wirkt (vgl. Langer [2009], S. 127).

über hinaus liegen innerhalb der Unternehmen zu wenige Zeitpunkte für die betrachteten Unternehmen vor. Hox (2010) stellt fest:

> „It is clear that with increasing sample sizes at all levels, estimates and their standard errors become more accurate. Kreft (1996) suggests a rule of thumb, which she calls the ‚30/30 rule'. To be on the safe side, researchers should strive for a sample of at least 30 groups at least 30 individuals per group."[190]

Aufgrund der zu geringen Fallzahlen auf Ebene der Unternehmen und im besonderen Fall auf Ebene der Zeitpunkte sind Fixed-Firm-Effects- bzw. Random-Firm-Effects-Modelle nicht anwendbar. Infolgedessen wird im Rahmen dieser Untersuchung auf eine multivariate Regressionsanalyse zurückgegriffen. Eine multivaritate Regressionsanalyse berücksichtigt die Kovarianzstrukturen nicht wie Fixed-Firm-Effects- bzw. Random-Firm-Effects-Modelle. Dennoch werden ausgewählte Kovarianzeffekte berücksichtigt, indem zusätzliche unternehmens- und branchenspezifische Dummyvariablen verwendet werden. Somit werden zwar nicht die einzelnen Firmen als seperat beurteilbare Strukturen im Fixed-Firm-Effects- bzw. Random-Firm-Effects-Model herangezogen, eine Interpretation über die Verwendung von Branchen ist aber trotzdem möglich.

Als Datengrundlage dienen alle jene Informationen, die im Geschäftsbericht oder dem Jahresfinanzbericht sowie auf der Webseite der ausgewählten Unternehmen öffentlich zugänglich sind. Zusätzlich wurden Daten aus dem Amtsblatt der Wiener Zeitung und der Homepage der Wiener Börse[191] entnommen. Die Daten wurden mithilfe von SPSS ausgewertet.

3.2. Variablendefinition

Im Folgenden werden die verwendeten Variablen beschrieben. Eine Übersicht mit Definition der Variablen sowie Berechnungen befindet sich in Tabelle 1 im Anhang.

---

[190] „A relevant general remark is that the sample size at the highest level is usually the most restricitive element in the design. For example, a two-level design with 10 groups, i.e., a macro-level sample size of 10, is at least as uncomfortable as a single-level design with a sample size of 10. Requirements on the sample size at the higest level, for a hierarchical linear model with q explanatory variables at this level, are at least as stringent as requirements on the sample size in a single level design with q explanatory variables." Snijders / Bosker (1999), S. 140.

[191] Vgl. Wiener Börse (2013a).

Vorstandsvergütung

Als Maß für die Höhe der Vorstandsvergütung dient die endogene Variable LN_VERGÜTUNG, welche die durchschnittliche Vergütung je Vorstandsmitglied in TEUR misst. Die Höhe der Vorstandsvergütung ist definiert als die durchschnittliche Vergütung pro Vorstand. Dabei handelt es sich um die Summe im jeweiligen Geschäftsjahr angegebenen Fixvergütung, geldwerten Vorteile, Boni sowie Aktienvergütungen. Abfertigungen und Pensionen werden nicht miteinbezogen. Berücksichtigt werden alle Vorstände entsprechend der Amtsdauer des jeweiligen Geschäftsjahres.[192] Die Zahl der Vorstände wird über die Monate, in denen die Vorstände tatsächlich im Unternehmen tätig waren berechnet, da die Zahl die Personenanzahl im Jahresverlauf schwanken kann. Das bedeutet, dass ein Vorstand eines Unternehmens, welcher nur im zweiten Halbjahr im Vorstand war, als eine halbe Person eingeht. Die durchschnittliche Vergütung ist die Gesamtvergütung im Geschäftsjahr durch die Anzahl der Vorstände.

Performancemerkmale

Im Rahmen der Analyse der Performancemerkmale wird zuerst die Aktienkursrendite (TSR) der Periode gemessen. Die Aktienkursrendite ist im Sinne eines Total-Shareholder-Returns als Kursgewinn zuzüglich der Dividendenrendite definiert.[193] Ferner wird die Unternehmensperformance mittels der Operativen Performance (OP-PERFORMANCE), „definiert als operativer Gewinn nach Abschreibungen normiert durch die mittlere Bilanzsumme“ der Periode, abgebildet.[194] Neben den kapitalmarktorientierten Variablen (TSR und OP-PERFORMANCE) werden auch rechnungswesenorientierte Variablen verwendet. Als rechnungswesenorientiertes Maß dienen der Cash-Flow zu Bilanzsumme der Periode sowie der Return on Invested Capital der Periode. Der Cash-Flow zu Bilanzsumme (CF-ZU-BILANZSUMME) ist definiert als Cash-Flow aus laufender Geschäftstätigkeit normiert durch die Bilanzsumme.[195] Der Return on Invested Capital (ROIC) ist festgelegt als EBT zur Bilanzsumme.[196] Das Other Comprehensive Income (OCI) wird nicht berücksichtigt, da eine Studie von Coenenberg / Frank / Thi / Schabert / Schultze (2011) ergab, dass das OCI keine we-

[192] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1078 – 1085. Bei den Vorstandsvergütungen handelt es sich um die erworbenen und nicht ausbezahlten Vergütungen. Die erworbenen Vorstandsvergütungen wurden den Geschäfts- bzw. Jahresfinanzberichten entnommen.
[193] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085
[194] Rapp / Wolff (2010), S. 1085.
[195] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 12 – 29.
[196] Vgl. Egger / Samer / Bertl (2010), S. 655.

sentliche Bedeutung für den Eigenkapital- sowie Erfolgsausweis hat.[197] Somit wird mit dem Ergebnis der IFRS-GuV gerechnet.

Unternehmensmerkmale

Als wichtiges Unternehmensmerkmal wird zunächst die Unternehmensgröße ermittelt. Die Unternehmensgröße wird über den Umsatz (LN_UMSATZ), die Bilanzsumme (LN_BILANZSUMME) sowie die Mitarbeiteranzahl (LN_MA_ANZAHL), jeweils logarithmiert, definiert.[198] Mit dem Marktwert-zu-Buchwert-Verhältnis (MW-ZU-BW) des Eigenkapitals der Vorperiode werden die künftigen Investitionsmöglichkeiten abgebildet. Die Unternehmenskomplexität wird über den Diversifikationsgrad (SEGMENTE) abgebildet. Der Diversifikationsgrad misst die Anzahl der Segmente, in welchen die Gesellschaft operativ tätig ist.[199] Berechnet wurde die Anzahl der Segmente auf Basis des dreistelligen SIC-Codes, wobei die im Geschäfts- bzw. Jahresfinanzbericht angegeben Geschäftsfelder mit dem SIC-Code abgeglichen wurden. Segmente mit demselben SIC-Code aggregiert und SIC-Code 9999 nicht berücksichtigt wurden.[200] Ein weiteres Unternehmensmerkmal ist die Vorstandsgröße (V_ANZAHL). Die Variable misst die durchschnittliche Anzahl der Vorstände im jeweiligen Geschäftsjahr.[201] Als operatives Risikomaß dient der Variationskoeffizient der Eigenkapitalrendite (EK-RENDITE) der Periode.[202] Schließlich misst der Verschuldungsgrad (FK-QUOTE) der Periode, definiert als langfristiges Fremdkapital normiert über die Bilanzsumme, den Einfluss der Fremdkapitalgeber.[203]

Corporate Governance-Merkmale

Corporate Governance-Merkmale werden in die Kategorien Eigentümerstruktur und Governancemerkmale, welche Aufsichtsratseigenschaften abbilden, unterteilt.[204]

Als Variable der Eigentümerstruktur wird zunächst eine Indikatorvariable (DOMINIERTES_UNT) verwendet, welche eine 1 annimmt, falls der größte Paketaktionär mehr als 25% der Stimmrechte hält. Für den Fall, dass der größte Paketaktionär weni-

[197] Vgl. Coenenberg / Frank / Thi / Schabert / Schultze (2011), S. 141.
[198] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 14.
[199] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085.
[200] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1106; United States Department of Labor (2013).
[201] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085.
[202] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 14.
[203] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085.
[204] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085 – 1086.

ger als 25% der Stimmrechte auf sich vereint, nimmt die Variable den Wert 0 an.[205] Der Stimmrechtsanteil von 25% wurde gewählt, weil die Über- bzw. Unterschreitung gem. § 91 Abs. 1 BörseG zu melden ist und Aktionäre mit mehr als 25% der Stimmrechte genügend Stimmrechte besitzen, um die Unternehmenspolitik zu beeinflussen.[206]

Um die Eigentümerstruktur näher abzubilden wird zwischen Insidern, d.h. im Unternehmen tätigen Personen, und Outsidern, d.h. nicht am aktiven Management der Gesellschaft beteiligten Paketaktionäre, unterschieden. Die Stimmrechtsanteile der Insider werden in der Variable MANAGEMENTBETEILIGUNG hinterlegt und sind als Anteil der Stimmrechte von aktiven Vorständen bzw. deren direkten Familienmitgliedern definiert.[207] Der Anteil der Stimmrechte der Outsider wird durch STREUBESITZ, d.h. den Anteil im Streubesitz befindlicher Aktien, kontrolliert.[208] Rapp / Wolff (2010) messen die Variable Outsider anhand der kumulierten Stimmrechte der drei größten externen Paketaktionäre.[209] Für die hier untersuchten österreichischen Gesellschaften wurde der Anteil der im Streubesitz befindlichen Aktien gewählt, da die drei größten Paketaktionäre oft nicht in den Geschäftsberichten bzw. Jahresfinanzberichten aufscheinen.

Zur Beschreibung der Aufsichtsratsstruktur werden sowohl Attribute des gesamten Aufsichtsratsgremiums, als auch der Aufsichtsratsvorsitzenden erhoben. Zunächst misst AR_GRÖSSE die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft. Für eine detaillierte Analyse wird die Anzahl der Vertreter der Anteilseigner im Aufsichtsrat (ANTEILSEIGNER_AR) erhoben.[210] Ein Aufsichtsratsmitglied ist Vertreter der Anteilseigner und somit nicht unabhängig, wenn es in „geschäftlichen oder persönlichen Beziehung zu der Gesellschaft oder deren Vorstand steht, die einen materiellen Interessenkonflikt begründet und daher geeignet ist, das Verhalten des Mitglieds zu beeinflussen".[211] Um die besondere Stellung des Aufsichtsratsvorsitzenden zu berücksichtigen, nimmt eine Indikatorvariable (INTERNER_ARV) den Wert 1 an, falls der Aufsichtsratsvorsitzende vor Berufung Mitglied im Vorstand der Gesellschaft war. Ist der

[205] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085.
[206] Vgl. Shleifer / Vishney (1997), S. 754.
[207] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1085 – 1106.
[208] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 14.
[209] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1086.
[210] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1086.
[211] ÖCGK (2012), C-Regel 53.

Aufsichtsratsvorsitzende vor Berufung nicht Mitglied im Vorstand gewesen, so nimmt die Variable den Wert 0 an. Ferner wird die Anzahl der zusätzlichen Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden (MEHRFACHMANDATE_ARV) gemessen.[212] Dabei wird die Tätigkeit des Aufsichtsratsvorstands gem. § 86 Abs. 2 Z 1 AktG doppelt gezählt. Schließlich misst eine Zählvariable (AR_VVERGÜTUNG) die Anzahl der Aufsichtsräte, welche sich mit Vorstandsvergütung befassen.[213] Ein Ausschuss wird als Vergütungsausschuss bezeichnet, wenn sich die Mitglieder des Ausschusses mit dem Inhalt von Anstellungsverträgen von Vorstandsmitgliedern befassen, für die Umsetzung der C-Regeln 27, 27a und 28 sorgen und die Vergütungspolitik für Vorstandsmitglieder in regelmäßigen Abständen überprüfen, wobei der Vergütungsausschuss mit dem Normierungsausschuss ident sein kann. Gem. C-Regel 43 ÖCGK wird der Vergütungsausschuss vom Aufsichtsrat eingerichtet, dessen Vorsitzender der Aufsichtsratsvorsitzende ist.[214]

Weitere Variablen

Um weitere Besonderheiten analysieren zu können, werden die BRANCHE und der BEOBACHTUNGSZEITRAUM[215] sowie das MARKTSEGMENT in die Untersuchung mit aufgenommen. Die Indikatorvariable BRANCHE[216] misst die Industriezugehörigkeit der Gesellschaft. Um die Beobachtung dem jeweiligen Beobachtungszeitraum zuordnen zu können, wird die Variable BEOBACHTUNGSZEITRAUM herangezogen.[217] Schließlich werden die Segmente prime market (PM), prime market ATX (PM – ATX), mid market (MM), standard market auction (SMA) und standard market continuous (SMC) der Wiener Börse durch die Variable MARKTSEGMENT abgebildet.

Die Funktion zur Berechnung der Vergütungshöhe setzt sich aus einem konstanten Glied (b_0) und einer Vielzahl an Regressionskoeffizienten (b_1, b_2 b_3,...) zusammen.[218] Somit lautet die multivariate Regressionsfunktion wie folgt:

[212] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1086.
[213] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 15.
[214] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 43.
[215] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1108.
[216] Die Wiener Börse teilt Unternehmen in 8 Branchen (Grundindustrie, Industriegüter & Dienstleistungen, Komsumgüter, Verbraucherdienste, Gesundheitswesen, Versorger, Finanzwesen und Technologie & Telekom) und 36 Subbranchen ein. Vgl. Wiener Börse (2013b).
[217] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1108.
[218] Vgl. Backhaus / Erichson / Plinke / Weiber (2008), S. 63 – 64.

$$LN_VERGÜTUNG = b_0 + b_1 * TSR + b_2 * OP\text{-}PERFORMANCE + b_3 * CF\text{-}ZU\text{-}BILANZSUMME + b_4 * ROIC + b_5 * LN_UMSATZ + b_6 * LN_MA_ANZAHL + b_7 * LN_BILANZSUMME + b_8 * MW\text{-}ZU\text{-}BW + b_9 * SEGMENTE + b_{10} * V\text{-}ANZAHL + b_{11} * FK\text{-}QUOTE + b_{12} * EK\text{-}RENDITE + b_{13} * DOMINIERTES_UNT + b_{14} * MANAGE\text{-}MENT\text{-}BETEILIGUNG + b_{15} * STREUBESITZ + b_{16} * AR_GRÖSSE + b_{17} * INTERNER_ARV + b_{18} * ANTEILSEIGNER_AR + b_{19} * MEHRFACHMANDATE_ARV + b_{20} * AR_VVERGÜTUNG + b_{21} * BRANCHE + b_{22} * BEOBACHTUNGSZEITRAUM + b_{23} * MARKTSEGMENT$$

Abbildung 1: Multivariate Regressionsfunktion[219]

3.3. Stichprobe

In die Untersuchung wurden alle Unternehmen einbezogen, die in den Jahren 2009 bis 2011 bzw. mit den abweichenden Wirtschaftsjahren 2009/10 bis 2011/12 durchgehend in den Segmenten prime market, mid market, standard market auction und standard market continuous der Wiener Börse notierten. Im Rahmen der Bereinigung wurden Banken-, Versicherungs- und Finanzdienstleistungsunternehmen aufgrund der branchenspezifischen Vorschriften und der daraus resultierenden begrenzten Vergleichbarkeit entfernt. Überdies fanden Unternehmen mit Sitz außerhalb Österreichs keine Berücksichtigung, da diese nicht den ÖCGK unterliegen. Gesellschaften in Insolvenzverfahren sowie mit speziellen Ereignissen wie Fusionen, Verschmelzungen etc. blieben ebenfalls unberücksichtigt.

Unternehmen, welche nicht durchgehend in einem der Segmente prime market, mid market, standard market auction oder standard market continuous der Wiener Börse notierten, wurden nicht in die Stichprobe aufgenommen. Im Zuge dieser Bereinigung wurden 37 Unternehmen ausgeschlossen. Casions Inc., Atrium Europ Real Est, Robeco N. V., Rolinco N. V. und Rorento N. V. wurden nicht berücksichtigt, da der Sitz außerhalb Österreichs liegt und die Unternehmen dem ÖCGK nicht unterliegen. Darüber hinaus wurden neun Unternehmen nicht in die Studie aufgenommen, da diese Unternehmen der Banken- oder Versicherungsbranche angehören.[220] Die Unternehmen

[219] Eigene Darstellung.
[220] Vgl. Wiener Börse (2013a).

CA Immo International AG und CA Immobilien-Anlagen AG wurden aufgrund einer Verschmelzung nicht berücksichtigt.[221] Ferner wurde WebfreeTV.com nicht mit einbezogen, da das Unternehmen im Jahr 2011 Konkurs anmelden musste.[222] Aufgrund einer Fusion im Jahr 2010 wurde das Unternehmen Immofinanz AG nicht in die Stichprobe mit aufgenommen.[223] Darüber hinaus wurden die Stadlauer Malzfabrik AG, Heid AG, Burgenland Holding AG und Manner Josef & Comp. AG nicht berücksichtigt, da die Rechnungslegung nach UGB erfolgt. Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment AG sowie Hutter & Schrantz Stahlbau AG wurden ausgeschlossen, da die Vorstandsbezüge nicht veröffentlicht wurden. Gem. § 241 Abs. 4 UGB kann die offenlegung der Vergütung unterbleiben, wenn der Vorstand aus weniger als drei Personen besteht. Schließlich wurden das Unternehmen Ottakringer Getränke AG nicht berücksichtigt, da die Gesamtvergütung der Manager in Schlüsselfunktionen und nicht die Vorstandsvergütung angegeben wurde. Insgesamt ergab die Stichprobenauswahl 39 Unternehmen.

Die Daten für die empirische Untersuchung wurden den Geschäftsberichten un Jahresfinanzberichten entnommen. Zusätzlich wurden Angaben aus den einzelnen Websites entnommen.

In einem ersten Schritt wurde die Vorstandsvergütung auf Basis des jeweiligen Geschäftsjahres erfasst. Anzumerken ist, dass zwei Unternehmen die Vorstandsvergütung nicht veröffentlichten. Ein Unternehmen musste ausgeschlossen werden, da keine eindeutige Trennung der Vorstandsvergütung und der Vergütung der Manager in Schlüsselpositionen erfolgte.

Anschließend wurden Zahlen aus den Berichten des entsprechenden Geschäftsjahres entnommen. Der Aktienkurs zum Stichtag wurde aus Berichten bzw. aus dem Amtsblatt der Wiener Zeitung entnommen. Ferner erfolgte die Feststellung der Industriezugehörigkeit nach den Angaben der Wiener Börse[224]. Der Diversifikationsgrad wurde anhand des dreistelligen SIC-Codes ermittelt.[225]

[221] Vgl. CA Immo (2010).
[222] Vgl. Möchel (2011).
[223] Vgl. Immofinanz (2010).
[224] Vgl. Wiener Börse (2013a).
[225] Vgl. United States Department of Labor (2013).

In der nachfolgenden Tabelle ist für jedes Unternehmen der Gesamtbetrag der Vorstandsvergütung im Jahr 2011 bzw. mit dem abweichenden Wirtschaftsjahren 2011/12, die Anzahl der Vorstände, die durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand sowie das Marktsegment ausgewiesen.

	Gesamt Vergütung 2011 bzw. 2011/12 in TEUR	Anzahl Vorstände 2011 bzw. 2011/12	Durchschnittliche Vergütung pro Vorstand 2011 bzw. 2011/12 in TEUR	Marktsegment
AGRANA Beteiligungs-AG	2.584	4,0	646	PM
Allgemeine Baugesellschaft - A. Porr Aktiengesellschaft	2.076	3,2	656	SMA
Andritz AG	10.655	5,0	2.131	PM – ATX
AT&S Austria Technologie & Systemtechnik AG	1.865	3,0	622	PM
ATB Austria Antriebstechnik AG	402	2,7	151	SMA
BENE AG	622	2,5	249	PM
BINDER+CO AG	481	2,0	241	MM
BWT-Aktiengesellschaft	833	2,0	416	PM
conwert Immobilien Invest SE	1.831	2,8	666	PM
DO & CO Aktiengesellschaft	1.225	2,0	613	PM
EVN AG	1.431	3,0	477	PM
Flughafen Wien AG	1.030	3,3	309	PM
Frauenthal Holding AG	1.401	2,0	701	PM
Intercell AG	1.807	3,1	586	PM
Kapsch TrafficCom AG	1.804	3,0	601	PM
Linz Textil Holding Aktiengesellschaft	533	2,0	267	SMA
Mayr-Melnhof Karton AG	3.793	4,0	948	PM – ATX
Miba AG	2.385	5,0	477	SMA
OMV AG	7.494	4,8	1.578	PM – ATX
Österreichische Post AG	3.710	5,0	742	PM – ATX
Palfinger AG	2.352	4,0	588	PM
Polytec Holding AG	2.913	2,8	1.028	PM
Rath Aktiengesellschaft	316	2,0	158	SMA
RHI AG	3.359	3,9	858	PM – ATX
Rosenbauer International AG	4.172	3,8	1.113	PM
S IMMO AG	817	3,0	272	PM
Schlumberger AG	941	3,0	314	SMA
Semperit AG Holding	3.099	4,1	759	PM
STRABAG SE	7.442	6,0	1.240	PM – ATX
TEAK HOLZ INT. AG	244	1,8	139	SMC
Telekom Austria AG	2.031	2,0	1.016	PM – ATX
UBM Realitätenentwicklung AG	1.422	3,8	379	SMA
VERBUND AG	2.607	3,8	695	PM – ATX
Voestalpine AG	12.800	6,0	2.133	PM – ATX
Vorarlberger Kraftwerke AG	433	2,0	217	SMA
Warimpex Finanz- und Beteiligungs AG	1.380	4,0	345	PM
Wienerberger AG	3.3568	3,0	1.189	PM – ATX
Wolford AG	1.538	2,0	769	PM
Zumtobel AG	1.989	3,0	663	PM

Tabelle 1: Stichprobe mit durchschnittlicher Vorstandsvergütung pro Vorstand[226]

[226] Eigene Darstellung.

3.4. Deskriptive Analyse

In diesem Abschnitt werden die deskriptiven Auswertungen der Untersuchung dargestellt. Der Fokus der deskriptiven Analyse liegt auf der durchschnittlichen Vorstandsvergütung pro Vorstand im Geschäftsjahr. Die Vorstandsvergütung wird in Hinblick auf ausgewählte Determinanten beschrieben.

Abbildung 2 zeigt die Verteilung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung pro Vorstand in TEUR. In börsennotierten Unternehmen in Österreich verdient kein Vorstand im Durchschnitt unter 125 TEUR pro Jahr. Ein Großteil der Vergütung liegt zwischen 125 TEUR und 1.000 TEUR. Anzumerken ist, dass wenige Vorstände in Österreich über 1.000 TEUR verdienen.

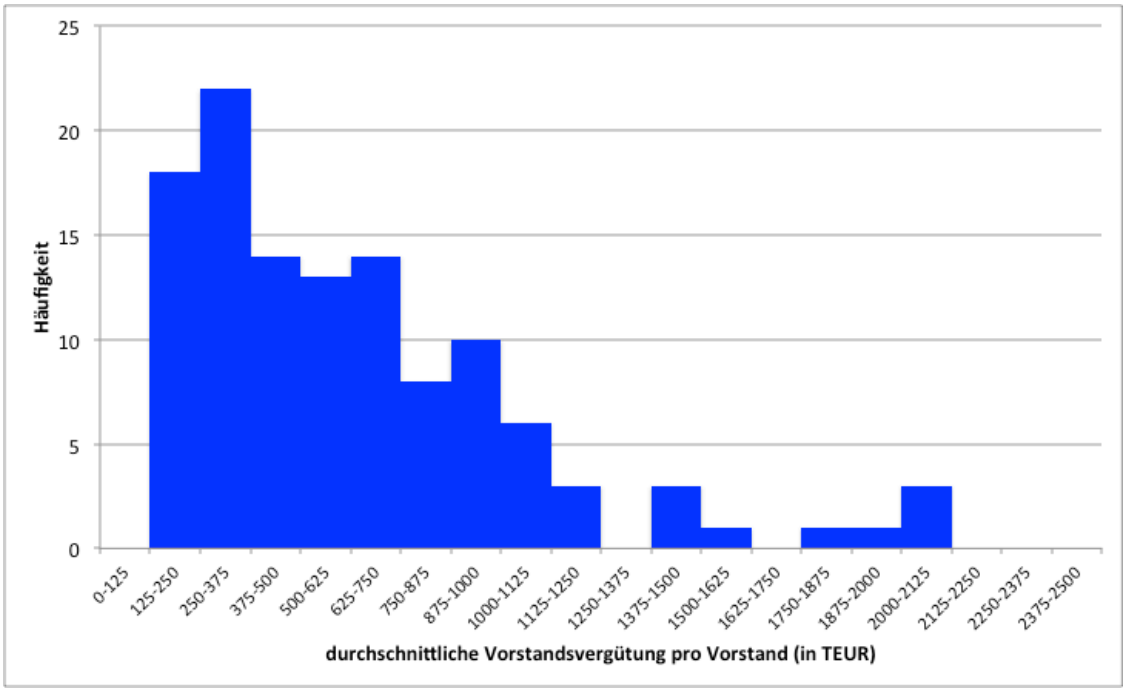

Abbildung 2: Verteilung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung pro Vorstand in TEUR[227]

[227] Eigene Darstellung.

	Fallzahl	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung	Median
2009	39	155,50	2.121,50	602,04	406,80	431,77
2010	39	140,33	1.935,56	638,92	435,57	530,67
2011	39	139,43	2.133,33	691,01	474,92	621,67
Gesamt	117	139,43	2.133,33	643,99	437,71	552,73

Tabelle 2: Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand nach Jahr[228]

Tabelle 2 zeigt die Anzahl der Fälle, den Minimum- und Maximumwert, den Mittelwert, die Standardabweichung sowie den Median der durchschnittlichen Vergütungen pro Vorstand.

Wird die durchschnittliche Vergütung pro Vorstand in Hinblick auf das Geschäftsjahr betrachtet, so zeigt sich, dass diese im Jahr 2009 bei rund 600 TEUR lag und in den folgenden beiden Jahren kontinuierlich auf 691,01 TEUR angestiegen ist. Jedoch ändert sich die Verteilung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung im Zeitablauf. Im Jahr 2009 beträgt die geringste durchschnittliche Vorstandsvergütung 155,50 TEUR. Bis zum Jahr 2011 fällt dieser Wert auf 139,43 TEUR.

	Fallzahl	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung	Median
Immobilienbereich	9	213,00	665,67	383,12	169,62	309,31
Gesundheitswesen	3	586,18	762,76	677,28	88,42	682,91
Grundindustrie	21	139,43	2.133,33	966,35	642,93	907,67
Industriegüter & Dienstleistungen	45	150,75	2.131,00	651,73	422,07	663,00
Konsumgüter	21	241,54	1.036,50	489,00	258,18	362,75
Technologie & Telekom	6	377,05	1.031,11	733,26	262,66	711,58
Verbraucherdienste	3	345,00	612,50	458,67	138,20	418,50
Versorger	9	207,50	817,14	466,80	228,68	463,07
Gesamt	117	139,43	2.133,33	643,99	437,71	552,73

Tabelle 3: Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand nach Branche[229]

Hinsichtlich der Branche zeigen sich starke unterschiede im Mittelwert (siehe Tabelle 3). Während die Grundindustrie mit 966,35 TEUR den höchsten Mittelwert aufweist, beträgt dieser im im Immobilienbereich 383,12 TEUR. Die durchschnittliche Vorstandsvergütung liegt in der Branche Grundindustrie, Technologie & Telekom, Gesundheitswesen sowie in der Industriegüter & Dienstleistungen über 600 TEUR.

[228] Eigene Darstellung.
[229] Eigene Darstellung.

	Fallzahl	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung	Median
MM	3	225,50	240,50	231,83	7,77	229,50
PM	57	213,00	1.112,53	550,85	229,78	517,67
PM – ATX	30	530,67	2.133,33	1.165,91	471,93	983,71
SMA	24	150,75	655,52	325,23	144,45	314,22
SMC	3	139,43	190,22	156,66	29,07	140,33
Gesamt	117	139,43	2.133,33	643,99	437,71	552,73

Tabelle 4: Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Vorstand nach Marktsegment[230]

Die durchschnittliche Vorstandsvergütung in den unterschiedlichen Marktsegmenten weist erhebliche Unterschiede in der durchschnittlichen Vorstandsvergütung auf (siehe Tabelle 4). So beträgt die durchschnittliche Vergütung eines ATX-Vorstands 1.165,91 TEUR, gefolgt von einer durchschnittlichen Vorstandsvergütung im Segment prime market in Höhe von 550,85 TEUR. Im Vergleich dazu verdienen Vorstände im Segment standard market auction 325,23 TEUR und im Segment mid market 231,82 TEUR. Die geringste durchschnittliche Vorstandsvergütung beträgt 156,66 TEUR im Segment standard market continuous.

[230] Eigene Darstellung.

4. Performancemerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung

4.1. Theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Performancemerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung

Schon 1998 lagen mehr als 300 Untersuchungen zum Thema Vorstandsvergütung vor. Der Großteil dieser Studien widmete sich der Frage, ob ein Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance besteht.[231] Gomez-Mejia / Wiseman (1997) argumentieren, „ ... if contracts efficiently and effectivly constrain agents to act in the principals' interests, then executive pay and firm performance should be strongly linked." [232] Ein positiver Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und Vorstandsvergütung wäre konsistent mit der Agenturtheorie.[233] Vertreter der Agenturtheorie sind der Ansicht, dass die Vergütung des Managments nur dann steigt, wenn das Vermögen der Eigentümer ebenfalls steigt. Daraus ergibt sich, dass die Vorstandsvergütung an den Unternehmenserfolg gekoppelt ist.[234] Dabei ist es jedoch essentiell, dass der tatsächliche Unternehmenserfolg gemessen wird, sonst wird falsches oder zumindest unnützes Verhalten der Vorstände gefördert.[235]

Wie in den nächsten Abschnitten erläutert wird, kommen empirische Studien zu unterschiedlichen Ergebnissen bezüglich des Einflusses der Unternehmensperformance auf die Vorstandsvergütung. Die Unterteilung der Performancemaße erfolgt in absolute[236] und relative Maße.[237] Absolute Performanceziele sind z.B. EBIT oder Aktienkurs. Ein typisches relatives Performanceziel ist ein Index. Es gilt, die Entwicklung des Index zu übertreffen. Als Index eignet sich ein bestehender Aktienindex, wie z.B. DAX, SDAX.[238] Die relative Performancebewertung wird angewendet, da der Erfolg eines

[231] Vgl. Barkema / Gomez-Mejia (1998), S. 135.
[232] Gomez-Mejia / Wiseman (1997), S. 296.
[233] Vgl. Barkema / Gomez-Mejia (1998), S. 135.
[234] Vgl. Jensen / Murphy (1990), S. 242 – 243.
[235] Vgl. Winter (2003), S. 339.
[236] Studien zu absoluten Performancemaßen sind u.a. Bresser / Valle Thiele (2008) und Fich / Shivdasani (2006).
[237] Studien zu relativen Performancemaßen sind u.a. Hofmann / Pfeiffer / Reichel (2009) und Gibbons / Murphy (1990).
[238] Vgl. Preen / Blang / Costa / Schmidt (2010), S. 204.

Managers nicht nur von seinem Arbeitseinsatz, sondern auch von externen Einflüssen abhängt.[239]

Als Bemessungsgrundlage dienen traditionelle sowie wertorientierte Performancemaße. Zu den traditionellen Performancemaßen[240] zählen u.a. Umsatzrendite oder Eigenkapitalrenditen. Wertorientierte Kennzahlen[241] sind u.a. Return on Capital Employed oder Cash Flow Return on Investment. Letztere finden zunehmend Verwendung, da in den vergangenen Jahren Kritik an traditionellen Performancemaßen laut wurde. Gegen die Verwendung von traditionellen Performancemaßen spricht vor allem die Vergangenheitsorientierung und die Einperiodenbetrachtung, d.h. die Vernachlässigung langfristiger Zielsetzungen, sowie die Manipulationsanfälligkeit bei der (bilanziellen) Gewinnermittlung. Wertorientierte Kennzahlen haben den Vorteil der Verfolgung der Wertgenerierung über mehrere Perioden sowie der Ausrichtung der Ziele im Sinne der Eigentümer.[242]

Die Untersuchung von Jensen / Murphy (1990) analysiert die Pay-Performance-Sensitivität[243] auf Grundlage der Agenturtheorie. Die Autoren untersuchten Anreizsysteme von 1.688 CEOs von 1974 bis 1986 und argumentieren, dass Aktionäre das Verhalten der Vorstände und Investitionsmöglichkeiten nicht vollständig beobachten können. Zudem wissen Aktionäre oft nicht, welche Maßnahmen Vorstände setzten können und welche Maßnahmen den Unternehmenswert tatsächlich steigern. In solchen Situationen, so Jensen / Murphy (1990), prognostiziert die Agenturtheorie, dass eine Vergütungspolitik entwickelt wird, welche den Managern Anreize zur Auswahl und Umsetzung von Maßnahmen ermöglicht, welche wiederum den Unternehmenswert erhöhen. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass Vergütung beinahe unabhängig von der Unternehmensperformance ist. So nimmt das Vermögen des Managers um USD 3,25 zu, wenn der Marktwert des Eigenkapitals um USD 1.000 steigt, wobei die Pay-Performance Sensitivität für große Unternehmen mit USD 1,85 geringer ist als für

[239] Vgl. Gibbons / Murphy (1990), S. 30 – 31.
[240] Studien zu traditionellen Performancemaßen sind u.a. Elston / Goldberg (2001); Gray / Candella (1997); Sommer / Judith / Lachmann (2010); Schwalbach / Graßhoff (1997) und Rapp / Wolff (2008).
[241] U.a. untersuchen Rapp / Wolff (2008) in ihrer Studie wertorientierte Performancemaße.
[242] Vgl. Ackermann/ Bahner / Festerling (2005), S. 120 – 121.
[243] Die Pay-Performance-Sensitivität ist definiert als „ ... as the dollar change in the CEO's wealth associated with a dollar change in the wealth of shareholders. We interpret higher b's as indicating a closer alignment of interests between the CEO and his shareholders.“ Jensen / Murphy (1990), S. 227.

kleine Unternehmen mit USD 8,05.[244] Die Autoren vermuten, „ ... that political forces operating both in the public sector and inside organizations limit large payoffs for exceptional performance.“[245] Auch Rapp / Wolff (2010) stellen fest, dass die Unternehmensperformance unter ökonomischen Gesichtspunkten nur eine untergeordnete Rolle spielt. So steigt die Vorstandsvergütung um 2% an, wenn die Aktienkursperformance um 10% p.a. über dem Industriedurchschnitt liegt.[246]

Eine Studie aus Deutschland von Schwalbach (1999) untersucht die Entwicklung der Vorstandsvergütung im Zeitraum 1987 bis 1996. Zusätzlich wird auch die Anreizintensität, d.h. die Sensitivität und Elastizität[247], ermittelt. Die Studie findet keinen signifikanten Einfluss der Umsatzrendite auf die Höhe der Vorstandsvergütung. In Bezug auf die Sensitivität ist eine leichte Zunahme der Sensitivität im Zeitablauf zu sehen, wobei nur eine geringe Anreizkompatibilität vorliegt.[248] Auch Schmid (1997) findet in seiner empirischen Untersuchung[249] nur einen geringen Einfluss der Performance, gemessen durch die Gesamtkapitalrendite auf die Vergütungshöhe,[250] und Schwalbach / Graßhoff (1997) finden in ihrer Studie keinen signifikanten Einfluss der Eigenkapitalrendite und der Gesamtkapitalrendite auf die Vergütungshöhe der Vorstände. Lediglich die Aktienrendite sowie der Marktwert-zu-Buchwert stellen sich als signifikant heraus.[251] Zu vergleichbaren Ergebnissen kommen auch andere Studien.[252]

Die Studie von Core / Holthausen / Larcker (1999) untersucht den Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung, Unternehmensperformance und Corporate Governance am Beispiel von 205 börsennotierten US-Unternehmen in 14 unterschiedlichen Industrien im Zeitraum 1982 bis 1984. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass größere Unternehmen und jene mit größeren Investmentmöglichkeiten höhere Löhne an ihre Vorstände zahlen. Dies kann den Anspruch nach höherer Qualität bei Führungskräften

[244] Vgl. Jensen / Murphy (1990), S. 226 – 261.
[245] Jensen / Murphy (1990), S. 262.
[246] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1096.
[247] Die Parameter zeigen das Ausmaß der unmittelbaren Vergütungsanpassung als Folge von Performanceänderungen. Vgl. Schwalbach (1999), S. 598.
[248] Vgl. Schwalbach (1999), S. 600 – 601.
[249] Der Autor untersucht 110 der 120 größten deutschen börsennotierten Unternehmen in Deutschland im Jahr 1991. Vgl. Schmid (1997), S. 74 – 76.
[250] Vgl. Schmid (1997), S. 75 – 79.
[251] Vgl. Schwalbach / Graßhoff, S. 208 – 214.
[252] U.a. Bebchuk / Grinstein (2005); Bohne / Knoll (1999); Prinz / Schwalbach (2011); Rang (2008); Rapp / Wolff (2008); Schmidt / Schwalbach (2007).

widerspiegeln. Zudem wurde der ROA[253] und RET[254] untersucht. Während der ROA keinen signifikanten Einfluss auf die Vergütungshöhe ausübt, stellte sich heraus, dass der RET durchaus einen signifikanten Einfluss auf die Vorstandsvergütung hat.[255] Den positiven Zusammenhang können auch andere Studien bestätigen.[256]

Die Studie von Boschen / Smith (1995)[257] untersucht die Dynamik der Vorstandsvergütung auf die Unternehmensperformance. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Vorstandsvergütung auf lange Sicht stärker auf Erfolg reagiert als kurzfristig. Demnach ist die langfristige Reaktion, die zum größten Teil in den folgenden vier bis fünf Jahren auftritt, zehn Mal so hoch wie die sofortige Reaktion auf die Unternehmensperformance. Die aktuelle Vergütung sollte daher mit einer längerfristigen Unternehmensperformance verknüpft werden, um so die Unternehmenseffizienz durch Abschwächung der Auswirkungen von unvollständigen Informationen über die Handlungen und Eignungen des Managements zu erhöhen.[258]

Leone / Wu / Zimmerman (2006) untersuchen den Zusammenhang zwischen Barzahlung[259] bzw. aktienbezogener Vergütung auf die Gesamtkapitalrentabilität. Die Studie umfasst 9.858 Unternehmensjahre für 2.751 Vorstände im Zeitraum 1993 bis 2004. Die Autoren zeigen, dass die Barzahlung doppelt so stark auf negative als auf positive Aktienkursänderungen reagiert.[260] Leone / Wu / Zimmermann kommen zu dem Schluss:

> „This finding is consistent with boards of directors structuring cash compensation so that CEOs are rewarded less for unrealized gains than they are penalized for unrealized losses.“[261]

Gibbons / Murphy (1990) untersuchen den Zusammenhang zwischen Barvergütung und relativer Unternehmensperformance von 1.049 börsennotierten Unternehmen im Zeitraum 1974 bis 1986. Die relative Unternehmensperformance wurde durch die Ver-

[253] Return on Assets.
[254] Return on Stock.
[255] Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 377 – 386.
[256] U.a. Conyon / Schwalbach (1999); Elston / Goldberg (2003); Haid / Yurtoglu (2006).
[257] Die Studie untersucht 16 Unternehmen im Zeitraum 1948 bis 1990. Vgl. Boschen / Smith (1995), S. 586.
[258] Vgl. Boschen / Schmith (1995), S. 577 – 603.
[259] Grundgehalt plus Bonus. Vgl. Leone/ Wu / Zimmerman (2006), S. 174.
[260] Vgl. Leone / Wu / Zimmerman (2006), S. 167 – 174.
[261] Leone / Wu / Zimerman (2006), S. 169.

änderung des logarithmierten Shareholder Wealth[262] gemessen. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass es einen Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und relativem Unternehmenserfolg gibt.[263]

In Bezug auf den Trade-Off zwischen Risiko und Anreiz untersucht Prendergast (2002) verschiedene empirische Studien. Prendergast kommt zu dem Schluss, dass es sowohl einen positiven als auch negativen Zusammenhang gibt. Zudem finden manche Studien keinen Zusammenhang zwischen Risiko und Anreiz. Den positiven Zusammenhang erklärt der Autor damit, dass der Prinzipal in einem unsicheren Umfeld den Arbeitseinsatz des Agenten schlechter einschätzen kann. Da der Prinzipal keine Möglichkeit hat, den Arbeitseinsatz des Agenten einzuschätzen, werden aktienbasierte Incentives angeboten. Eine höhere Komplexität führt daher in effizienten Verträgen zu einem verstärkten Einsatz von aktienbasierten Incentives.[264]

Die Studie von Gray / Cannella (1997) untersucht das Entlohnungsrisiko. Die Autoren untersuchen 100 Unternehmen und 162 CEOs im Zeitraum 1980 bis 1989. Das Risiko wird definiert als „ ... the extend to which there is uncertainty about outcomes.“[265] Die Autoren argumentieren auf Basis der Agenturtheorie, dass risikoreiche Unternehmen ihren Managern eine höhere Vergütung gewähren als risikoärmere Unternehmen. Im Gegensatz zu den Eigentümern können Manager aufgrund der engen Verbindung zum Unternehmen ihr Risiko nicht diversifizieren. Da ein Manger nur eine Anstellung hat, wird er sich höchstwahrscheinlich nicht risikoneutral verhalten. In risikoreicheren Unternehmen ist auch das Risiko eines schlechten Unternehmensergebnisses größer. Als Ausgleich für das höhere Risiko fordern Manager eine höhere Vergütung, da ihre Vergütung aufgrund der schlechten Unternehmensperformance geringer ausfallen kann. Die Untersuchung konnte die Behauptung der Autoren nicht bestätigen. Stattdessen stellen Gray / Cannella (1997) fest, dass Manager in risikoreichen Unternehmen tendenziell geringer entlohnt werden als in weniger risikoreichen Unternehmen.[266]

Wie die oben erwähnten Untersuchungen zeigen, kommen die Studien zu unterschiedlichen Ergebnissen. Barkema / Gomez-Mejia (1998) stellen nach über sechs Jahrzehn-

[262] Die Autoren messen Unternehmensperformance „ ... as the change in the logarithm of shareholder wealth, which equals the continuously accrued rate of return received by the firm's shareholders, including price appreciation and dividends." Gibbons / Murphy (1990), S. 36.
[263] Vgl. Gibbons / Murphy (1990), S. 36 – 49.
[264] Vgl. Prendergast (2002), S. 1073 – 1074.
[265] Gray/ Cannella (1997), S. 518.
[266] Vgl. Gray / Cannella (1997), S. 517 – 535.

ten der Forschung im Bereich der Unternehmensperformance fest, dass „ ... the failure to identify a robust relationship between top management compensation and firm performance has led scholars into a blind alley. To move this stream of research forward requires that greater efforts be devoted to examining alternative mechanisms and criteria for how top management compensation is set.“[267]

4.2. Untersuchung hinsichtlich Performancemerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich

Hinsichtlich eines Zusammenhangs zwischen Performancemerkmalen und Vorstandsvergütung kommen empirische Studien zu unterschiedlichen Ergebnissen. Vertreter der Agenturtheorie sind der Ansicht, dass die Unternehmensperformance eine zentrale Determinante der Vorstandsvergütung darstellt. Folglich sollte sich die Vorstandsvergütung mit der Unternehmensperformance entwickeln.[268]

Ausgangspunkt der Untersuchung ist Modell 1, welches neben dem Beobachtungszeitpunkt die Branche sowie das Marktsegment beinhaltet. Bereits hier zeigt sich, dass die drei Variablen einen Großteil der Varianz der Vorstandsvergütung erklären (67,2%). Bezüglich der Branche zeigt sich, dass Vorstände im Immobilienbereich sowie in der Grundindustrie signifikant andere Vergütungen erhalten als im Bereich der Industriegüter. Im Immobilienbereich verdienen Vorstände wiederum signifikant weniger als in der Industrie. Die Vergütung in der Grundindustrie ist größer als in der Industrie. Diese Ergebnisse sind konsistent mit Untersuchungen von Schwalbach / Graßhoff (1997), welche feststellen, dass Vorstände in Grundstoff- und Investitionsgüterindustrien überdurchschnittlich mehr verdienen als Vorstände in Nahrungs- und Genussmittelbranchen.[269] Auch Haid / Yurtoglu (2006) kommen in ihrer Studie zu ähnlichen Ergebnissen.[270]

In Hinblick auf das Marktsegment ist ein signifikanter Zusammenhang zur Vorstandsvergütung ersichtlich. Im Vergleich zum Segment prime market erhalten Vorstände im Segment mid market, standard market auction und standard market continuous eine

[267] Barkema / Gomez-Mejia (1998), S. 135.
[268] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1079 – 1081.
[269] Vgl. Schwalbach / Graßhoff (1997), S. 211.
[270] Vgl. Haid / Yurtoglu (2006), S. 11.

signifikant geringere Vergütung. Vorstände, deren Unternehmen im ATX der Wiener Börse gelistet sind, erhalten eine signifikant höhere Vergütung als Manager im Segment prime market.

Modell 2 enthält die Variablen Beobachtungszeitraum, Branche und Marktsegment sowie die Performancemerkmale. Zunächst ergibt sich ein signifikanter Zusammenhang zwischen operativer Performance und Vorstandsvergütung. Eine hohe operative Performance führt zu einer geringfügig höheren Vorstandsvergütung. Daneben kann auch ein schwacher negativer Zusammenhang zwischen Return on Invested Capital und Vorstandsvergütung festgestellt werden. Je höher der Return on Invested Capital, desto geringer die Vorstandsvergütung.

Bei der Varianzerklärung zeigt sich, dass die vier hinzugefügten Performancemerkmale nur geringfügig mehr an Varianz der Vorstandsvergütung erklären als die Kontrollvariablen alleine.

Die empirische Auswertung zeigt, dass Performancemerkmale einen geringen Einfluss auf die Vorstandsvergütung aufweisen. Die operative Performance sowie der Return on Invested Capital sind zwar signifikant, aber die Effekte sind eher schwach. Ein Einfluss des Total Shareholder Returns sowie des Cash-Flow zur Bilanzsumme konnte nicht nachgewiesen werden. Schmidt / Schwalbach (2007) finden ebenfalls keinen Einfluss des Total Shareholder Returns auf die Vorstandsvergütung.[271] In Hinblick des Cash-Flow zur Bilanzsumme können Rapp / Wolff (2008) auch keinen Einfluss auf die Vorstandsvergütung nachweisen.[272] Einen schwachen signifikanten Zusammenhang zwischen Aktienkursrendite und Vorstandsvergütung finden Schwalbach / Graßhoff (1997) in ihrer Untersuchung.[273]

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung decken sich mit den Resultaten von Rapp / Wolff (2010). Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Unternehmensperformance keinen hohen Erklärungsbeitrag bezüglich der Vorstandsvergütung aufweist.[274]

[271] Vgl. Schmidt / Schwalbach (2007), S. 117 – 118.
[272] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 19.
[273] Vgl. Schwalbach / Graßhoff (1997), S. 213.
[274] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1096.

	Modell 1	Modell 2
Konstante	**6,221 (0,084)*** **	**5,967 (0,124)*** **
Beobachtungszeitraum (Ref: 2009)		
Jahr 2010	0,038 (0,084)	0,003 (0,087)
Jahr 2011	0,111 (0,084)	0,108 (0,107)
Branche (Ref: Industriegüter)		
Immobilienbereich	**-0,401 (0,142)** **	**-0,313 (0,143)** *
Gesundheitswesen	0,240 (0,226)	**0,933 (0,316)** **
Grundindustrie	**0,438 (0,116)*** **	**0,570 (0,119)*** **
Konsumgüter	0,112 (0,104)	0,135 (0,102)
Technologie & Telekom	-0,015 (0,164)	-0,005 (0,167)
Verbraucherdienste	-0,173 (0,226)	-0,398 (0,246)
Versorger	-0,200 (0,139)	-0,127 (0,137)
Marktsegment (Ref: Primemarket)		
MM	**-0,826 (0,226)*** **	**-1,079 (0,236)*** **
PM – ATX	**0,562 (0,102)*** **	**0,493 (0,104)*** **
SMA	**-0,709 (0,101)*** **	**-0,709 (0,098)*** **
SMC	**-1,668 (0,249)*** **	**-1,618 (0,247)*** **
TSR		0,000 (0,000)
OP-PERFORMANCE		**0,050 (0,019)** *
CF-ZU-BILANZSUMME		0,008 (0,008)
ROIC		**-0,030 (0,014)** *
R^2 adjusted	0,672	0,704

Tabelle 5: Analyse der Performancemerkmale[275]

[275] Eigene Darstellung. *** (**, *) entspricht einem Signifikanzniveau von < 0,1% (1%, 5%).

5. Unternehmensmerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung

5.1. Theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Unternehmensmerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung

Besonders in den letzten Jahren richtete sich der Fokus von empirischen Studien auf Unternehmensmerkmale, da der Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und Höhe der Vergütung nicht festgestellt werden konnte.[276] Dabei liegt das Hauptaugenmerk der Untersuchungen auf den Größenmerkmalen wie Mitarbeiteranzahl[277], Umsatz[278] und Marktkapitalisierung[279]. Ferner werden u.a. Verschuldungsgrad[280], Markt-zu-Buchwert[281] und Diversifikationsgrad[282] untersucht.[283] Unterschiede in der Vergütung in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße werden durch unterschiedliche Annahmen begründet.[284]

Vertreter des Managerialismus sind der Ansicht, dass Vorstände mehr Einfluss auf die Unternehmensgröße als auf die Unternehmensperformance ausüben können. So sind Vertreter des Managerialismus, wie in Kapitel 1.3. erwähnt, der Meinung, dass die Unternehmensgröße eine wichtige Determinante der Vorstandsvergütung ist.[285] Ein Argument für den Zusammenhang zwischen Vergütungshöhe und der Unternehmensgröße ist, dass die Verantwortung und der Aufwand, die mit größeren Unternehmen verbunden sind, die Vorstandsvergütung erhöhen.[286] Zudem kann das Kontrollorgan die Höhe der Vorstandsvergütung mit Verweis auf die Unternehmensgröße einfacher

[276] Vgl. Sommer / Judith / Lachmann (unveröffentlicht), S. 1.
[277] U.a. Conyon / Schwalbach (2000); Goldberg / Idsen (1995); Haid / Yurtoglu (2006); Schwalbach / Graßhoff (1997).
[278] U.a. Elston / Goldberg (2003); Fahlenbach (2009); Schwalbach (1999); Rapp / Wolff (2010).
[279] U.a. Schwalbach / Graßhoff (1997); Schmidt / Schwalbach (2007); Rapp / Wolff (2010).
[280] U.a. Agrawal / Knoeber (1996); Rapp / Wolff (2010).
[281] U.a. Leone / Wu / Zimmerman (2006); Fahlenbach (2009); Schmidt / Schwalbach (2007); Rapp / Wolff (2010).
[282] U.a. Henderson / Fredrickson (1996); Schmid (1997); Rapp / Wolff (2010).
[283] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1076 – 1085.
[284] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 302 – 303; Combs / Skills (2003), S. 64.
[285] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 302 – 303.
[286] Vgl. Combs / Skills (2003), S. 64.

rechtfertigen. Die Kontrollorgane selbst profitieren auch davon, da ihre Vergütung häufig an die Vergütung der Vorstände gekoppelt ist.[287]

Vor diesem Hintergrund führten Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000) eine umfassende Meta-Analyse[288] durch, in der 137 Studien zum Einfluss der Unternehmensgröße sowie des -erfolgs auf die Vergütung von Vorständen statistisch ausgewertet wurden. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die Unternehmensgröße einen wesentlich höheren Einfluss auf die Höhe der Vergütung ausübt als die Unternehmensperformance. Demnach erklärt die Unternehmensgröße etwa 40% der Varianz der Gesamtvergütung von Vorständen, während der Unternehmenserfolg etwa 5% der Varianz der Gesamtvergütung von Vorständen erklärt. Die Ergebnisse der Studie sind somit mit der Managerialismustheorie konsistent.[289]

Eine ältere Studie von Schwalbach / Graßhoff (1997) basiert auf zwei sehr unterschiedlichen Datensätzen und untersucht deutsche Industrieunternehmen anhand kombinierter Zeitreihen- und Querschnittsanalysen im Zeitraum 1968 bis 1992. Die Studie zeigt, dass die Unternehmensgröße, gemessen in Jahresumsatz und Mitarbeiteranzahl, einen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung ausübt. So haben Unternehmen mit einem um 10% höheren Jahresumsatz eine um etwa 2,5% höhere Vorstandsvergütung.[290]

Der Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Vorstandsvergütung wird durch zahlreiche andere Studien[291] bestätigt. Prinz / Schwalbach (2011) untersuchen die Höhe und Zusammensetzung der Vorstandsgehälter deutscher und europäischer Aktiengesellschaften im Jahr 2009 und kommen zu dem Ergebnis, dass Manager größerer Unternehmen im Durchschnitt mehr als diejenige kleiner Unternehmen verdienen. Die Studie zeigt, dass ein Vorstand eines DAX-Konzernes im Durchschnitt fast

[287] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 303.
[288] Meta-Analysen integrieren mehrere empirische Untersuchungen und analysieren die Variabilität der Ergebnisse. Vgl. Eisend (2004), S. 5.
[289] Vgl. Tosi / Werner / Katz / Gomez-Mejia (2000), S. 301 – 329.
[290] Vgl. Schwalbach / Graßhoff (1997), S. 203 – 214.
[291] U.a. Conyon / Schwalbach (1999); Daily / Johnson / Ellstrand / Dalton (1998); Elston / Goldberg (2003); Fahlenbach (2009); Haid / Yurtoglu (2006); Rapp / Wolff (2010); Schmidt / Schwalbach (2007); Schwalbach (1999).

doppelt so viel wie ein Vorstand eines MDAX-Unternehmens verdient.[292] Zu diesem Ergebnis kommen auch Schmidt / Schwalbach (2007).[293]

Eine weitere Begründung für den Zusammenhang von Vorstandsvergütung und Unternehmensgröße ist, dass größere Unternehmen mehr Hierarchieebenen aufweisen. Da das Vergütungsniveau mit zunehmender Hierarchieebene steigt, werden Manager folglich in größeren Unternehmen höher entlohnt.[294] Lazear / Rosen (1981) weisen darauf hin, dass die Vergütung von der hierarchischen Position abhängt. Die sogenannte Turniertheorie zeigt, dass die Vergütung eines Vizepräsidenten um das Dreifache steigt, wenn dieser die Stelle des Präsidenten übernimmt. Dabei kann nicht angenommen werden, dass sich die Fähigkeiten derselben Person innerhalb eines Tages verdreifacht haben. Wird der Präsident aber als Gewinner betrachtet, lässt sich die Erhöhung der Vergütung erklären.[295] Lazear / Rosen (1981) fassen dies wie folgt zusammen:

> „His wage is settled on not necessairly because it reflects his current productivity as president, but rather because it induces that individual and all other individuals to perform appropriately when they are in more junior positions.“[296]

Manager können ihre Macht und ihren Einfluss durch die Übernahme von anderen Unternehmen leicht erweitern.[297] Vorstände betreiben daher oft *empire building*, da sie dadurch ihre Reputation sowie ihr Einkommen steigern können. Dies bedeutet, dass der Vorstand seine Position innerhalb des Unternehmens durch spezifische Diversifikationsentscheidungen stärkt.[298] Aus ökonomischer Perspektive ist es jedoch vorteilhafter, wenn die Risiken auf Ebene der Aktionäre durch Portfoliobildung beseitigt werden und nicht auf Unternehmensebene.[299] Die Studienautoren Henderson / Fredrickson (1996) argumentieren, dass die Höhe der Vergütung von stark diversifizierten Unternehmen steigt, da diese tendenziell mehr Informationen verarbeiten müssen. Die Autoren überprüfen ihre Hypothese am Beispiel von 189 US-amerikanischen Unternehmen in vier verschiedenen Branchen. Die Unternehmenskomplexität wird anhand des Diversifikationsgrads, der Forschungs- und Entwicklungsintensität sowie der Grö-

[292] Vgl. Prinz / Schwalbach (2011), S. 1 – 5.
[293] Vgl. Schmidt / Schwalbach (2007), S. 115 – 116.
[294] Vgl. Combs / Skills (2003), S. 64.
[295] Vgl. Lazear / Rosen (1981), S. 847.
[296] Lazear / Rosen (1981), S. 847.
[297] Vgl. Sauerbruch (2008), S. 107.
[298] Vgl. Ampenberger (2010), S. 136 – 138.
[299] Vgl. Sauerbruch (2008), S. 107.

ße des Management Teams gemessen. Die Ergebnisse zeigen einen signifikanten Zusammenhang zwischen Vergütungshöhe und Unternehmenskomplexität.[300]

Die Untersuchung von Sommer / Judith / Lachmann (2010) grenzt sich von bisherigen deutschen Untersuchungen ab. Die Studie prüft, ob die bereits in nationalen und internationalen Studien ermittelten Ergebnisse auch in Krisensituationen standhalten. Die Studie untersucht außerdem, ob die Performance oder andere Einflussfaktoren für die Höhe und Zusammensetzung der Vorstandsvergütung in großen deutschen Unternehmen im Krisenjahr 2008 verantwortlich sind. Die Studie findet auch unter diesen Rahmenbedingungen einen signifikanten Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Höhe der Vorstandsvergütung.[301]

Die empirische Untersuchung von Schwalbach (1999) zeigt, dass die Vergütungshöhe auch von der Branche beeinflusst wird. So weisen u.a. Banken, Einzelhandel, Maschinenbau und Bergbau eine höhere Vergütung auf als Branchen wie Wohnungsbau, Versicherungs- und Verkehrsindustrie.[302] Zu diesem Ergebnis kommen auch Schwalbach / Graßhoff (1997). Die Autoren fassten die Branchen in vier große Industriegruppen zusammen und können feststellen, dass die Vorstandsvergütung in den Grundstoff- und Investitionsgüterindustrien überdurchschnittlich hoch waren. Demgegenüber war die Vergütung in den Nahrungsmittel- und Genussmittelindustrien und insbesondere in verbrauchsgüterproduzierenden Industrien deutlich unter dem Durchschnitt.[303] Zu anderen Ergebnissen kommen Sommer / Judith / Lachmann (2010). Sie finden eine geringere Vorstandsvergütung für Unternehmen der Branchen Finance, Insurance und Real Estate.[304] Haid / Yurtoglu (2006) kommen zu dem Ergebnis, dass die Vergütung von Vorständen in der verarbeitenden Industrie höher als in der Finanz- oder der Versorgungswirtschaft ist.[305]

Der Zusammenhang zwischen Unternehmensmerkmalen und Höhe der Vorstandsvergütung wurde somit in zahlreichen empirischen Studien untersucht.[306] In Hinblick darauf kann grundsätzlich gesagt werden, dass Unternehmensmerkmale, im besonderen

[300] Vgl. Henderson / Fredrickson (1996), S. 575 – 583.
[301] Vgl. Sommer / Judith / Lachmann (2010), S. 1 – 13.
[302] Vgl. Schwalbach (1999), S. 596.
[303] Vgl. Schwalbach / Graßhoff (1997), S. 211.
[304] Vgl. Sommer / Judith / Lachmann (2010), S. 2.
[305] Vgl. Haid / Yurtoglu (2006), S. 11.
[306] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1078 – 1079.

Unternehmensgröße und Branchen wichtige Einflussfaktoren der Höhe der Vorstandsvergütung darstellen.[307]

5.2. Untersuchung hinsichtlich Unternehmensmerkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich

Wie im Kapitel 5.1. beschrieben, stellen Unternehmensmerkmale zentrale Determinanten der Vorstandsvergütung dar. Abbildung 3 zeigt einen Zusammenhang zwischen dem logarithmierten Umsatz auf der x-Achse und der logarithmierten Vorstandsvergütung auf der y-Achse. Der statistisch positive Zusammenhang zwischen logarithmiertem Umsatz und logarithmierter Vorstandsvergütung ist durch die Trendlinie von links unten nach rechts oben ersichtlich. Das Bestimmtheitsmaß beträgt 0,506. Der Einfluss der logarithmierten Mitarbeiterzahl auf die logarithmierte Vorstandsvergütung ist in Abbildung 4 zu sehen. Daraus ist ein statistisch positiver Zusammenhang zwischen logarithmierter Mitarbeiteranzahl und Vorstandsvergütung ersichtlich. Das Bestimmtheitsmaß ist mit 0,495 ebenso relativ hoch. Schließlich zeigt Abbildung 5 den positiven Zusammenhang zwischen logarithmierter Bilanzsumme und logarithmierter Vorstandsvergütung. Dabei wurde ein Bestimmtheitsmaß von 0,4065 festgestellt.

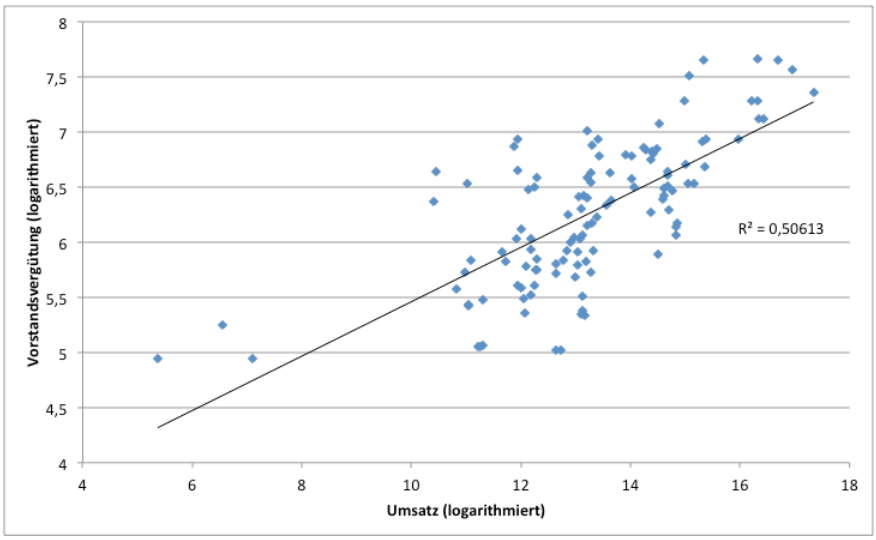

Abbildung 3: Logarithmierter Umsatz und Vorstandsvergütung[308]

[307] Vgl. Schmidt / Schwalbach (2007), S. 113.
[308] Eigene Darstellung.

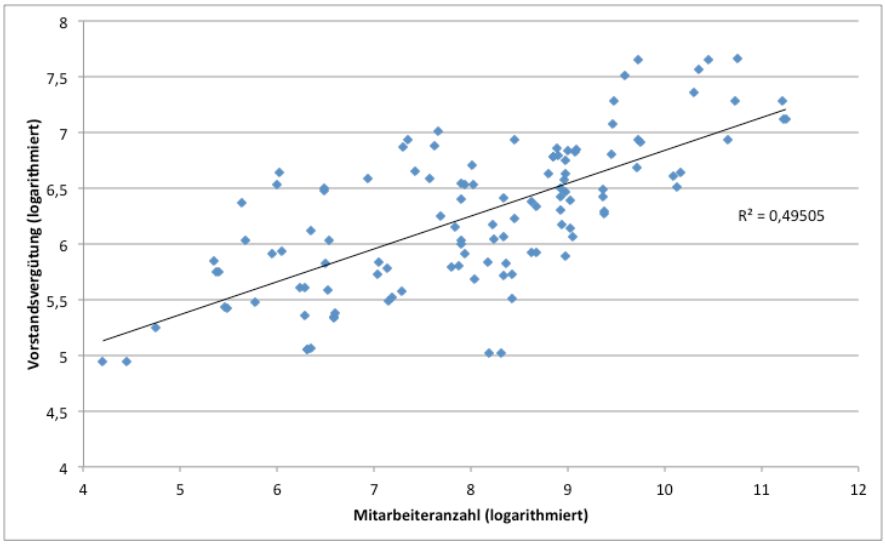

Abbildung 4: Logarithmierte Mitarbeiteranzahl und Vorstandsvergütung[309]

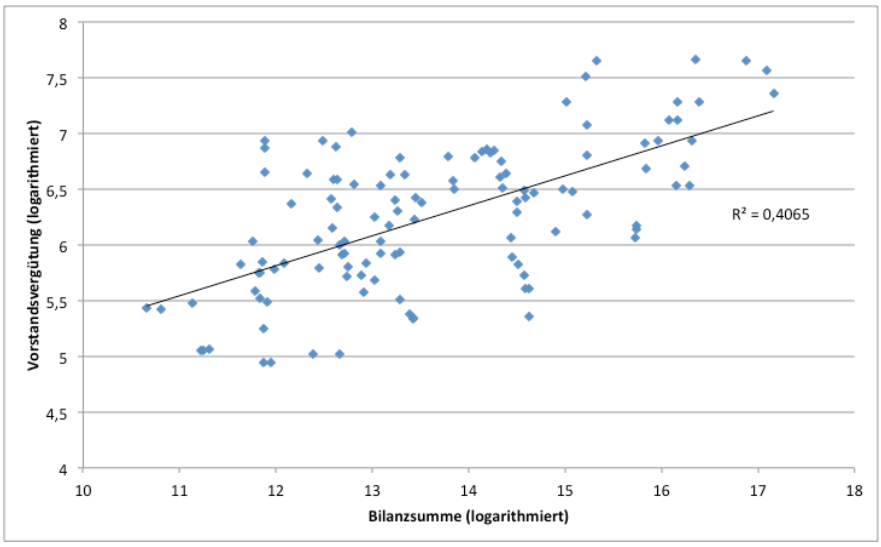

Abbildung 5: Logarithmierte Bilanzsumme und Vorstandsvergütung[310]

[309] Eigene Darstellung.
[310] Eigene Darstellung.

	Modell 1	Modell 3a	Modell 3b
Konstante	**6,221 (0,084)*** **	**4,369 (0,607)*** **	**1,816 (0,458)*** **
Beobachtungszeitraum (Ref: 2009)			
Jahr 2010	0,038 (0,084)	-0,018 (0,070)	-0,045 (0,083)
Jahr 2011	0,111 (0,084)	-0,024 (0,077)	-0,084 (0,089)
Branche (Ref: Industriegüter)			
Immobilienbereich	**-0,401 (0,142)** **	0,080 (0,221)	0,215 (0,217)
Gesundheitswesen	0,240 (0,226)	0,339 (0,305)	**0,625 (0,287)***
Grundindustrie	**0,438 (0,116)*** **	**0,420 (0,136)** **	0,190 (0,145)
Konsumgüter	0,112 (0,104)	0,145 (0,098)	0,201 (0,113)
Technologie & Telekom	-0,015 (0,164)	0,112 (0,149)	0,017 (0,175)
Verbraucherdienste	-0,173 (0,226)	-0,301 (0,200)	-0,102 (0,233)
Versorger	-0,200 (0,139)	**-0,447 (0,156)** **	**-0,633 (0,181)*** **
Marktsegment (Ref: Primemarket)			
MM	**-0,826 (0,226)*** **	**-0,995 (0,231)*** **	
PM – ATX	**0,562 (0,102)*** **	**0,365 (0,123)** **	
SMA	**-0,709 (0,101)*** **	**-0,571 (0,101)*** **	
SMC	**-1,668 (0,249)*** **	-0,915 (0,539)	
LN_UMSATZ		0,152 (0,093)	**0,117 (0,050)***
LN_MA_ANZAHL		-0,117 (0,060)	0,040 (0,062)
LN_BILANZSUMME		0,039 (0,082)	**0,175 (0,063)** **
MW-ZU-BW		**0,001 (0,000)** **	**0,001 (0,000)*** **
SEGMENTE		**0,136 (0,037)*** **	0,067 (0,038)
V_ANZAHL		-0,013 (0,039)	-0,016 (0,045)
FK-QUOTE		**-0,007 (0,003)***	**-0,008 (0,003)***
EK-RENDITE		0,000 (0,000)	0,001 (0,001)
R^2 adjusted	0,672	0,780	0,691

Tabelle 6: Analyse der Unternehmensmerkmale[311]

Die Ergebnisse der Untersuchung hinsichtlich Unternehmensmerkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich befinden sich in Tabelle 6. Insgesamt wurden in Bezug auf die Unternehmensmerkmale drei Modelle berechnet. Modell 3b wurde ohne Marktsegment berechnet, da es einen star-

[311] Eigene Darstellung. *** (**, *) entspricht einem Signifikanzniveau von < 0,1% (1%, 5%).

kern Zusammenhang zwischen Marktsegment und Unternehmensgröße gibt. Darauf deuten die hohen VIF-Werte (Variance Inflation Factor) von über 10 hin.[312]

Das Grundmodell 1 zeigt, wie in Kapitel 4.2., die Kontrollvariablen. Bezüglich einer Beschreibung wird auf Kapitel 4.2. verwiesen.

In Modell 3a sind neben Beobachtungszeitraum, Branche und Marktsegment auch die Unternehmensmerkmale enthalten. Sowohl die Branche als auch der Marktsegment liefern signifikante Ergebnisse. Allerdings sind nicht alle Unternehmensmerkmale signifikant. Die größte Aussagekraft liefert die Anzahl der Segmente. Je differenzierter das Unternehmen, desto höher die Vorstandsvergütung. Zu diesen Ergebnissen kommen auch Henderson / Fredrickson (1996). Einen signifikanten Einfluss hat das Markt-zu-Buchwertverhältnis auf die Vorstandsvergütung. Wenn der Markt-zu-Buchwert steigt, erhöht sich die Vorstandsvergütung geringfügig. Rapp / Wolff (2010) finden in ihrer Studie einen signifikanten Zusammenhang von Marktwert-zu-Buchwertverhältnis und Vorstandsvergütung.[313] Die Fremdkapitalquote erweist sich ebenfalls als signifikant. Je höher die Fremdkapitalquote, desto geringer die Vorstandsvergütung. Auch Rapp / Wolff (2008) kommen zu diesem Ergebnis.[314] Der negative Zusammenhang der Fremdkapitalquote und der Vergütungshöhe kann durch die sogenannte Kontrollhypothese erklärt werden.[315] Die Kontrollhypthese besagt, dass ein hoher Verschuldungsgrad zu einer stärkeren Überwachung des Vorstands durch die Eigentümer führt. Nach Jensen (1986) kommt es zu einer stärkeren Überwachung des Vorstands durch die Eigentümer aufgrund des Konflikts hinsichtlich der Verwendung der verfügbaren freien Cash-Flows[316] des Unternehmens. Eine stärkere Überwachung der Eigentümer hat zur Folge, dass Manager nicht in ineffiziente Projekte investieren, sondern den freien Cash-Flow eher an die Eigentümer in Form von Dividenden ausbezahlen.[317] Zusätzlich ist zu beachten, dass ein hoher Verschuldungsgrad dazu führt, dass Fremdkapitalgeber

[312] Zu hohe VIF-Werte weisen auf Multikollinearität hin. D.h., dass diese Variablen stark mit den anderen Variablen im Modell zusammenhängen und nur mehr wenig zusätzliche Erklärungskraft aufweisen.
[313] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1093.
[314] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 16.
[315] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1094 – 1095.
[316] Der Autor definiert den freien Cash-Flow als den verbleibende Cash-Flow nach Finanzierung der Projekte mit positivem Kapitalwert. Vgl. Jensen (1986), S. 323.
[317] Insofern kann ein hoher Verschuldungsgrad die Agentur-Kosten des freien Cash-Flows reduzieren. Nach Jensen (1986) gilt die Kontrollhypothese nicht für alle Unternehmen. Ausgenommen sind stark wachsende Unternehmen ohne freien Cash-Flow, aber mit profitablen Investitonsprojekten. Vgl. Jensen (1986), S. 323 – 329.

möglicherweise ein Mitspracherecht in unternehmerischen Entscheidungen fordern. Ein Mitspracherecht der Fremdkapitalgeber liegt nicht im Interesse der Eigentümer und wird durch eine stärkere Kontrolle des Verschuldungsgrads vermieden.

Aufgrund der Multikollinearität in Modell 3a zwischen Umsatz, Bilanzsumme und Marktsegment wurde ein drittes Modell (Modell 3b) gerechnet, bei welchem das Marktsegment nicht berücksichtigt wird. Dadurch wird eine starke Multikollinearität zwischen den erklärenden Merkmalen vermieden. Die Werte in Modell 3b unterscheiden sich nur geringfügig von den Werten in Modell 3a. Wie in Modell 3a sind das Markt-zu-Buchwertverhältnis sowie die Fremdkapitalquote signifikant. Nicht mehr signifikant ist die Anzahl der Segmente. Jedoch erweist sich die Bilanzsumme als signifikant. So steigt die Vergütung der Vorstände, wenn sich die Bilanzsumme erhöht. Der signifikante Einfluss der Bilanzsumme wurde in zahlreichen Studien belegt.[318]

Sowohl das Marktsegment als auch die Branche liefern Erklärungen für die Höhe der Vorstandsvergütung. Die Unternehmensgröße übt je nach Modell einen signifikanten Einfluss auf die Vorstandsvergütung aus. In zahlreichen empirischen Studien konnte ein Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Höhe der Vorstandsvergütung festgestellt werden.[319] Bei der Untersuchung der börsennotierten Gesellschaften in Österreich wird vermutet, dass ein Zusammenhang zwischen Marktsegment und Unternehmensgröße vorliegt. Da die Unternehmen tendenziell der Größe nach in unterschiedliche Marktsegmente fallen, zeigen sich bei den Marktsegmenten signifikante Wirkungen. Somit übt die Unternehmensgröße bereits implizit in den Marktsegmenten einen Einfluss aus und die eigentlichen Merkmale der Unternehmensgröße, wie z.B. Mitarbeiteranzahl und Bilanzsumme, haben keinen signifikanten Einfluss mehr auf die Höhe der Vorstandsvergütung.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass Modell 3a hinsichtlich der Unternehmensmerkmale Modell 1 und 3b vorzuziehen ist, da Modell 3a 78% der Varianz erklärt.

[318] U.a. Rang (2008); Rapp / Wolff (2008).
[319] U.a. Conyon / Schwalbach (1999); Daily / Johnson / Ellstrand / Dalton (1998); Elston / Goldberg (2003); Fahlenbach (2009); Haid / Yurtoglu (2006); Rapp / Wolff (2010); Schmidt / Schwalbach (2007); Schwalbach (1999).

6. Corporate Governance-Merkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung

6.1. Theoretische Grundlagen und publizierte empirische Befunde hinsichtlich Corporate Governance-Merkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung

Es gibt Bedenken, dass sich Interessenkonflikte von Eigentümern und Management durch einen Vertrag vollständig beheben lassen.[320] Shleifer / Visney (1997) sind der Ansicht, dass Verträge für das Management enorme Möglichkeiten für Insichgeschäfte bieten, besonders wenn diese mit wenig motivierten Aufsichtsratsmitgliedern anstatt großen Investoren ausgehandelt werden. Es stellt sich also die Frage, ob ein Vertrag als Kontrollmechanismus ausreicht.[321] Aus diesem Grund wird der Einfluss von Corporate Governance-Merkmalen auf die Vorstandsvergütung untersucht.

Im Rahmen der Corporate Governance-Merkmale wird der Zusammenhang zwischen Kontrollorganen und Vorstandsvergütung (Aufsichtsratsstruktur) sowie der Einfluss der Struktur der Eigentümer auf die Vorstandsvergütung (Eigentümerstruktur) diskutiert.[322]

Aufsichtsratsstruktur

Grundsätzlich kann zwischen dem monistischen und dem dualistischen Corporate Governance-System unterschieden werden.[323] Nach dem dualistischen System, wie z.B. in Deutschland und Österreich, sind zwei Organe für die Unternehmensführung zuständig. Während der Vorstand die Gesellschaft leitet, überwacht der Aufsichtsrat den Vorstand.[324] Das monistische System aus dem US-amerikanischen Raum ist durch das einheitliche Leitungs- und Kontrollorgan, das Board of Directors, geprägt. Das Board of Directors setzt sich aus unternehmensinternen (inside directors) und -externen (outside directors) Direktoren zusammen. Während unternehmensinterne Direktoren meist aus dem Unternehmen kommen und die eigentliche Managementtätigkeiten übernehmen, obliegt unternehmensexternen Direktoren die Überwachungs-

[320] Vgl. Gomez-Mejia / Wiseman (1997), S. 300.
[321] Vgl. Shleifer / Vishney (1997), S. 745.
[322] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1076 – 1077.
[323] Vgl. Göbel (2009), S. 137 – 138.
[324] Vgl. Bültel (2009), S. 5 – 6.

funktion, welche häufig nur als Nebentätigkeit durchführt wird. Die Schlüsselrolle kommt dem CEO (Chief Executive Officer) zu, welcher für Unternehmenspolitik und laufende Geschäftsführung zuständig ist.[325] Die Zuständigkeit von Aufsichtsrat und Board of Directors können miteinander verglichen werden.[326] Angesichts der unterschiedlichen Corporate Governance-Systeme sind die empirischen Untersuchungsergebnisse für die beiden verschiedenen Systeme nicht uneingeschränkt übertragbar.[327]

Sowohl die Agenturtheorie als auch die Managerialismustheorie sind der Ansicht, dass ein Aufsichtsrat, welcher seine Kontrollfunktion effizient wahrnimmt, die Vorstandsvergütung verringert und die Performancesensitivität erhöht. Aus Sicht des Managerialismus schränkt der Aufsichtsrat die Machtposition des Managements ein.[328] Entsprechend der Agenturtheorie ist der Aufsichtsrat die Interessenvertretung der Aktionäre,[329] welche das opportunistische Verhalten der Manager beschränkt. Somit kontrolliert und sanktioniert der Aufsichtsrat das Verhalten der Vorstände im Sinne der Anteilseigner.[330] Als Indikatoren werden neben der Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder,[331] die Rolle des Aufsichtsratsvorsitzenden,[332] das Problem der Mehrfachmandate[333] sowie die Größe und Zusammensetzung der Vergütungsausschüsse[334] diskutiert.[335]

Eine interessante Frage ist die nach der optimalen Anzahl der Mitglieder des Aufsichtsrats.[336] Grundsätzlich kann eine Gruppe mit komplexeren Situationen besser umgehen als einzelne Personen. Jedoch wird es mit zunehmender Gruppengröße immer schwerer, Übereinstimmungen zu finden und das Verhalten der Mitglieder zu überwachen.[337] Tendenziell wird ein großer Aufsichtsrat als ineffizient eingeschätzt.[338] Es wird angenommen, dass die Effizienz des Vorstands nimmt ab einer Größe von etwa zehn Personen, unabhängig von Unternehmensgröße und –komplexität, ab, da die Anzahl der möglichen und erforderlichen Informations- und Abstimmungskontrakte in-

[325] Vgl. Göbel (2009), S. 137 – 139.
[326] Vgl. Elston / Goldberg (2001), S. 1396.
[327] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 9.
[328] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1082.
[329] Vgl. Seele (2007), S. 162.
[330] Vgl. Bresser / Valle Thiele (2008), S. 177.
[331] U.a. Core / Holthausen / Larcker (1999); Cyert / Kang / Kumar (2002).
[332] U.a. Bresser / Valle Thiele (2008); Rapp / Wolff (2010).
[333] U.a. Anderson / Bizjak (2003); Fich / Shivasani (2006); Pfannschmidt (1993); Rapp / Wolff (2010).
[334] U.a. Daily / Johnson / Ellstrand / Dalton (1998); Conyon / Peck (1998); Anderson / Bizjak (2003).
[335] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1082 – 1083.
[336] Vgl. Witt (2003), S. 251.
[337] Vgl. Seele (2007), S.179.
[338] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1082.

nerhalb des Gremiums exponentiell zunimmt.[339] Die Forschung stimmt mit der Unternehmenspraxis amerikanischer Boards überein, wonach Ausschüsse mit sechs bis zehn Personen am effektivsten sind.[340] In Österreich hat ein Aufsichtsrat mindesten drei und höchstens 20 Mitglieder.[341]

Core / Holthausen / Larcker (1999) untersuchen den Zusammenhang zwischen der Zusammensetzung des Boards und der Höhe der Vorstandsvergütung. Die Untersuchung analysiert 205 börsennotierte Unternehmen aus 14 verschiedenen Branchen im Zeitraum 1982 bis 1984. Insgesamt verwenden die Autoren acht Proxy-Variablen[342] und finden einen signifikanten Einfluss dieser. Die Autoren stellen einen positiven Zusammenhang zwischen der Größe des Board of Directors und der Vergütung des CEO fest. So erhält ein CEO, der gleichzeitig auch Chairman of Board ist, eine zusätzliche Vergütung in Höhe von jährlich USD 152.577. Die Autoren zeigen, dass Unternehmen mit schwächeren Governance Strukturen größere Agenturprobleme haben und Vorstände von Unternehmen mit größeren Agenturproblemen eine höhere Vergütung erhalten. Zudem haben Unternehmen mit größeren Agenturproblemen eine schlechtere Unternehmensperformance.[343] Cyert / Kang / Kumar (2002) zeigen in ihrer Studie, dass die Barvergütung von Vorständen steigt, wenn mehr unternehmensexterne Direktoren im Board sind. Jedoch ändert sich das Ergebnis, wenn der logarithmierte Umsatz, die logarithmierte Bilanzsumme und der logarithmierte Marktwert als unabhängige Variablen verwendet werden. Die Autoren kommen in ihrer Untersuchung zu dem Schluss: „ ... board size is an indirect manifestation of the strong relation between compensation and firm size, and what matters in CEO compensation is directors' stock ownership rather than the mere number of directors."[344]

Die Unabhängigkeit der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder bedingt, ob der Aufsichtsrat die Überwachungsaufgabe im Interesse der Aktionäre wahrnimmt. Mehrfachmandate

[339] Vgl. Witt (2003), S. 251.
[340] Vgl. Seele (2007), S. 180.
[341] § 86 Abs. 1 AktG .
[342] Die Autoren verwenden folgende Proxy-Variablen: 1) CEO Duality: CEO ist auch Vorsitzender des Board of Directors; 2) Größe des Boards; 3) Anzahl Unternehmensinterner Direktoren; 4) Anzahl unternehmensexterner Direktoren, die direkt vom CEO ernannt wurden; 5) unternehmensexterne Direktoren, die in einer geschäftlichen Beziehung mit dem Unternehmen stehen; 6) personelle Verflechtungen (unternehmensinterner Direktor sitzt im Board eines unternehmensexternen Direktors); 7) Alter der unternehmensexternen Direktoren; 8) unternehmensexterne Direktoren, die in drei oder mehr Boards vertreten sind. Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 380 – 382.
[343] Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 371 – 388.
[344] Cyert / Kang / Kumar (2002), S. 466.

gefährden die Unabhängigkeit der Mitglieder. Einerseits sind Aufsichtsratsmitglieder mit Mehrfachmandaten oft in personelle Verflechtungen eingebunden, welche ihnen die Fähigkeit nehmen, die Überwachung unbeeinflusst vorzunehmen. Zudem können sich Mehrfachmandatare, zu Lasten der Aktionäre, gegenseitige Vergünstigungen gewähren (Kollusionshypothese). Andererseits reduzieren Mehrfachmandate zeitliche Ressourcen und mindern somit den Überwachungsbeitrag (Busyness-Hypothese).[345] Das österreichische Gesetz beschränkt die Anzahl der Aufsichtsratsmandate in börsennotierten Gesellschaften auf acht, wobei der Vorstand doppelt gezählt wird.[346] Außerdem kann Aufsichtsratsmitglied gem. § 86 Abs. 4 Z 2 AktG nicht sein, wer in den letzten zwei Jahren Vorstandsmitglied der Gesellschaft war, außer die Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25% der Stimmrechte halten.[347]

Daily / Johnson / Dalton (1998) untersuchen am Beispiel einer Stichprobe von 194 US-amerikanischen Unternehmen für das Jahr 1992 den Einfluss von personellen Verflechtungen auf die Vorstandsvergütung. Eine Hypothese lautet, dass bei einem hohen Anteil von Affiliated Directors im Ausschuss, d.h. Personen, die zwar nicht dem Management angehören, aber persönliche Beziehungen zum CEO pflegen und / oder in geschäftlicher Verbindung mit dem Unternehmen stehen, die Vergütung des CEO steigt. Die Studie findet allerdings keinen signifikanten Zusammenhang zwischen personellen Verflechtungen und der Vergütungshöhe der CEO. Die Ergebnisse der Studie unterstützen die Agenturtheorie nicht. Die Autoren deuten die Ergebnisse so, dass personelle Verflechtungen die Arbeit des Board of Directors nicht behindern und dass die Mitglieder des Board of Directors es vermeiden, dem CEO eine hohe Vergütung zu gewähren, um nicht selbst öffentlicher Kritik ausgesetzt zu sein.[348]

Die Studie von Rapp / Wolff (2010) kommen zu dem Ergebnis, dass Mehrfachmandate die Vergütungshöhe positiv beeinflussen und bestätigen dadurch die Hypothese der Managerialismustheorie die besagt, dass mit zunehmender Beschäftigung des Aufsichtsratsvorsitzenden der Vorstand die Vergütung in seinem Interesse steigern kann.[349]

[345] Vgl. Tshang (2011), S. 23 – 26.
[346] Vgl. § 86 Abs. 4 Z 1 AktG.
[347] Vgl. § 86 Abs. 4 Z 2 AktG.
[348] Vgl. Daily / Johnson / Ellstrand / Dalton (1998), S. 209 – 215.
[349] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1100 – 1101.

Das Board als Mechanismus zum Schutz der Aktionäre von einer zu hohen CEO-Vergütung steht im Einklang mit der Agenturtheorie, wobei für die Festlegung der Vergütung nicht das Gesamt-Board zuständig ist.[350] Gem. dem ÖCGK hat der Aufsichtsrat in Abhängigkeit von spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Mitgliederzahl Ausschüsse einzurichten. C-Regel 43 des ÖCGK gibt vor, dass ein Vergütungsausschuss gebildet werden sollte, welcher sich mit der Vorstandsvergütung auseinandersetzt.[351]

Eine Studie von Conyon / Peck (1998) untersucht den Zusammenhang zwischen Board, Vergütungsausschüssen und Vorstandsvergütung. Die Autoren können ihre Hypothese, dass die Vorstandsvergütung in Unternehmen sinkt, welche Vergütungsausschüsse einrichten, nicht bestätigen. Tatsächlich stellen sie einen positiven Zusammenhang zwischen der Existenz eines Vergütungsausschusses und der Vorstandsvergütung fest. Ferner beeinflussen Mitglieder, welche keine Angehörigen des Managements sind, die Vergütung positiv.[352] Core / Holthausen / Larcker (1999) finden in ihrer Studie einen positiven Zusammenhang zwischen der Größe des Board of Directors und der Höhe der Vorstandsvergütung.[353] Rapp / Wolff (2008) stellen einen negativen Zusammenhang zwischen der Größe des Vergütungsausschusses und der Vorstandsvergütung fest. Die Autoren führen dies auf die reduzierte Koalitionsmöglichkeit des Vorstands mit dem Aufsichtsrat in größeren Ausschüssen zurück. Dieses Ergebnis deckt sich nicht mit der amerikanischen Literatur.[354] Anderson / Bizjak (2003) keinen Zusammenhang zwischen der Unabhängigkeit des Vergütungsausschusses und der Höhe der Vorstandsvergütung. Weiters können die Autoren nicht nachweisen, dass sich die Mitgliedschaft des CEOs im Vergütungsausschuss auf die Vergütung auswirkt.[355] Die Studie von Sommer / Judith / Lachmann (2010) findet einen positiven signifikanten Zusammenhang zwischen der Mitgliederanzahl im Vergütungsausschuss und der Vorstandsvergütung.[356]

Eine besondere Rolle kommt dem Aufsichtsratsvorsitzenden zu. Nach C-Regel 37 ÖCGK ist der Aufsichtsratsvorsitzende für die Sitzungsvorbereitung des Aufsichtsrats

[350] Vgl. Daily / Johnson / Ellstrand / Dalton (1998), S. 209 – 210.
[351] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 43.
[352] Vgl. Conyon / Peck (1998), S. 146 – 153.
[353] Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 385.
[354] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 24.
[355] Vgl. Anderson / Bizjak (2003), S. 1346 – 1347.
[356] Vgl. Sommer / Judith / Lachmann (2010), S. 14.

sowie für die Zusammenarbeit mit dem Vorstand zuständig.[357] Zusätzlich ist der Aufsichtsratsvorsitzende nach C-Regel 43 ÖCGK Vorsitzende im Vergütungsausschuss und berichtet der Hauptversammlung einmal jährlich über die Grundsätze des Vergütungssystems.[358]

Bresser / Valle Thiele (2008) kommen in ihrer Studie zu dem Ergebnis, dass knapp die Hälfte aller amtierenden Vorstandsvorsitzenden der DAX 30 Unternehmen nach dem Ende ihrer Amtszeit an die Spitze des Aufsichtsrates wechseln. Dies ist unter dem Begriff *Vorsitzkontinuität* bekannt. Die Autoren resümieren, dass eine pauschale Kritik an der Vorsitzkontinuität abzulehnen ist, da ein ehemaliger Vorstandsvorsitzender an der Spitze des Aufsichtsrats einen wirkungsvollen Corporate Governance-Mechanismus darstellt.[359] Rapp / Wolff (2008) kommen zu dem Ergebnis, dass ein intern berufener Aufsichtsratsvorsitzender die Vergütungshöhe deutlich senkt.[360]

Eigentümerstruktur

Rapp / Wolff (2010) unterscheiden bei der Eigentümerstruktur zwischen internen und externen Eigentümern. Externe Eigentümer sind nicht im Vorstand des betreffenden Unternehmens vertreten, während interne Eigentümer (Managementbeteiligung) aktive Vorstände des Unternehmens sind.[361]

Sowohl die Agenturtheorie, als auch der Managerialismus erwarten einen negativen Zusammenhang zwischen der Höhe der Vorstandsvergütung und der externen Eigentümerkonzentration. Als Grund für die verringerte Vergütung wird die bessere Kontrollmöglichkeit des Großaktionärs[362] gegenüber dem Management genannt.[363] Die Agenturtheorie erwartet eine geringere Entlohnung des Vorstands, „ ... da die mittels der Vergütung optimal gesetzten Anreize teilweise durch die Kontrollfunktion des Großaktionärs substituiert werden und somit die Vergütungshöhe reduziert werden [kann]... “[364]

[357] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 37.
[358] Vgl. ÖCGK (2012), C-Regel 43.
[359] Vgl. Bresser / Valle Thiele (2008), S. 195 – 196.
[360] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 27.
[361] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1081.
[362] Z.B. 33,3% des Grundkapitals können eine Aufsichtsratsbestellung bewirken. Vgl. Mader (2013), S. 87.
[363] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 8.
[364] Rapp / Wolff (2010), S. 1081.

Demgegenüber führt der Managerialismus den negativen Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Eigentümerkonzentration darauf zurück, dass Großaktionäre bzw. institutionelle Aktionäre die Überwachung verstärken und somit die Einflussmöglichkeit der Vorstände auf ihr Gehalt reduzieren.[365]

In Bezug auf die Managementbeteiligung erwartet die Agenturtheorie einen negativen und der Managerialismus einen positiven Zusammenhang. Die Agenturtheorie argumentiert den negativen Zusammenhang mit einer ansteigenden Verringerung der Konflikte zwischen Vorstand und Eigentümer bei steigender Marktbeteiligung. Die Verringerung der Konflikte bewirkt eine Reduzierung der Vorstandsentlohnung. Vertreter des Managerialismus sind der Ansicht, dass der Vorstand den Einfluss als Eigentümer zu seinem Vorteil nutzt und seine Vergütung erhöht.[366]

Die Eigentumskonzentration ist in den einzelnen Ländern unterschiedlich. Europäische Länder sind durch eine konzentrierte Eigentümerstruktur[367] mit einem bzw. mehreren Großaktionären geprägt. Das Corporate Governance-System angloamerikanischer Unternehmen weist hingegen eine sehr heterogene Eigentümerstruktur mit vielen kleinen Aktionären auf.[368] Kleinaktionäre haben nur einen geringen bzw. gar keinen Anreiz, das Management aktiv zu überwachen, da ein Großteil der Bemühungen nicht ihnen selbst, sondern den anderen Aktionären zukommt. Dieses Phänomen ist unter dem Begriff Free-Rider-Problem bekannt.[369] Großaktionäre haben durchaus einen Anreiz, das Management aktiv zu überwachen.[370] Allerdings besteht die Gefahr, dass Großaktionäre Interessen verfolgen, die nicht im Einklang mit dem Unternehmen und anderen Aktionären stehen.[371] In der Diskussion über Großaktionäre kommen Shleifer / Vishney (1997) zu dem Schluss:

> „Large shareholders thus address the agency problem in that they both have a general interest in profit maximization, and enough control over the assets of the firm to have their interests respected.“[372]

[365] Vgl. Bebchuk / Fried (2003), S. 77.
[366] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1082.
[367] Z.B. Deutschland, Japan. Vgl. Conyon / Schwalbach (1997), S. 6.
[368] Vgl. Franks / Mayer (2001), S. 943 – 944.
[369] Vgl. Haberer (2003), S. 5 – 6; Grossman / Hart (1980), S. 42.
[370] Vgl. Franks / Mayer (1997), S. 944.
[371] Vgl. Shleifer / Vishney (1997), S.758.
[372] Shleifer / Vishney (1997), S. 754

Conyon / Schwalbach (2000) untersuchen Vergütungsunterschiede im europäischen Vergleich anhand 2.846 Unternehmen in zehn Ländern.[373] Die Autoren zeigen, dass in Ländern mit einer konzentrierten Eigentümerstruktur eine höhere Barvergütung gewährt wird als in Ländern mit einer heterogenen Eigentümerstruktur.[374]

Die Studie von Elston / Goldberg (2003) untersucht den Zusammenhang zwischen Eigentümerstruktur und Vorstandsvergütung[375] anhand von 91 Unternehmen im Zeitraum 1970 bis 1986 in Deutschland. Die Eigentümerkonzentration wird anhand von fünf Kategorien[376] gemessen. Überdies wurde die Identität der Anteilseigner[377] ermittelt. Die Autoren zeigen, dass Vorstände in Unternehmen mit einer höheren Eigentümerkonzentration tendenziell eine geringere Entlohnung erhalten.[378] Auch Schmid (1997) überprüft die Wirkung der Eigentümerstruktur auf die Vorstandsvergütung und bestätigt die Hypothese, dass die Pro-Kopf-Bezüge des Vorstands mit abnehmender Konzentration des stimmberechtigten Kapitals steigen.[379] Zu diesem Ergebnis kommen auch andere Studien.[380] Im Gegensatz dazu finden Harvey / Shrieves (2001) einen positiven Zusammenhang zwischen aktienbasierter Vergütung und externen Paketaktionären.[381]

Die empirische Studie von Hartzell / Starks (2003) beschäftigt sich mit dem Zusammenhang der Vergütungshöhe von Vorständen und dem Einfluss institutioneller Investoren. Die Autoren untersuchen 1.914 Unternehmen im Zeitraum 1992 bis 1997. Hartzell / Starks (2003) kommen zu dem Schluss, dass die Konzentration institutioneller

[373] Die untersuchten Länder sind Österreich, Belgien, Dänemark, Deutschland, Island, Italien, Niederlande, Spanien, Schweiz und Großbritannien. Vgl. Conyon / Schwalbach (1997), S. 10.
[374] Vgl. Conyon / Schwalbach (1997), S. 10 – 17.
[375] Elston / Goldberg (2003) und Schmid (1997) untersuchen, ob Banken einen Effekt auf die Höhe der Vorstandsbezüge ausüben. Elston / Goldberg (2003) kommen zu dem Ergebnis, dass ein hoher Bankeneinfluss zu einer Verringerung der Vorstandsvergütung führt (vgl. Elston / Goldberg [2003]). Schmid (1997) stellt fest, dass die Pro-Kopf-Bezüge des Vorstands mit dem Anteil des von Banken gehaltenen stimmberechtigten Kapitals zunimmt (vgl. Schmid [1997], S. 73 – 78).
[376] Die fünf Kategorien lauten wie folgt: 1) ≥ Ein Aktionär hält 75%; 2) Zwei bzw. drei Aktionäre halten zusammen > 75%; 3) Ein Aktionär hält mehr als > 50%; 4) Zwei bzw. drei Aktionär halten zusammen > 50%; 5) Anteilsbesitz < 50%. Vgl. Elston / Goldberg (2003), S. 1401.
[377] Die Identität der Anteilseigner wurde in „Unternehmen", „Ausländer", „Bank", „Familie", „öffentliche Hand", „Gemischt" und „Anteilseigentum < 25%" unterteilt. Vgl. Elston / Goldberg (2003), S. 1401.
[378] Vgl. Elston / Goldberg (2003), S. 1398 – 1407.
[379] Vgl. Schmid (1997), S. 73 – 79.
[380] U.a. Haid / Yurtoglu (2006); Cyert / Kang / Kumar (2002); Rapp / Wolff (2008); Rapp / Wolff (2010).
[381] Vgl. Harvey / Shrieves (2001), zit. nach Dávila / Peñalva (2004), S. 4.

Investoren[382] die Vergütungshöhe, d.h. Grundgehalt und Gesamtvergütung, verringert. Die Untersuchung zeigt, dass die Überwachung institutioneller Investoren in Übereinstimmung mit der Leistungsvergütung steht und somit die Agenturprobleme vermindert.[383]

Rapp / Wolff (2008) zeigen, dass die Vorstandsvergütung bei steigender Beteiligung des Managements zunächst sinkt. Ist das Management jedoch höher beteiligt, setzt es seine Macht durch und kann die Vorstandsvergütung erhöhen. Der Effekt der Managerbeteiligung fällt weniger stark aus, wenn es keinen externen Paketaktionär gibt.[384]

Core / Holthausen / Larcker (1999) finden in ihrer Studie einen negativen Einfluss zwischen dem Anteilsbesitz des CEO und der Höhe der Vorstandsvergütung. Obwohl der Zusammenhang signifikant ist, hält sich die wirtschaftliche Bedeutung in Grenzen. So verringert sich die Vorstandsvergütung um USD 8.027, wenn sich der Anteilsbesitz des CEO um 1% erhöht.[385] Die Studie von Cyert / Kang / Kumar (2002) zeigt, dass die fixe Vergütung des CEO steigt, wenn sich der Anteilsbesitz des CEO erhöht. Die fixe Vergütung des CEO steigt jedoch nur in dem Fall, wenn der CEO der größte Aktionär ist.[386]

Mehran (1995) untersucht den Unternehmenserfolg sowie die Vergütungs- und Eigentümerstruktur anhand von 153 Fertigungsbetrieben in Zeitraum 1979 bis 1980. Der Autor zeigt, dass der Anteil der aktienbasierten Incentives in Zusammenhang mit der Managementbeteiligung steht. So weisen Unternehmen mit hoher Managementbeteiligung weniger aktienbasierte Incentives in den Vergütungsverträgen auf.[387]

Schmidt / Schwalbach (2007) stellen fest, dass Unternehmen mit stärkerer Kontrolle einer Familie oft keine langfristigen Vergütungskomponenten haben. Nicht geklärt ist, ob sich dies aufgrund der Erhaltung von Stimmrechtsanteilen ergibt oder ob die Kontrolle des Managements stärker im Sinne der Eigentümer erfolgt.[388]

---

[382] Institutionelle Investoren werden anhand der Konzentration des Eigentums gemessen. Vgl. Hartzell / Starks (2003), S. 2355.
[383] Vgl. Hartzell / Starks (2003), S. 2354 – 2372.
[384] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 21.
[385] Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 387 – 388.
[386] Vgl. Cyert / Kang / Kumar (2002), S. 466.
[387] Vgl. Mehran (1995), S. 163 – 173.
[388] Vgl. Schmidt / Schwalbach (2007), S. 117.

Die Interessenkonflikte von Eigentümern und Management lassen sich durch einen Vertrag nicht vollständig beheben.[389] Deswegen wird der Einfluss von Corporate Governance-Merkmale in empirischen Studien untersucht. Insgesamt lässt sich feststellen, dass die empirischen Untersuchungen zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Bei der Interpretation der Ergebnisse müssen jedoch die unterschiedlichen Corporate Governance-Systeme berücksichtigt werden.[390]

6.2. Untersuchung hinsichtlich Corporate Governance-Merkmalen als Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich

Im Folgenden werden die Ergebnisse der Corporate Governance-Merkmale als Determinanten der Vorstandsvergütung vorgestellt. Zuerst werden die Resultate der Eigentümer diskutiert. Im Anschluss daran wird auf den Zusammenhang zwischen Aufsichtsratsstruktur und Vorstandsvergütung näher eingegangen.

Modell 1 zeigt die Variablen Beobachtungszeitraum, Branche und Marktsegment. Bezüglich der Interpretation wird auf Kapitel 4.2. verwiesen.

Die Analyse des Modells 4a zeigt die Variablen in Modell 1 sowie die Eigentümerstruktur. Das Modell 4a erklärt mit 70,8% leicht mehr an Varianz als Modell 1. Der Streubesitz ist signifikant, auch wenn es sich nur um einen schwachen Effekt handelt. So führt ein höherer Streubesitz zu einer höheren Vorstandsvergütung. Zu diesem Ergebnis kommen auch Rapp / Wolff (2008) sowie Kaserer / Wagner (2005).[391] Ein starker und auch signifikanter Effekt lässt sich zwischen dominiertem Unternehmen und Vorstandsvergütung feststellen. Wenn es einen Paketaktionär gibt, der mehr als 25% der Stimmrechte auf sich vereint, nimmt die Vorstandsvergütung deutlich zu. Zu diesem Ergebnis kommen auch Harvey / Shrieves (2001).[392] Jedoch kommen Elston / Goldberg (2003) und Schmid (1997) zu anderen Ergebnissen.

[389] Vgl. Gomez-Meija / Wiseman (1997), S. 300.
[390] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 9.
[391] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 21.
[392] Vgl. Harvey / Shrievs, zit. nach Dávila / Peñalva (2004), S. 4.

	Modell 1	Modell 4a	Modell 4b
Konstante	**6,221 (0,084)*** **	**5,495 (0,210)*** **	**6,434 (0,178)*** **
Beobachtungszeitraum (Ref: 2009)			
Jahr 2010	0,038 (0,084)	0,057 (0,079)	0,020 (0,091)
Jahr 2011	0,111 (0,084)	0,127 (0,079)	0,100 (0,092)
Branche (Ref: Industriegüter)			
Immobilienbereich	**-0,401 (0,142)** **	-0,181 (0,168)	**-0,453 (0,158)** **
Gesundheitswesen	0,24 0(0,226)	0,375 (0,243)	0,178 (0,263)
Grundindustrie	**0,438 (0,116)*** **	**0,639 (0,121)*** **	**0,444 (0,144)** **
Konsumgüter	0,112 (0,104)	0,024 (0,101)	0,084 (0,113)
Technologie & Telekom	-0,015 (0,164)	0,148 (0,163)	-0,014 (0,184)
Verbraucherdienste	-0,173 (0,226)	-0,345 (0,225)	-0,297 (0,261)
Versorger	-0,200 (0,139)	-0,016 (0,151)	-0,094 (0,218)
Marktsegment (Ref: Prime-market)			
MM	**-0,826 (0,226)*** **	**-0,623 (0,221)** **	**-0,928 (0,254)*** **
PM – ATX	**0,562 (0,102)*** **	**0,367 (0,113)** **	**0,567 (0,112)*** **
SMA	**-0,709 (0,101)*** **	**-0,661 (0,111)*** **	**-0,725 (0,130)*** **
SMC	**-1,668 (0,249)*** **	**-1,983 (0,249)*** **	**-1,765 (0,299)*** **
MANAGEMENTBETEILIGUNG (Ref: Nein)		0,002 (0,001)	
STREUBESITZ (% *100)		**0,007 (0,002)** *	
DOMINIERTES_UNT (Ref: Nein)		**0,487 (0,130)*** **	
ANTEILSEIGNER_AR			-0,062 (0,038)
AR_GRÖSSE			-0,012 (0,019)
INTERNER_ARV			-0,162 (0,125)
MEHRFACHMANDATE			-0,006 (0,013)
AR_VVERGÜTUNG			-0,006 (0,029)
R^2 adjusted	0,672	0,708	0,665

Tabelle 7: Analyse der Corporate Governance-Merkmale[393]

In Bezug auf die Managementbeteiligung konnte die Studie keinen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Vergütung nachweisen. Diese Ergebnisse decken sich nicht mit den Resultaten von Rapp / Wolff (2008). Die Autoren zeigen, dass die Vergütung der Vorstände steigt, wenn das Management höher beteiligt ist.[394] Auch Cyert / Kang / Kumar (2002) finden einen positiven Zusammenhang zwischen Anteilsbesitz des CEO und Vorstandsvergütung.[395]

Modell 4b stellt die Ergebnisse der Aufsichtsratsstruktur dar. Der Einfluss der Auf-

[393] Eigene Darstellung. *** (**, *) entspricht einem Signifikanzniveau von < 0,1% (1%, 5%).
[394] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 21.
[395] Vgl. Cyert / Kang / Kumar (2002), S. 466.

sichtsratsstruktur konnte in der Untersuchung nicht beobachtet werden. Insgesamt lassen sich nur 66,5% der Varianz erklären. Modell 4b erklärt um 0,7% weniger an Varianz als Modell 1. Ein Zusammenhang zwischen der Anzahl der Anteilseigner im Aufsichtsrat und der Höhe der Vorstandsvergütung konnte nicht nachgewiesen werden. Die Untersuchung von Rapp / Wolff (2010) kommt zu dem Ergebnis, dass die Anzahl der Anteilseigner im Aufsichtsrat die Vorstandsvergütung positiv beeinflusst.[396]

Core / Holthausen / Larcker (1999) finden einen positiven Zusammenhang zwischen der Größe des Board of Directors und der Vergütungshöhe.[397] Ein Einfluss der Größe des Aufsichtsrats konnte in dieser Studie nicht bestätigt werden. Die Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass ein intern berufener Aufsichtsratsvorsitzender keine Auswirkung auf die Höhe der Vorstandsvergütung hat. Die Ergebnisse von Rapp / Wolff (2008), dass die Vorsitzkontinuität die Vorstandsvergütung senkt, konnte nicht bestätigt werden. Ein Zusammenhang zwischen der Anzahl der zusätzlichen Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden und der Höhe der Vorstandsvergütung konnte nicht gefunden werden. Somit konnte die These von Rapp / Wolff (2010), dass mit zunehmender Beschäftigung des Aufsichtsratsvorsitzenden die Vergütung des Vorstands steigt, nicht bestätigt werden.[398] Ein Einfluss der Anzahl der Aufsichtsräte, welche sich mit Vorstandsvergütung befassen konnte nicht gefunden werden. Diese Ergebnisse decken sich mit der Studie von Conyon / Peck (1998) und Anderson / Bizjak (2003).

Es konnte kein Zusammenhang zwischen Aufsichtsratsstruktur und Höhe der Vorstandsvergütung festgestellt werden. Dieses Ergebnis stimmt nicht mit der gängigen Literatur überein. Ob ein Unternehmen im Familien- oder Staatsbesitz ist, hat ebenfalls keinen Einfluss auf die Vorstandsvergütung.

Grundsätzlich zeigen die Ergebnisse einen geringen Zusammenhang der Corporate Governance-Merkmale mit der Höhe der Vorstandsvergütung. Sowohl der Streubesitz als auch der Umstand, ob ein Unternehmen von einem oder mehreren Eigentümern dominiert wird, üben einen signifikanten Einfluss auf die Vergütungshöhe aus. Dafür können verschiedene Gründe ausschlaggebend sein. So sind David / Kochhar / Levitas (1998) der Ansicht, dass Aktionäre ihren Einfluss auf das Management unterschiedlich

[396] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1099
[397] Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 385.
[398] Vgl. Rapp / Wolff (2008), S. 21 – 22.

ausüben. Instituitionelle Investoren können in einer geschäftlichen Beziehung mit dem Vorstand stehen. Um die gute geschäftliche Beziehung mit dem Management nicht zu gefährden, beteiligen sich die Eigentümer nicht immer an den Gehaltsverhandlungen.[399] Dies führt zu höheren Vorstandsvergütungen.

Unternehmen mit hohem Streubesitz könnten u.a. die Schwierigkeit haben, dass die Verhandlungen mit mehreren Eigentümern geführt werden müssen. Die Verhandlungssituation wird komplexer, da die unterschiedlichen Eigentümer auch unterschiedliche Ziele und Interessen verfolgen. Für den Vorstand ist es nicht möglich alle Ziele in gleicher Weise zu berücksichtigen. Es muss also ein Konsens gefunden werden. Die Vorstandsvergütung verringert sich, da die unterschiedlichen Interessen der Eigentümer nicht alle vom Vorstand berücksichtigt werden können. Falls ein Unternehmen einen hohen Streubesitz aufweist und von einem Unternehmen dominiert wird, üben die dominanten Eigentümer und nicht die Klein(st)aktionäre einen Einfluss auf das Management aus. Weiters können viele Klein(st)aktionäre den Vorstand nicht in gleicher Weise wie ein großer Aktionär kontrollieren. Somit unterliegen Vorstände mit einem hohen Streubesitz einer geringeren Überwachung und können deshalb die Vergütung erhöhen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass Modell 4a in Bezug auf die Corporate Governance-Merkmale Modell 1 und 4b den Vorrang zu gehen ist, da Modell 4a 70,8% der Varianz erklärt.

[399] Vgl. David / Kochhar / Levitas (1998), S. 202.

7. Analyse der Determinanten der Vorstandsvergütung für börsennotierte Gesellschaften in Österreich

In diesem Kapitel werden alle Variablen in einem gemeinsamen Modell berechnet. Die Ergebnisse zeigt Tabelle 8.

Die Analyse von Modell 5 beinhaltet alle Variablen der Untersuchung. Das Modell erklärt 80,5% der Varianz der logarithmierten, durchschnittlichen Vorstandsvergütung pro Vorstand. In Hinblick auf die Branche zeigt sich, dass Vorstände in der Grundindustrie signifikant höhere Vorstandsvergütungen erhalten als in der Industriegüterbranche. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch die Untersuchung von Schwalbach / Graßhoff (1997) und Haid / Yurtoglu (2006).[400] Ein signifikanter Zusammenhang lässt sich zwischen dem Segment ATX der Wiener Börse und der Vergütungshöhe nachweisen. Vorstände, deren Unternehmen im Segment ATX notieren, erhalten eine signifikant höhere Vergütung als Vorstände im Segment prime market. Ferner zeigt die Untersuchung einen signifikanten Einfluss der Segmente standard market auction und mid market. So verdienen Vorstände im Segment standard market auction und mid market signifikant weniger als Manager im Segment prime market.

Die Analyse der Unternehmensmerkmale zeigt einen signifikanten Einfluss der logarithmierten Mitarbeiteranzahl auf die Vergütungshöhe. Je geringer die Mitarbeiteranzahl, desto höher die Vorstandsvergütung. Dieses Ergebnis deckt sich nicht mit den Resultaten von Schwalbach / Großhoff (1997).[401] Grund für den negativen Effekt ist höchstwahrscheinlich die starken Multikollinearität mit anderen erklärenden Variablen. Ein weiterer signifikanter Zusammenhang konnte zwischen Anzahl der Segmente und Höhe der Vergütung nachgewiesen werden. Mit steigender Anzahl an Segmenten steigt auch die Höhe der Vorstandsvergütung. Somit ist dieses Ergebnis konsistent mit der Untersuchung von Henderson / Fredrickson (1996). Die Autoren zeigten, dass stark diversifizierte Unternehmen eine höhere Vergütung gewähren, da in diesen Unternehmen tendenziell mehr Informationen verarbeitet werden müssen.[402] In Bezug auf Performance- und Corporate Governance-Merkmale konnte in diesem vollständigen Modell kein signifikanter Effekt nachgewiesen werden.

[400] Vgl. Schwalbach / Graßhoff (1997), S. 211; Haid / Yurtoglu (2006), S. 11.
[401] Vgl. Schwalbach / Grßhoff (1997), S. 212.
[402] Vgl. Henderson / Fredrickson (1996), S. 575 – 583.

	Modell 1	Modell 5	Modell 6	Modell 7
Konstante	**6,221 (0,084)*** **	**4,047 (0,688)*** **	**5,180 (0,362)*** **	**4,997 (0,199)*** **
Beobachtungszeitraum (Ref: 2009)				
Jahr 2010	0,038 (0,084)	-0,028 (0,075)	0,010 (0,077)	
Jahr 2011	0,111 (0,084)	0,008 (0,097)	0,039 (0,099)	
Branche (Ref: Industriegüter)				
Immobilienbereich	**-0,401 (0,142)** **	0,106 (0,243)	0,298 (0,214)	0,064 (0,149)
Gesundheitswesen	0,240 (0,226)	0,628 (0,363)	0,599 (0,351)	**0,629 (0,214)** **
Grundindustrie	**0,438 (0,116)*** **	**0,530 (0,172)** **	**0,679 (0,162)*** **	**0,434 (0,105)*** **
Konsumgüter	0,112 (0,104)	0,020 (0,114)	0,046 (0,109)	0,003 (0,088)
Technologie & Telekom	-0,015 (0,164)	0,261 (0,164)	0,285 (0,168)	0,151 (0,140)
Verbraucherdienste	-0,173 (0,226)	**-0,562 (0,240)** *	-0,466 (0,246)	-0,351 (0,187)
Versorger	-0,200 (0,139)	-0,208 (0,215)	0,047 (0,193)	-0,083 (0,124)
Marktsegment (Ref: Primemarket)				
MM	**-0,826 (0,226)*** **	**-1,178 (0,310)*** **	**-1,009 (0,255)*** **	**-0,725 (0,190)*** **
PM – ATX	**0,562 (0,102)*** **	**0,389 (0,155)** *	**0,426 (0,145)** **	**0,480 (0,094)*** **
SMA	**-0,709 (0,101)*** **	**-0,503 (0,140)*** **	**-0,450 (0,129)*** **	**-0,498 (0,10)*** **
SMC	**-1,668 (0,249)*** **	-1,166 (0,697)	**-1,920 (0,264)*** **	**-1,857 (0,211)*** **
TSR		-0,001 (0,00)	0,000 (0,000)	
OP-PERFORMANCE		0,032 (0,018)	0,006 (0,008)	
CF-ZU-BILANZSUMME		0,003 (0,008)	-0,001 (0,008)	
ROIC		-0,022 (0,013)		
LN_UMSATZ		0,180 (0,131)		
LN_MA_ANZAHL		**-0,174 (0,084)** *		
LN_BILANZSUMME		0,055 (0,103)		
MW-ZU-BW		0,000 (0,000)	0,001 (0,000)	
SEGMENTE		**0,189 (0,045)*** **	**0,171 (0,043)*** **	**0,195 (0,031)*** **
V_ANZAHL		-0,026 (0,044)	0,004 (0,045)	
FK-QUOTE		-0,006 (0,003)	-0,006 (0,003)	
EK-RENDITE		0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	
MANAGEMENT-BETEILIGUNG		-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	
STREUBESITZ		0,003 (0,003)	**0,007 (0,003)** *	**0,008 (0,002)*** **
DOMINIERTES_UNT		0,286 (0,154)	**0,497 (0,141)*** **	**0,548 (0,113)*** **
ANTEILSEIGNER_AR		-0,076 (0,045)	-0,031 (0,037)	
AR_GRÖSSE		-0,037 (0,018)	-0,017 (0,016)	
INTERNER_ARV		0,147 (0,130)	0,056 (0,129)	
MEHRFACHMANDATE		-0,001 (0,011)	-0,005 (0,011)	
AR_VVERGÜTUNG		0,014 (0,026)	0,026 (0,027)	
R^2 adjusted		0,805	0,784	0,781

Tabelle 8: Analyse aller Determinanten[403]

[403] Eigene Darstellung. *** (**, *) entspricht einem Signifikanzniveau von < 0,1% (1%, 5%).

In Modell 6 wurden die Variablen Umsatz, Mitarbeiter, Bilanzsumme und ROIC ausgeschlossen, da diese im Modell 5 VIF-Werte (Variance Inflation Factor) größer als 10 aufweisen. Da durch diese, im Modell 5 vorliegende, Multikollinearität Effekte anderer Variablen versteckt werden, wurden mehrere Merkmale ausgeschlossen. In Bezug auf die Branche zeigt sich keine Veränderung. Nach wie vor gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Branche Grundindustrie und der Vergütungshöhe von Vorständen. Die Ergebnisse im Marktsegment haben sich durch den Ausschluss der vier Variablen leicht geändert. Neben dem Segment mid market und standard market auction lässt sich jetzt auch ein signifikanter Effekt des Segments standard market continuous nachweisen. Wird das Unternehmen in diesen Segmenten gehandelt, so ist die Vorstandsvergütung geringer als bei Vorständen von Unternehmen im prime market. Vorstände, deren Unternehmen im ATX gelistet sind, verdienen auch in diesem Modell signifikant mehr als Vorstände im prime market. Weiterhin besteht ein positiver Zusammenhang zwischen der Anzahl der Segmente und der Höhe der Vorstandsvergütung. Performancemerkmale sind weiterhin nicht signifikant. Zu dem Ergebnis, dass Performancemerkmale keinen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung haben kommen auch Schwalbach / Graßhoff (1997) sowie Schwalbach (1999). Rapp / Wolff (2010) stellen in ihrer Untersuchung fest, dass die Unternehmensperformance die Höhe der Vorstandsvergütung aus ökonomischer Sicht nur sehr gering beeinflusst.[404] Die Corporate Governance-Merkmale zeigen sich als teilweise signifikant. Ein starker Einfluss zeigt sich in Bezug auf die Eigentümerstruktur. Sowohl dominierte Unternehmen als auch Streubesitz haben einen signifikanten Einfluss. Schließlich konnte festgestellt werden, dass die Aufsichtsratsstruktur keinen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung ausübt.

Modell 7 beinhaltet nur die signifikanten Variablen aus Modell 6. Bemerkenswert ist, dass 78,1% der Varianz der Vorstandsvergütung erklärt werden. Im Vergleich dazu erklärt Modell 5, in welchem alle Variablen enthalten sind, mit 80,5% der Varianz nur wenig mehr. Die Ergebnisse zeigen in Hinblick auf die Branche eine geringfügige Änderung. Nunmehr ist auch ein signifikanter und positiver Einfluss der Branche Gesundheitswesen auf die Höhe der Vorstandsvergütung erkennbar. In Bezug auf das Marktsegment ist keine wesentliche Änderung im Vergleich zu Modell 6 ersichtlich. Bei den Unternehmensmerkmalen steigt mit der Anzahl der Segmente die Höhe der

[404] Vgl. Rapp / Wolff (2010), S. 1096.

Vorstandsvergütung signifikant an. Nach wie vor konnte kein Zusammenhang zwischen den Performancemerkmalen und der Vergütungshöhe nachgewiesen werden. Ein positiver und signifikanter Einfluss zeigt sich weiterhin bei den dominierten Unternehmen und dem Streubesitz.

Zusammenfassend wird Modell 7, dem sparsamsten Modell, den anderen Modellen bevorzugt. Modell 7 beinhaltet weniger Variablen als die anderen Modelle, erklärt aber dennoch 78,1% an Varianz.

8. Conclusio

Die Diskussion um die Angemessenheit, Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung ist seit vielen Jahren zentrales Thema für Wissenschafter und Praktiker.[405] Eng verbunden mit dieser Debatte ist die Rolle von Corporate Governance,[406] da die Vorstandsvergütung die Leistung der Führungskräfte und somit das Ergebnis des Unternehmens beeinflussen kann.[407]

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden die Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstandsvergütung in österreichischen börsennotierten Unternehmen untersucht. Dazu wurde die Rolle von Corporate Governance im Rahmen der Vorstandsvergütung diskutiert. Weiters wurden die gesetzlichen Rahmenbedingungen der Vorstandsvergütung in Österreich behandelt. Im Zuge einer empirischen Untersuchung wurden die Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstandsvergütung in österreichischen börsennotierter Unternehmen in den Jahren 2009 bis 2011 bzw. mit den abweichenden Wirtschaftsjahren 2009/10 bis 2011/12 ermittelt. Bei der Diskussion der Ergebnisse standen Performance-, Unternehmens- und Corporate Governance-Merkmale im Mittelpunkt.

In der Analyse zeigte sich, dass sowohl das Marktsegment als auch die Branche die Höhe der Vorstandsvergütung erklären. Der Beobachtungszeitpunkt, die Branche und das Marktsegment erklären 67,2% der Varianz.

Die deskriptive Analyse zeigt, dass die durchschnittliche Vergütung von rund 600 TEUR im Jahr 2009 auf 691,01 TEUR im Jahr 2011 anstieg. Allerdings veränderte sich die Verteilung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung im Zeitablauf.

Die Untersuchung konnte stark unterschiedliche Mittelwerte hinsichtlich der Branche feststellen. Der höchste Mittelwert weist die Grundindustrie mit 966,35 TEUR auf, der kleinste Mittelwert wurde mit 383,12 TEUR im Bereich Immobilien festgestellt.

Ein eher geringer Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung zeigte sich bei den Performancemerkmalen. Zunächst ergab die Untersuchung einen schwachen positiven

[405] Vgl. Tuschke (2013), S. 310 – 311.
[406] Vgl. Schätzle (2002), S. 69.
[407] Vgl. Tuschke (2013), S. 310 – 311.

Zusammenhang zwischen operativer Performance und Vorstandsvergütung. Daneben zeigte sich ein leicht negativer Einfluss des ROIC auf die Vorstandsvergütung.

Die Unternehmensmerkmale haben vereinzelt einen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung. Der Einfluss der Bilanzsumme auf die Vorstandsvergütung ist positiv und teilweise signifikant. Ferner zeigt sich, dass der Einfluss des Markt-zu-Buchwertverhältnisses auf die Vorstandsvergütung einen leicht positiven und signifikanten Effekt aufweist. Hinsichtlich der Fremdkapitalquote ließ sich ein leicht negativer Zusammenhang feststellen.

In Hinblick auf die Corporate Governance-Merkmale konnte festgestellt werden, dass die Eigentümerstruktur einen großen Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung ausübt. Ein starker Effekt zeigt sich bei dominierten Unternehmen. Auch der Anteil des Streubesitzes wirkt sich, wenn auch nur gering, positiv auf die Höhe der Vorstandsvergütung aus. Ein signifikanter Zusammenhang zwischen Aufsichtsratsstruktur und Höhe der Vorstandsvergütung konnte nicht nachgewiesen werden. Dieser fehlende Zusammenhang stimmt nicht mit der gängigen Literatur überein. Weshalb kein Zusammenhang festgstellt werden konnte ist nicht vollständig erklärbar. Auch der Umstand, ob ein Unternehmen im Familien- oder Staatsbesitz ist, hat keinen Einfluss auf die Vorstandsvergütung.

Insgesamt wurden neun Modelle berechnet. Im Hinblick auf alle berechneten Modellen ist Modell 7 zu bevorzugen, da wenige Variablen den Großteil der Varianz (78,1%) erklären. Modell 7 beinhaltet die Branche, Aktienmarkt, Segmente, Streubesitz sowie den Umstand, ob Unternehmen von einem oder mehreren Eigentümern dominiert ist. Diese Variablen sind in diesem Modell alle signifikant. Durch die geringere Modellgröße wird die Interpretation der Ergebnisse erleichtert.

Mit dem 2. StabG 2012 wurde unter anderem § 78 AktG novelliert. Nunmehr sind neben der Lage der Gesellschaft und den Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds auch langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung, die Verhältnismäßigkeit der Bezüge zur üblichen Entlohnung sowie die Leistung des einzelnen Vorstandsmitglieds bei der Angemessenheitsprüfung zu berücksichtigen. Die Neuerung des § 78 AktG bringt jedoch keine grundlegenden Änderungen hinsichtlich der Festlegung der Vorstandsvergütung mit sich, da sorgfältige Aufsichtsratsmitglieder

bereits vor dem 2. StabG die nunmehr kodifizierten Grundsätze beachten mussten.[408] Somit kann davon ausgegangen werden, dass die Novellierung des § 78 AktG die Ergebnisse der Untersuchung nicht beeinflusst hat und die Ergebnisse in dieser Hinsicht nicht beeinflusst wurden.

Eine interessante Frage, welche die vorliegende Untersuchung nicht beleuchtet, ist die Änderung der Vorstandsvergütung im Zeitablauf. Dadurch könnte auch der Einfluss der Finanzwirtschaftskrise auf die Höhe der Vorstandsvergütung untersucht werden. Die Änderung der Vorstandsvergütung im Zeitablauf sollte Forschungsgegenstand von anderen Untersuchungen sein. Die Untersuchung wurde mitten in der Finanzkrise durchgeführt. Inwieweit die Finanzkrise die Ergebnisse beeinflusst, ist nicht möglich zu sagen. Weitere Studien sollten den Einfluss der Finanzkrise in Österreich auf die Vergütung beleuchten.

Schließlich ist festzuhalten, dass eine Formel die definiert, wie viel Führungskräfte verdienen sollen, damit sie einen finanziell, sozial und gesellschaftlich nachhaltigen Erfolg für das Unternehmen erzielen können, schwer gefunden werden kann.[409]

[408] Vgl. Frotz / Schörghofer (2012), S. 383 – 385.
[409] Vgl. Forsthuber / Martinek / Sempelmann (2009).

Quellenverzeichnis

Monografien

Ampenberger, Markus (2010): Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen, Wiesbaden 2010

Backhaus, Klaus / Erichson, Bernd / Plinke, Wulff / Weiber, Rolf (2011): Multivariate Analysemethoden, Eine anwendungsorientierte Einführung, 13. Auflage, Berlin 2011

Beckmann, Stefanie (2009): Die Informationsversorgung von Mitgliedern des Aufsichtsrats börsennotierter Aktiengesellschaften, Theoretische Grundlagen und empirische Erkenntnisse, Wiesbaden 2009

Berle, Adolf A. / Means, Gardiner C. (1991): The Modern Corporation and Private Property, New Brunswick, NJ 1991

Bültel, Stephan (2009): Effektivität von Top Management Teams, Die Förderung offener Diskussionen im Vorstand deutscher Aktiengesellschaften, Wiesbaden 2009

Eckardstein, Dudo v. / Konlechner, Stefan (2008): Vorstandsvergütung und gesellschaftliche Verantwortung der Unternehmung, Zur Berücksichtigung der gesellschaftlichen Funktion großer Kapitalunternehmen in Vergütungssystemen für die Mitglieder von Vorständen, Mering 2008

Egger, Anton / Samer, Helmut / Bertl, Romuald (2010): Der Jahresabschluss nach dem Unternehmensgesetzbuch, Der Einzelabschluss, Erstellung und Analyse, 13. Auflage, Wien 2010

Ferstl, Jürgen (2000): Managervergütung und Shareholder Value, Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top-Management, Wiesbaden 2000

Funk, Wilfried / Rossmanith, Jonas (2008): Internationalisierung der Rechnungslegung und des Controllings, Herausforderungen — Handlungsfelder — Erfolgspotenziale, Wiesbaden 2008

Grewe, Alexander (2012): Implementierung neuer Anreizsysteme, Grundlagen, Konzept und Gestaltungsempfehlungen, 4. Auflage, München 2012

Göbel, Markus (2009): Interaktive Unternehmenssteuerung, Organisation, Wissen und Reziprozität auf Kapitalmärkten, Wiesbaden 2009

Kramarsch, Michael H. (2004): Aktienbasierte Managementvergütung, 2. Auflage, Stuttgart 2004

Kreft, Ita G. G. (1996): Are Multilevel Techniques Necessary?, An Overview, including simulation Studies, Unpublished Report, California State University, Los Angeles 1996

Kumlin, Rainer (2010): Chancen und Risiken leistungsorientierter Vergütungssysteme, Hamburg 2010

Langer, Wolfgang (2009): Mehrebenenanalyse, Eine Einführung für Forschung und Praxis, 2. Auflage, Wiesbaden 2009

Lammert, Joachim (2010): Kommunikationsformen freiwilliger unternehmenseigener Transparenz und fundamentale Kapitalmarkteffekte, Voluntary Disclosure, Accounting Quality und Personal Communication, Wiesbaden 2010

Haberer, Thomas (2003): Corporate Governance, Österreich – Deutschland – International, Wien 2003

Haeseler, Herbert R. / Gampe, Ingrid (2002): Corporate Governance, Unternehmensverfassung, Spitzenorganisation und Überwachungsarchitektur, Wien 2002

Hox, Joop J. (2010): Multilevel Analysis, Techniques and Applications, Quantitiative Methodology Series, 2. Ausgabe, New York 2010

Loose, Thomas (2009): Tax Management der kapitalmarktorientierten internationalen Unternehmung – Entwicklung, Systematisierung und Analyse des Tax Management**,** Lomar – Köln 2009

Mader, Peter (2013): Kapitalgesellschaften, Inkl. GesRÄG 2011 und 2. StabG 2012, 8. Auflage, Wien 2013

Pfannschmidt, Arno (1993): Personelle Verflechtungen über Aufsichtsräte, Mehrfachmandate in deutschen Unternehmen, Wiesbaden 1993

Sauerbruch, Florens (2008): Das Freigabeverfahren gemäß § 246a Aktiengesetz, Eine rechtsökonomische Untersuchung, Wiesbaden 2008

Schäfer, Lars (2009): Corporate Governance bei Kapitalgesellschaften – Fund Governance, Berlin 2009

Schätzle, Rainer J. (2002): Sind Manager ihr Geld wert?, Wie wertorientierte Unternehmensführung funktioniert, Frankfurt 2002

Schulz, Arne (2010): Aktienkursorientierte Vergütungssysteme für Führungskräfte, Eine Analyse aus rechtlicher und betriebswirtschaftlicher Sicht, Wiesbaden 2010

Snijders, Tom A. B. / Bosker, Roel J. (1999): Multilevel Analysis, An Introduction to Basic and Advanced Multilevel Modeling, London, Thousand Oaks, New Delhi 1999

Tshang, Yuldon Gyana (2011): Corporate Governance bei Organisationskomplexität, Eine empirische Untersuchung moderierender Effekte in deutschen Aktiengesellschaften, Mering 2011

Vogelvang, Ben (2004): Econometrics, Theory and Applications with EViews, Harlow 2004

Welker, Susanne (2012): Managementvergütung, Anreize und Kapitalmarkterwartungen, Experimentelle Evidenz, Wiesbaden 2012

Wendt, Stefan (2011): Die Auswirkungen von Corporate Governance auf die Fremdfinanzierungskosten von Unternehmen, Eine empirische Analyse der Folgen von Aktientransaktionen durch Insider, Wiesbaden 2011

Beiträge in Sammelwerken

Ackermann, Karl-Friedrich / Bahner, Jens / Festerling, Sonja (2005): Kennzahlen der Unternehmensführung und variable Vergütung, in: Handbuch Entgeltmanagement, hrsg. von Ernst Zander / Dieter Wagner, München 2005, S. 115 – 138

Baumüller, Josef / Sopp, Karina (2012): Rechtliche Rahmenbedingungen erfolgsbasierter Vergütungssysteme für Leitungsorgane in NPO, in: Performance Management in Nonprofit-Organisationen: Theoretische Grundlagen, empirische Ergebnisse und Anwendungsbeispiele, hrsg. von Markus Gmür / Reinbert Schauer / Ludwig Theuvsen, Bern 2012, S. 148 – 159

Bohne, Marco / Knoll, Leonhard (1999): Vergütung deutscher Vorstände vor dem Aufkommen der Optionsentlohnung, Eine empirische Untersuchung, in: Entlohnung und Arbeitszeitgestaltung im Rahmen betrieblicher Personalpolitik, Beiträge zum 2. Köln-Bonner Kolloquium zur Personalökonomie, hrsg. von Uschi Backes Gellner / Matthias Kräkel, München, Mering 1999, S. 37 – 53

Haunold, Peter / Havranek, Christian (2008): Zielsetzungen, Funktionen und Qualitätserfordernisse der Executive Compensation, in: Executive Compensation, Professionelle Vergütungssysteme für Spitzenführungskräfte, hrsg. von Gernot Schuster / Bernhard Gröhs / Christian Havranek, Wien 2008, S. 15 – 32

Knoll, Leonhard (2005): Stock Options in Deutschland: Gestaltungsperspektiven im Lichte historischer Fehlentwicklungen, in: Handbuch des Entgeltmanagements, hrsg. von Ernst Zander / Dieter Wagner, München 2005, S. 251 – 268

Preen, Alexander v. / Blang, Hans-Georg / Costa, Giuseppe / Schmidt, Wibke (2010): Etappe 4, Performancemanagement, in: Strategische Personalentwicklung, Ein Programm in acht Etappen, 2. Auflage, hrsg. von Matthias T. Meifert, Heidelberg 2010, S. 181 – 213

Tuschke, Anja (2013): Führungskräftevergütung, in: Handbuch Strategisches Personalmanagement, hrsg. von Ruth Stock-Homburg, 2. Auflage, Wiesbaden 2013, S. 299 – 313

Winter, Stefan (2003): Management- und Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Options – Lösung eines Problems oder zu lösendes Problem?, in: Handbuch Corporate Governance, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftpraxis, hrsg. von Peter Hommelhoff / Klaus J. Hopt / Axel v. Werder, Köln 2003, S. 335 – 358

Witt, Peter (2003): Vorstand / Board: Aufgaben, Organisation, Entscheidungsfindung und Willensbildung – Betriebswirtschaftliche Ausfüllung, in: Handbuch Corporate Governance, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftpraxis, hrsg. von Peter Hommelhoff / Klaus J. Hopt / Axel v. Werder, Köln 2003, S. 245 – 260

Zeitschriftenaufsätze

Agrawal, Anup / Knoeber, Charles R. (1996): Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, in: The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31. Jg. (1996), S. 377 – 397

Anderson, Ronald C. / Bizjak, John M. (2003): An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay, in: Journal of Banking & Finance, 27. Jg. (2003), S. 1323 – 1348

Andres, Christian / Theissen, Erik (2007): Eine empirische Untersuchung der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsvergütung, in: Die Betriebswirtschaft, 67. Jg. (2007), S. 167 – 178

Barkema, Harry G. / Gomez-Mejia, Luis R. (1998): Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework, in: The Academy of Management Journal, 41. Jg. (1998), S. 135 – 145

Baumüller, Josef (2013): Neuerungen in der Corporate-Governance-Berichterstattung über Vorstandsbezüge – und was davon zu erwarten ist, in: Der Gesellschafter, 42. Jg. (2013), S. 28 – 33

Bebchuk, Lucian Arye / Fried, Jesse M. (2003): Executive Compensation as an Agency Problem, in: The Journal of Economic Perspectives, 17. Jg. (2003), S. 71 – 92

Bebchuk, Lucian Arye / Fried, Jesse M. / Walker, David I. (2002): Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, in: University of Chicago Law Review, 69. Jg. (2002), S. 751 – 846

Bebchuk, Lucian Arye / Grinstein, Yaniv (2005): The Growth of Executive Pay, in: Oxford Review of Economic Policy, 21. Jg. (2005), S. 283 – 303

Boschen, John F. / Smith, Kimberly J. (1995): You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance, in: The Journal of Business, 68. Jg. (1995), S. 577 – 608

Börsch-Supan, Axel / Köke, Jens (2002): An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies, in: German Economic Review, 3. Jg. (2002), S. 295 – 326

Bresser, Rudi K. F. / Valle Thiele, Reynaldo (2008): Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 78. Jg. (2008), S. 175 – 203

Combs, James G. / Skills, Maura S. (2003): Managerialist and Human Capital Explanations for Key Executive Pay Premiums: A Contingency Perspective, in: The Academy of Management Journal, 46. Jg. (2003), S. 63 – 73

Coenenberg, Adolf G. / Frank, Simon / Thi, Tami Dinh / Schabert, Bettina / Schultze, Wolfgang (2011): Auswirkungen der Rechnungslegungsumstellung von HGB auf IFRS auf zentrale Kennzahlen der Jahresabschlussanalyse, Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 11. Jg. (2011), S. 133 – 142

Conyon, Martin J. / Peck, Simon I. (1998): Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, in: The Academy of Management Journal, 41. Jg. (1998), S. 146 – 157

Conyon, Martin J. / Schwalbach, Martin (2000): Executive Compensation: Evidence from the UK and Germany, in: Long Range Planning, 33. Jg. (2000), S. 504 – 526

Core, John E. / Holthausen, Robert W. / Larcker, David F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, in: Journal of Financial Economics, 51. Jg. (1999), S. 371 – 406

Cyert, Richard M. / Kang, Sok-Hyon / Kumar, Praveen (2002): Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence, in: Management Science, 48. Jg. (2002), S. 453 – 469

Daily, Catherine M. / Johnson, Jonathan L. / Ellstrand, Alan E. / Dalton, Dan R. (1998): Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation, in: The Academy of Management Journal, 41. Jg. (1998), S. 209 – 220

David, Parthiban / Kochhar, Rahul / Levitas, Edward (1998): The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation, in: Academy of Management Journal, 41. Jg. (1998), S. 200 – 208

Davis, James H. / Schoorman, F. David / Donaldson, Lex (1997): Toward a Stewardship Theory of Management, in: The Academy of Management Review, 22. Jg. (1997), S. 20 – 47

Eiselberg, Maximilian / Haberer, Thomas (2004): Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im Spannungsverhältnis von Markt, Kodex und Gesetz, in: Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen, 65. Jg. (2004), S. 65 – 74

Elston, Julie Ann / Goldberg, Lawrence, G. (2003): Executive Compensation and Agency Costs in Germany, in: Journal of Banking & Finance, 27. Jg. (2003), S. 1391 – 1410

Fahlenbach, Rüdiger (2009): Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation, in: Review of Finance, 13. Jg. (2009), S. 81 – 113

Festing, Marion / Sahakiants, Ihar (2011): Auf dem Weg zur Transparenz, in: Personal, 6. Jg. (2011), S. 18 – 19

Fich, Eliezer M. / Shivdasani, Anil (2006): Are Busy Boards Effective Monitors?, in: The Journal of Finance, 61. Jg. (2006), S. 689 – 724

Frotz, Stephan / Schörghofer, Paul (2012): Neuerungen im Gesellschaftsrecht durch das 2. Stabilitätsgesetz 2012, in: Österreichisches Recht der Wirtschaft, 30. Jg. (2012), S. 383 – 385

Gibbons, Robert / Murphy, Kevin J. (1990): Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers, in: Industrial and Labor Relations Review, 43. Jg. (1990), S. 30 – 51

Gillenkirch, Robert M. (2008): Entwicklungslinien in der Managementvergütung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 60. Jg. (2008), S. 1 – 17

Goldberg, Lawrence G. / Idson, Todd L. (1995): Executive Compensation and Agency Effects, in: The Financial Review, 30. Jg. (1995), S. 313 – 335

Gomez-Mejia, Luis / Wiseman, Robert M. (1997): Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook, in: Journal of Management, 23. Jg. (1997), S. 291 – 374

Gray, Samuel R. / Cannella, Albert A. (1997): The Role of Risk in Executive Compensation, in: Journal of Management, 23 Jg. (1997), S. 517 – 540

Grossman, Sanford J. / Hart, Oliver D. (1980): Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: The Bell Journal of Economics, 11. Jg. (1980), S. 42 – 64

Gröhs, Bernhard (2008): Die Prüfung der Angemessenheit von Vorstandsvergütungen, in: Executive Compensation, Professionelle Vergütungssysteme für Spitzenführngskräfte, hrsg. von Gernot Schuster / Bernhard Gröhs / Christian Havranek, Wien 2008, S. 73 – 90

Haberer, Thomas / Kraus, Sixtus-Ferdinand (2010): Gedanken zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, in: Zeitschrift für Gesellschaftsrecht und angrenzendes Steuerrecht, 1. Jg. (2010), S. 10 – 19

Hartzell, Jay C. / Starks, Laura T. (2003): Institutional Investors and Executive Compensation, in: The Journal of Finance, 58. Jg. (2003), S. 2351 – 2374

Harvey, Keith D. / Shreives, Ronald E. (2001): Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices, in: Journal of Financial Research, 24. Jg. (2001), S. 495 – 512

Hasenauer, Clemens / Pracht, Lorenz (2010): Revision des Österreichischen Corporate Governance Kodex, in: Aufsichtsrat aktuell, 6. Jg. (2010), S. 14 – 17

Henderson, Andrew D. / Fredrickson, James W. (1996): Information-Processing Demands as a Determinant of CEO Compensation, in: The Academy of Management Journal, 39. Jg. (1996), S. 575 – 606

Hofmann, Christian / Pfeiffer, Thomas / Reichel, Astrid (2009): Zur relativen Performancemessung von Führungskräften deutscher DAX Unternehmen, in: Die Betriebswirtschaft, 69. Jg. (2009), S. 551 – 570

Jensen, Michael C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: The American Economic Review, 76. Jg. (1986), S. 323 – 329

Jensen, Michael C. / Murphy, Kevin J. (1990): Performance Pay and Top-Management Incentives, in: The Journal of Political Economy, 98. Jg. (1990), S. 225 – 264

Lazear, Edward P. / Rosen Sherwin (1981): Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, in: Journal of Political Economy, 89. Jg. (1981), S. 841 – 864

Lambert, Richard A. / Larcker, David F. / Weigelt, Keith (1993): The Structure of Organizational Incentives, in: Administrative Science Quarterly, 38. Jg. (1993), S. 663 – 691

Leone, Andrew J. / Wu, Joanna Shuang / Zimmerman, Jerold L. (2006): Asymmetric Sensitivity of CEO Cash Compensation to Stock Returns, in: Journal of Accounting and Economics, 42. Jg. (2006), S. 167 – 192

Mehran, Hamid (1995): Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, in: Journal of Financial Economics, 38. Jg. (1995), S. 163 – 184

Müller, Hans-Erich (2007): Erfolgskriterien für die angemessene Vorstandsvergütung, in: Der Aufsichtsrat, 3. Jg. (2007), S. 36 – 37

Schmid, Frank A. (1997): Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997), S. 67 – 83

Prendergast, Canice (2002): The Tenuous Trade-off between Risk and Incentives, in: Journal of Political Economy, 110. Jg. (2002), S. 1071 – 1102

Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2010): Determinanten der Vorstandsvergütung – Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 80. Jg. (2010), S. 1075 – 1112

Rapp, Marc Steffen / Schaller, Philipp / Wolff, Michael (2011): Aktienbasierte Langfristanreize im Rahmen der Vorstandsvergütung, Evidenz auf Basis Deutscher Prime Standard Unternehmen, in: Die Betriebswirtschaft, 71. Jg. (2011), S. 311 – 330

Schmidt, Reinhard / Schwalbach, Joachim (2007): Zur Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Special Issue 1/2007, Januar 2007, S. 111 – 122

Schrank, Christopher / Meier, Thomas (2012): Neues zur Vorstandsvergütung und zur Zusammensetzung des Aufsichtsrats, in: Compliance Praxis, 4. Jg. (2012), S. 34 – 35

Schwalbach, Joachim (1999): Entwicklung der Managervergütung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 6. Jg. (1999), S. 592 – 602

Schwalbach, Joachim / Graßhoff, Ulrike (1997): Managervergütung und Unternehmenserfolg, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997), S. 203 – 217

Shleifer, Andrei / Vishney, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: The Journal of Finance, 52. Jg. (1997), S. 737 – 783

Sommer, Friedrich / Judith, André / Lachmann, Maik (2010): Pay for poor performance – Vorstandsvergütungspraxis deutscher Konzerne in der Finanz- und Wirtschaftskrise, Arbeitspapier des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität, Nr. 14-1, Münster 2010 [unveröffentlicht]

Sommer, Friedrich / Judith, André / Lachmann, Maik (unveröffentlicht): Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung in der Finanz- und Wirtschaftskrise – eine Analyse fixer und variabler Vergütungskomponenten unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Mechanismen, erscheint in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, (unveröffentlicht), [S. 1 – 33]

Rosen, Sherwin (1981): The Economics of Superstars, in: The American Economic Review, 71. Jg. (1981), S. 845 – 858

Thüsing, Gregor (2003): Die Angemessenheit von Vorstandsvergütungen – Mögliche Handlungsoptionen zur Sicherstellung, in: Der Betrieb, 30. Jg. (2003), S. 1612 – 1615

Tosi, Henry L. / Werner, Steve / Katz, Jeffrey P. / Gomez-Mejia, Luis R. (2000): How much does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies, in: Journal of Management, 26. Jg. (2000), S. 301 – 339

Velte, Patrick (2010): Stewardship-Theorie, in: Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung, 20. Jg. (2010), S. 285 – 293

Beiträge in Kommentaren

Nowotny, Christian (2012): Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder, in: Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. von Peter Doralt / Christian Nowotny / Susanne Kalss, Wien 2012

Strasser, Rudolf (2010): §§ 77 – 84, Rechtsstellung des Vorstands und der Vorstandsmitglieder, in: Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Band: §§ 70 – 273 AktG, 5. Auflage, Peter Jabornegg / Rudolf Strasser, Wien 2010

Rechtsquellen

Aktiengesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Kleinstkapitalgesellschaften-Bilanzrechtsänderungesetz vom 20.12.2012 (BGBl. I S. 2751)

Börsegesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 29.11.1989 (BGBl. Nr. 555), zuletzt geändert durch das Bundesgesetz vom 28.12.2012 (BGBl. I Nr. 119)

DCGK Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (Hrsg.) (2012): Deutscher Corporate Governance Kodex, Fassung Mai 2012

ErlRV 1685 BlgNr 24. GP

Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung vom 04.08.2009 (BGBl. I S. 2509)

Europäische Kommission (2004): Empfehlung der Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, 2004/913/EG, ABl. 2004 L 385/55, S. 55 – 59

Europäische Kommission (2005): Empfehlung der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats, 2005/162/EG, Abl. 2005 L 52/51, S. 51 – 62

Europäische Kommission (2009a): Empfehlung der Kommission vom 30.04.2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, 2009/385/EG, Abl. 120, S. 28 – 31

Europäische Kommission (2009b): Empfehlung der Kommission vom 30.04.2009 zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor, 2009/384/EG, Abl. 120, S. 22 – 27

International Accounting Standard 24: Angaben über Beziehungen zu nahe stehenden Unternehmen und Personen (IAS 24) v. 3.11.2008 (ABl. EU Nr. L 320 S. 1), zuletzt geändert durch Verordnung (EU) Nr. 475/2012 v. 5.6.2012 (ABl. EU Nr. L 146 S. 1)

ÖCGK Österreichischer Arbeitskreis für Corporate Governance (Hrsg.) (2012): Österreichischer Corporate Governance Kodex , Fassung Juli 2012, Wien 2012

Unternehmensgesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 10.05.1897 (RGBl. S 219), zuletzt geändert durch das Budgetbegleitgesetz vom 30.12.2010 (BGBl. I Nr. 111)

Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz vom 10.08.2005 (BGBl. I S. 2267)

Internetquellen

Bachler, Martina / Koch, Miriam (2012): Ranking: Das verdienen Österreichs Top-Manager, in: Format, online im Internet: URL http://www.format.at/articles/1214/525/324248/ranking-das-oesterreichs-top-manager (Zugriff: 31.05.2013)

Baums, Theodor (1996): Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, online im Internet: URL http://www.jura.uni-frankfurt.de/43029453/paper41.pdf (Zugriff: 04.05.2013)

Beiner, Stefan / Drobetz, Wolfgang / Schmid, Markus M. / Zimmermann, Heinz (2004): Corporate Governance, Unternehmensbewertung und Wettbewerb – eine Untersuchung für die Schweiz, Department of Finance, Universität Basel, Working Paper No. 9/04, online im Internet: URL http://wwz.unibas.ch/uploads/tx_x4epublication/corpgov_und_unternehmens.pdf (Zugriff: 17.02.2013)

CA Immo (Hrsg.) (2010): Ende der Notierung der CA Immo International AG und Erhöhung der Aktienzahl CA Immobilien Anlagen AG, online im Internet: URL http://www-dev.caimmoag.com/investor_relations/ad_hoc_meldungen/adhoc_detail/article/94/ende-der-notierung-der-ca-immo-international-ag-und-erhoehung-der-aktienzahl-ca-immobilien-anlagen-ag/ (Zugriff: 25.05.2013)

Conyon, Martin J. / Schwalbach, Joachim (1997): European differences in executive pay and corporate governance, Nr. 97-7, September 1997, online im Internet: URL http://edoc.hu-berlin.de/oa/reports/reCFInHOwEQs/PDF/26sHXSPSWMN1Y.pdf (Zugriff: 29.06.2013)

Cadbury, Adrian et al. (1992): Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance, London 1992, online im Internet: URL http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf (Zugriff: 17.02.2013)

Dávila, Antonio / Peñalva, Fernando (2004): Corporate Governance and the Weighting of Performance Measure in CEO Compensation, IESE Business School – University of Navarra, Working Paper No. 556, Mai 2004, online im Internet: URL www.iese.edu/research/pdfs/DI-0556-E.pdf (Zugriff: 19.04.2013)

Eisend, Martin (2004): Metaanalyse – Einführung und kritische Diskussion, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Betriebswirtschaftliche Reihe, Nr. 8, März 2004, online im Internet: URL http://www.econstor.eu/bitstream/10419/49908/1/668827637.pdf (Zugriff: 24.03.2013)

Forsthuber, Martina / Martinek, Thomas / Sempelmann, Peter (2009): Sind Manager ihr Geld wert?, in: Format, online im Internet: URL http://www.format.at/articles/0908/580/234514/sind-manager-geld-debatte-gehaelter (Zugriff: 16.06.2013)

Franks, Julian / Mayer, Colin (2000): Ownership and Control of German Corporations, Working Paper, online im Internet: URL http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=247501 (Zugriff: 17.04.2013)

Haid, Alfred / Yurtoglu, Burcin B. (2006): Ownership Structure and Executive Compensation in Germany, online im Internet: URL http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948926, (Zugriff: 20.03.2013)

Hans Böckler Stiftung (2010): Angemessene Vorstandsvergütung, Information zur Bemessung der Vorstandsvergütung durch den Aufsichtsrat, Arbeitshilfe für Aufsichtsrat 14, Düsseldorf, online im Internet: URL http://www.boeckler.de/pdf/ah_ar_14.pdf (Zugriff: 06.02.2013)

Immofinanz (2010): Immofinanz nach Fusion mit weniger Gewinn, in: der Standard, online im Internet: URL http://derstandard.at/1285199314198/Leichtes-Umsatzplus-in-Q1-Immofinanz-nach-Fusion-mit-weniger-Gewinn (Zugriff: 16.06.2013)

Möchel, Kid (2011): webfreeTV.com AG ist pleite, Gläubiger schickt webfree.tv in den Konkurs, in: Wiener Zeitung, online im Internet: URL http://www.wienerzeitung.at/nachrichten/wirtschaft/oesterreich/390352_webfreeTV.com-AG-ist-pleite.html (Zugriff: 25.05.2013)

OECD Organisation for Economic Cooperation and Development (Hrsg.) (2004): OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Neufassung 2004, online im Internet: URL http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf (Zugriff: 17.02.2013)

Prinz, Enrico / Schwalbach, Joachim (2011): Zum Stand der Managervergütung in Deutschland und Europa, Ein aktuelles Porträt, online im Internet: URL https://www.wiwi.hu-berlin.de/professuren/bwl/management/managerverguetung/managevergue, (Zugriff: 11.03.2013)

Rang, Reiner (2008): Vorstandsvergütung 2006, Eine Untersuchung zur Vergütung von Vorstandsmitgliedern der 80 DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2006 im Vergleich zu Aufgabe, Unternehmensgröße und Beschäftigtenzahlen, Hans-Böckler-Stiftung, online im Internet: URL http://www.boeckler.de/pdf/Detailstudie_Vorstandsverguetung_2006.pdf (Zugriff: 03.03.2013)

Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2008): Unternehmens, Performance und Corporate Governance-Mechanismen als Determinanten der Vorstandsvergütung in deutschen Aktiengesellschaften – Eine empirische Untersuchung für DAX, MDAX, SDAX und TecDAX-Unternehmen, German Working Papers in Law and Economics, Nr. 4, 22.03.2008, online im Internet: URL http://www.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1216&context=gwp (Zugriff: 16.06.2013)

Seele, Anja (2007): Rahmenbedingungen für das Verhalten von Aufsichtsratsmitgliedern deutscher börsennotierter Unternehmen – Eine ökonomische und verhaltenswissenschaftliche Analyse des Deutschen Corporate-Governance-Kodexes, online im Internet: URL http://archiv.ub.uni-heidelberg.de/volltextserver/7878/1/TEST.pdf (Zugriff: 27.02.2013)

United States Department of Labor (Hrsg.) (2013): Occupational Safety & Health Administration, online im Internet: URL http://www.osha.gov/pls/imis/sic_manual.html (Zugriff: 18.02.2013)

Wiener Börse (Hrsg.) (2013a): Gesamtliste der Unternehmen mit Detailinformationen, online im Internet: URL http://www.wienerborse.at/investors/listedcompanies/ (Zugriff: 18.02.2013)

Wiener Börse (Hrsg. (2013a): Branchen Klassifizierung der Wiener Börse, online im Internet: URL http://www.wienerborse.at/help/d/Branchen.htm (Zugriff: 16.06.2013)

Unternehmensdaten

Als Datengrundlage dienten die veröffentlichten Jahresfinanzberichte und Geschäftsberichte für die Jahre 2008 bis 2011 bzw. mit den abweichenden Wirtschaftsjahren 2008/09 bis 2011/12. Ferner wurden Inhalte von der Homepage der jeweiligen Unternehmen als Datengrundlage in die Untersuchung miteinbezogen. Nachfolgend werden die Quellen der Jahresfinanzberichte bzw. Geschäftsbericht der Unternehmen gelistet:

AGRANA Beteiligungs-AG: http://www.agrana.com/ir/publikationen/geschaeftsberichte/ (Zugriff: 02.12.2012)

Allgemeine Baugesellschaft - A. Porr Aktiengesellschaft: http://www.porr.at/index.php?id=835 (Zugriff: 23.05.2013)

Andritz AG: http://www.andritz.com/de/group/gr-investors/gr-financial-reports.htm (Zugriff: 02.12.2012)

ATB Austria Antriebstechnik Aktiengesellschaft: http://www.atb-motors.com/DE/Investor%20Relations/Finanzinformation.aspx (Zugriff: 23.05.2013)

AT&S Austria Technologie & Systemtechnik Aktiengesellschaft: http://www.ats.net/de/investoren/ (Zugriff: 02.12.2012)

BENE AG: http://bene.com/bueromoebel/ad-hoc-information/ (Zugriff: 07.02.2013, 24.05.2013)

Binder+Co AG: http://www.binder-co.at/de/investors/start_ir_center.php (Zugriff: 22.05.2013)

Burgenland Holding AG: http://www.buho.at/index5.html (Zugriff: 25.05.2013)

BWT-Aktiengesellschaft: http://www.bwt-group.com/de/investoren/Seiten/default.aspx (Zugriff: 02.12.2012)

conwert Immobilien Invest SE: http://www.conwert.at/web/at/view.php?MENUEID=2 (Zugriff: 02.12.2012)

DO & CO Aktiengesellschaft: http://www.doco.com/deutsch/index_ir_de.htm (Zugriff: 02.12.2012)

EVN AG: http://www.evn.at/Investoren.aspx (Zugriff: 02.12.2012)

Flughafen Wien AG: http://www.viennaairport.com/jart/prj3/va/main.jart?rel=de&content-id=1249344074227&reserve-mode=active (Zugriff: 16.01.2013, 02.02.2013, 08.02.2013)

Frauenthal Holding AG: http://www.frauenthal.at/index.php?tabid=6 (Zugriff: 16.01.2013, 03.02.2013, 06.02.2103)

Heid AG: http://www.heid.info/ (Zugriff: 23.05.2013)

Hutter & Schrantz Stahlbau AG: http://www.hs-stahlbau.at/investor_relations/investor.php (Zugriff: 22.05.2013)

Intercell AG: http://www.intercell.com/de/home/investors/finanzberichte-praesentationen/ (Zugriff: 16.01.2013, 04.02.2013)

Kapsch TrafficCom AG: http://www.kapsch.net/ktc/investor_relations (Zugriff: 17.01.2013, 04.02.2013, 11.02.2013)

Linz Textil Holding AG: http://www.linz-textil.com/de/Investor-Relations (Zugriff: 23.05.2013)

Manner Josef & Comp. AG: http://www.manner.com/index.php?idp=125&lang=1 (Zugriff: 23.05.2013)

Mayr-Melnhof Karton AG: http://www.mayr-melnhof.com/investoren/investor-relations.html (Zugriff: 16.01.2013, 04.02.2013, 14.02.2013)

Miba AG: http://www.miba.com/Investor_Relations,6,de.html (Zugriff: 23.05.2013)

OMV Aktiengesellschaft: http://www.omv.com/portal/01/com/omv/OMV_Group/Investor_Relations (Zugriff: 16.01.2013, 04.02.2013)

Ottakringer Brauerei AG: http://www.ottakringerkonzern.com/index.php?option=com_content&view=article&id=13&Itemid=18&lang=de (Zugriff: 23.05.2013)

Palfinger AG: https://www.palfinger.ag/de/investor-relations (Zugriff: 16.01.2013, 04.02.2013)

Polytec Holding AG: http://www.polytec-group.com/de/Investor-Relations (Zugriff: 16.01.2013, 06.02.2013)

Rath AG: http://www.rath-group.com/ir/ (Zugriff: 23.05.2013)

RHI AG: http://www.rhi-ag.com/internet_de/investor_relations_de/ (Zugriff: 16.01.2013, 06.02.2013, 15.02.2013)

Rosenbauer International AG: http://www.rosenbauer.com/index.php?USER=87b523e18b42ca17db4df923587dbb42&node_id=9158 (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

Schlumberger AG: http://gruppe.schlumberger.at/investor-relations (Zugriff: 22.05.2013)

Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment AG: http://www.sbo.at/cms/cms.php?pageName=7 (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

Semperit AG Holding: http://www.semperitgroup.com/ir/ (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

S IMMO AG: http://www.simmoag.at/investor-relations/investor-relations.html (Zugriff: 16.01.2013, 25.05.2013)

Stadtlauer Malzfabrik AG: http://www.malzfabrik-ag.at/Geschaeftsberichte.htm (Zugriff: 17.06.2013)

STRABAG SE: http://www.strabag.com/databases/internet/_public/content.nsf/web/DE-STRABAG.COM-IR.html#?men1=4&sid=400&h=5 (Zugriff: 12.12.2012, 13.12.2012, 07.02.2013)

TEAK HOLZ INT. AG: http://www.teak-ag.com/Investor-Relations.138.0.html (Zugriff: 22.05.2013)

Telekom Austria AG: http://www.telekomaustria.com/ir/investor-relations.php (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

UBM Realitätenentwicklung AG: http://ubm.at/de/investor-relations/ad-hoc-meldungen/ (Zugriff: 22.05.2013)

VERBUND AG: http://www.verbund.com/cc/de/investor-relations (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013, 15.02.2013)

voestalpine AG: http://www.voestalpine.com/group/de/investoren/ (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

Vorarlberger Kraftwerke AG: http://www.vkw.at/inhalt/at/unternehmen-investoren.htm (Zugriff: 22.05.2013)

Warimpex Finanz- und Beteiligungs AG: http://www.warimpex.com/investors.aspx?sc_lang=de-DE (Zugriff: 25.05.2013)

Wienerberger AG: http://www.wienerberger.com/de/investor-relations (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

Wolford AG: http://www.wolford.com/en/the-wolford-share/stock-info1 (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

Zumtobel AG: http://www.zumtobelgroup.com/de/investor_relations.htm (Zugriff: 12.12.2012, 07.02.2012)

Österreichische Post AG: http://www.post.at/ir.php (Zugriff: 16.01.2013, 07.02.2013)

Anhang

Variable	Definition und Berechnung
Vorstandsvergütung	
Vorstandsvergütung (LN_VERGÜTUNG)	Natürlicher Logarithmus der durchschnittlichen Vorstandsvergütung je Mitglied gemessen in TEUR; definiert als die über die aktiven Vorstandsmitglieder normierte Summe der an alle im jeweiligen Jahr gewährten Fixvergütung, geldwerten Vorteile, Boni sowie Zeitwerte aktienkursorientierter Vergütungselemente. Die Zahl der Vorstände wird über die Monate, in denen die Vorstände tatsächlich im Unternehmen tätig waren berechnet, da die Zahl die Personenanzahl im Jahresverlauf schwanken kann.
Performancemerkmale	
Aktienkursrendite – Total-Shareholder-Return (TSR)	In Prozent $\frac{(\text{Aktienendkurs-Aktienanfangskurs})+\text{Dividenden}}{\text{Aktienanfangskurs}}*100$
Operative Performance (OP-PERFORMANCE)	In Prozent $\frac{\text{EBIT}}{(0{,}5*(\text{Bilanzsumme}_{(t)}+\text{Bilanzsumme}_{(t-1)})}*100$
Cash-Flow zu Bilanzsumme (CF-ZU-BILANZSUMME)	In Prozent Cash-Flow aus laufender Geschäftstätigkeit normiert über Bilanzsumme
Return on Invested Capital (ROIC)	In Prozent $\frac{\text{EBT}}{\text{Bilanzsumme}}*100$
Unternehmensmerkmale	
Umsatz (LN_UMSATZ)	Größenmerkmal 1 Natürlicher Logarithmus des $\text{Umsatzes}_{(t)}$ gemessen in TEUR
Mitarbeiteranzahl (LN_MA_ANZAHL)	Größenmerkmal 2 Natürlicher Logarithmus der $\text{Mitarbeiteranzahl}_{(t)}$
Bilanzsumme (LN_BILANZSUMME)	Größenmerkmal 3 Natürlicher Logarithmus der $\text{Bilanzsumme}_{(t)}$ gemessen in TEUR
$\text{Marktwert-zu-Buchwert}_{(t-1)}$ (MW-ZU-BW)	In Prozent $\frac{\text{Marktkapitalisierung}}{\text{Eigenkapital}}*100$
Diversifikation (SEGMENTE)	Anzahl der Segmente mit dreistelligen SIC-Codes. Segmente, welche über denselben dreistelligen SIC-Code verfügen, wurden aggregiert. Segmente mit SIC-Code 9999 wurden nicht berücksichtigt.
Vorstandsgröße (V_ANZAHL)	Durchschnittliche Anzahl der Vorstände im jeweiligen Geschäftsjahre. Die Zahl der Vorstände wird über die Monate, in denen die Vorstände tatsächlich im Unternehmen tätig waren berechnet, da die Zahl die Personenanzahl im Jahresverlauf schwanken kann.

Verschuldungsgrad (FK-QUOTE)	In Prozent langfristiges Fremdkapital normiert durch Bilanzsumme
Eigenkapitalrendite (EK-RENDITE)	In Prozent Variationskoeffizient der Eigenkapitalrendite $\frac{\text{EBT}}{\text{Eigenkapital}} * 100$
Corporate Governance-Merkmale	
Eigentümerstruktur	
Dominiertes Unternehmen (DOMINIERTES_UNT)	Indikatorvariable, welche den Wert 1 annimmt, wenn der größte Paketaktionär mehr als 25% der Stimmrechte hält. Ansonsten nimmt die Variable den Wert 0 an.
Managementbeteiligung (MANAGEMENTBETEILIGUNG)	Anteil der Stimmrechte von aktiven Vorständen bzw. deren direkten Familienmitgliedern.
Streubesitz (STREUBESITZ)	Anteil der sich im Streubesitz befindliche Aktien.
Governancemerkmale	
Vertreter Anteilseigner im Aufsichtsrat (ANTEILSEIGNER_AR)	Anzahl der Vertreter der Anteilseigner im Aufsichtsrat.
Größe des Aufsichtsrates (AR_GRÖSSE)	Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft am Ende des Geschäftsjahres.
Intern berufener Aufsichtsratsvorsitzender (INTERNER_ARV)	Indikatorvariable, welche den Wert 1 annimmt, falls der Aufsichtsratsvorsitzende vor Berufung Mitglied im Vorstand der Gesellschaft war. Falls der Aufsichtsratsvorsitzende vor Berufung nicht Mitglied im Vorstand der Gesellschaft war, nimmt die Variable den Wert 0 an.
Mehrfachmandate Aufsichtsratsvorsitzender (MEHRFACHMANDATE_ARV)	Anzahl der zusätzlichen Aufsichtsratsmandate des Aufsichtsratsvorsitzenden in börsennotierten Gesellschaften, wobei die Tätigkeit des Aufsichtsratsvorsitzender gem. § 86 Abs. 2 Z 1 AktG doppelt gezählt wird.
Anzahl Aufsichtsräte mit Vorstandsvergütung (AR_VVERGÜTUNG)	Anzahl der Aufsichtsräte, welche sich mit Vorstandsvergütung befassen.
Weitere Variablen	
Industriezugehörigkeit (BRANCHE)	Indikatorvariable, welche die Industriezugehörigkeit der Gesellschaft misst.
Beobachtungszeitraum (BEOBACHTUNGSZEITRAUM)	Dummyvariable, um eine Beobachtung dem jeweiligen Beobachtungszeitpunkt zuzuordnen.
Marktsegment (MARKTSEGMENT)	Dummyvariable, welche die Segmente prime market (PM), prime market ATX (PM – ATX), mid market (MM), standard market auction (SMA) und standard market continuous (SMC) erfasst.

Tabelle 9: Definition der Variablen sowie Berechnungen[410]

[410] Vgl. Egger / Samer / Bertl (2010), S. 655; Loose (2009), S. 10; Rapp / Wolff (2008), S. 13 – 31; Rapp / Wolff (2010), S. 1085 – 1108; § 84 Abs. 2 Z 1 AktG.

Abstract

Im Zuge der vorliegenden Arbeit wurden die Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstandsvergütung untersucht. Über Angemessenheit, Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung wird seit Jahren in Wissenschaft und Praxis diskutiert. Die Rolle von Corporate Governance spielt dabei eine entscheidende Rolle, da die Vorstandsvergütung die Beziehung zwischen Management und Eigentümer beeinflusst.

Die Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstandsvergütung in österreichischen börsennotierten Unternehmen wurden anhand einer empirischen Untersuchung erhoben. In die Untersuchung wurden alle Unternehmen einbezogen, die in den Jahren 2009 bis 2011 bzw. mit den abweichenden Wirtschaftsjahren 2009/10 bis 2011/12 durchgehend in den Segmenten prime market, mid market, standard market auction und standard market continuous der Wiener Börse notierten. Die Stichprobe umfasste 39 Unternehmen. Für die Beschreibung und Erklärung der Zusammenhänge wurde auf die multivariate Regressionsanalyse zurückgegriffen.

Bei der Diskussion der Ergebnisse standen Performance-, Unternehmens- und Corporate Governance-Merkmale im Fokus. Hinsichtlich der Performancemerkmale zeigte sich ein eher geringer Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung. Bei den Unternehmensmerkmale zeigte sich, dass die Bilanzsumme sowie der Markt-zu-Buchwert-Relation einen positiv signifikanten Einfluss auf die Vorstandsvergütung haben. Ferner konnte ein leicht negativer Zusammenhang zwischen Fremdkapitalquote und Vorstandsvergütung nachgewiesen werden. In Hinblick auf die Corporate Governance-Merkmale konnte festgestellt werden, dass die Eigentümerstruktur einen großen positiven Einfluss auf die Höhe der Vorstandsvergütung ausübt. Kein signifikanter Zusammenhang zeigte sich zwischen Aufsichtsratsstruktur und Vorstandsvergütung. Im Vergleich zu anderen Studien in diesem Bereich zeigt sich, dass der Effekt mancher Merkmale, der bereits in anderen Studien festgestellt wurde, auch in dieser Studie nachgewiesen werden konnte. Bei anderen Merkmalen konnte der Effekt nicht repliziert werden.

Curriculum Vitae

Persönliche Daten

Name	Sarah Müller
Geburtsdatum	20.10.1983
Staatsbürgerschaft	Österreich

Bisheriger Bildungsweg

Seit 10/2010	Masterstudium Betriebswirtschaft (Universität Wien) Kernfachkombinationen: Externe Unternehmensrechnung, Revision, Steuern und Treuhand
2007 bis 2010	Bakkalaureatsstudium Betriebswirtschaft (Universität Wien) 1. Bakkalaureatsarbeit: Service-to-Product Brand Extensions: Successful and Unsuccessful Examples 2. Bakkalaureatsarbeit: Auswirkungen des Führungsstiles auf die Leistung der Mitarbeiter
2004 bis 2007	Pädagogische Akademie (Feldkirch, Vorarlberg)
1999 bis 2004	Bundeshandelsakademie (Feldkirch, Vorarlberg)

Beruflichte Tätigkeiten / Praktika

Seit 12/2011	Assistenz Finanzleitung (Wacker Neuson GmbH)
09/2010 bis 11/2011	Berufsanwärtertin Steuerberatung (Prüf-Treuhand)
02/2010	Praktikum als Steuersachbearbeiterin (Prüf-Treuhand)
07 bis 08/2009	Praktikum als Steuersachbearbeiterin (Prüf-Treuhand)
02/2009	Praktikum als Steuersachbearbeiterin (Artus Consulting)