

Corporate Governance und Unternehmensperformance
- Der Kontrollmechanismus der Managementkompensation als
Anlagekriterium für Investoren

D I S S E R T A T I O N
der Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-,
Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

Nepomuk Feser

aus

Deutschland

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Pascal Gantenbein

und

Prof. Dr. Alex Keel

Dissertation no. 3683

Difo-Druck GmbH, Bamberg 2009

Die Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St. Gallen, den 19. Oktober 2009

Der Rektor:

Prof. Ernst Mohr, PhD

Vorwort

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Pascal Gantenbein für die Übernahme des Referats, den Ansporn und die konstruktiven Diskussionen im Rahmen der Betreuung. Mein herzlicher Dank gilt zudem Prof. Dr. Alex Keel, der mir als Korreferent auch in seinem Ruhestand zur Verfügung stand. Alex Keel, sowie Prof. Dr. Francesco Audrino und Prof. Dr. Heinz Müller haben mir die Möglichkeit gegeben, mich als Assistent im Fachbereich für Mathematik und Statistik an der Universität St. Gallen betätigen zu können.

Hervorheben möchte ich Dr. Daniel Kolleck. Als Motivator und Hüter deutscher Sprache hat er entscheidend zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen. Ich danke Dr. Bernd Brommundt für konstruktiv-kritischen Dialog und die unvergessliche und in ihrer Art auch unwiederbringliche Zeit in der Rosenbergstrasse 54 und Felix Moldenhauer für Programmierungskniffe und vertiefte (Fach-) Gespräche auf der Dachterrasse sowie die Einsicht, dass eine Dissertation nicht ohne mindestens dem Bodenseepatent komplettiert werden kann. Meinem Onkel Dr. Johann Schwarzmüller bin ich verbunden für eine Einführung in Datenbankanwendungen, meiner Tante Marlis Schwarzmüller für perfekte Rahmenbedingungen zum Schreiben einiger Kapitel.

Von Herzen danke ich meinen Eltern für alles und im Besonderen für die Möglichkeit eines Studiums nach Wunsch, Rückhalt und Ermunterung zur rechten Zeit für die richtigen Dinge, fruchtbare Diskussionen und akribisches Korrekturlesen. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Danken möchte ich auch Dr. Stephan Hostettler als Arbeitgeber für seine Flexibilität, Forderung und Förderung, die informellen Expertengespräche, sowie Stephen F. O'Byrne und Marc Hodak für wertvolle Inputs.

Nicht zuletzt möchte ich all jenen danken, welche die Doktorandenzeit an der HSG auch so unvergesslich gemacht haben. Namentlich seien hier erwähnt: Dr. Roger Baumann, Catharina-Rebecca Bening, Rachel Berchtold, Dr. Lea Blöchlinger, Dr. Ana De Corbavia-Perisic, Monika Engler, Dr. Kai-Joseph Fleischhauer, Dr. Alex Ising, Dr. Stephan Kessler, Prof. Dr. Axel Kind, Dr. Benita von Lindeiner, Verica Milenkovich, Daniel Moos, Dr. Stefan Ott, Dr. David Schiess, Dr. Markus Schmid, Dr. Ralf Seiz, Evert Wipplinger und Andrea „Verena“ Vedolin.

Zürich, im Dezember 2009

Nepomuk Feser

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	I
Zusammenfassung	VIII
Abstract (engl.)	IX
Tabellenverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XIII
1. Einleitung	1
1.1. Motivation	1
1.2. Aufbau der Arbeit	3
1.3. Forschungsfragen	5
I. Theoretische Grundlagen der Managerkontrolle	7
2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie	9
2.1. Unternehmenstheorie	10
2.2. Definition Corporate Governance	11
2.3. Corporate Governance Mechanismen	13
2.3.1. Interne Kontrollmechanismen	13
2.3.2. Externe Kontrollmechanismen	18

Inhaltsverzeichnis

- 2.4. Oberziel der Unternehmung 20
- 3. Mikroökonomische Erklärungsansätze 23**
 - 3.1. Das Prinzipal-Agent-Modell 24
 - 3.2. Transaktionskostentheorie 28
 - 3.3. Theorie der Verfügungsrechte 29
- 4. Zusammenfassung Teil I 31**

- II. Managementkompensation als Kontrollmechanismus 33**

- 5. Auswirkungen der Managerial Welfare Maximization 35**
 - 5.1. Maximale Kompensation 39
 - 5.2. Managerial Entrenchment 40
 - 5.3. Risikominimierung 41

- 6. Managementanreizvergütung als Korrektiv 43**
 - 6.1. Bestimmungsfaktoren der Kompensation 45
 - 6.1.1. Unternehmensgrösse 47
 - 6.1.2. Unternehmensperformance 47
 - 6.1.3. Empirische Elastizitäten 49
 - 6.2. Kompensationsplanaufbau 55
 - 6.2.1. Mittelherkunft 59
 - 6.2.2. Zuteilungskriterien 60
 - 6.2.3. Auszahlungsmodalitäten 65
 - 6.3. Ausgewählte Instrumente 73
 - 6.3.1. Basissalär 73
 - 6.3.2. Eigenkapitalinstrumente I: Equity allgemein 73
 - 6.3.3. Eigenkapitalinstrumente II: Aktienoptionen im Speziellen 80

7. Kompensationsexzesse	97
7.1. Anreizvergütungshypothese	97
7.2. Ökonomie der Superstars	98
7.3. Ausplünderungshypothese	99
8. Korrektivkontrolle	101
8.1. Offenlegung	101
8.1.1. Schweiz	103
8.1.2. Deutschland	104
8.1.3. USA	105
8.2. Vergütungsrelevante Abstimmungsregelungen	107
8.3. Finanzkrise und Executive Compensation	110
8.3.1. Deutschland	111
8.3.2. UK	112
8.3.3. USA	113
8.3.4. Kritische Würdigung	114
9. Managementkompensation: Beurteilungskriterien	117
9.1. Vermögenshebel	118
9.2. Risiko und Zeithorizont	120
9.3. Wert und Kosten	122
10. Zusammenfassung Teil II	123
III. Managementkompensation als Anlagekriterium	127
11. Managementkompensation und Unternehmensperformance	129
11.1. Kompensationsplanimplementierung und Kompensationsplanalternation	130

Inhaltsverzeichnis

- 11.1.1. Signalling-Theorie 132
- 11.1.2. Alignmenthypothese 134
- 11.1.3. Kein Performanceeffekt 138
- 11.2. Implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken . 139
- 11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert 144
 - 11.3.1. Bestimmungsfaktor: interne Kontrollmechanismen . . 146
 - 11.3.2. Bestimmungsfaktor: Marktmechanismen 147
 - 11.3.3. Alignment- bzw. Entrenchmenthypothese 148
- 11.4. Kapitelfazit 156

- 12. Corporate Governance und Performance 159**
 - 12.1. Multiple Kontrollmechanismen 159
 - 12.2. LBOs und Unternehmensperformance 168
 - 12.3. Kapitelfazit 170

- 13. Ökonometrische Besonderheiten 173**
 - 13.1. Messung von Corporate Governance 173
 - 13.2. Performancemessung 175
 - 13.2.1. Performancemass 175
 - 13.2.2. Methodik 176
 - 13.3. Finanzmarkteffizienzhypothese und aktive Asset Allokation . 178
 - 13.3.1. Efficient Market und Random Walk Hypothesis 179
 - 13.3.2. Aktive Asset Allokation 185
 - 13.4. Korrelation, Kausalität und Endogenität 187

- 14. Zusammenfassung Teil III 191**

- 15. Konklusion und Ausblick 193**
 - 15.1. Zusammenfassung der Ergebnisse 193
 - 15.2. Praxisimplikationen 197

15.3. Ausblick auf weitere Forschung	199
Abkürzungsverzeichnis	201
Literaturverzeichnis	207
Symbolverzeichnis	231

Zusammenfassung

Die durch Trennung von Eigentum und Kontrolle an Unternehmen resultierenden Agency-Kosten können durch Corporate Governance Mechanismen reduziert werden. Corporate Governance kann als ein System aufgefasst werden, welches sicherstellen soll, dass die Investoren eine angemessene risikoadjustierte Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erhalten. Die Managementkompensation stellt auch einen wichtigen internen Kontrollmechanismus der Corporate Governance dar. Die Verknüpfung des Manager- mit dem Investorenvermögen kann bei sorgfältiger Parametrisierung zu einer Interessensangleichung zwischen Managern und Investoren führen. Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass Corporate Governance nicht mehr nur die Ressourcenaufteilung zwischen dem Management und den Investoren, sondern potentiell auch den Steuerzahler aufgrund systemrelevanter Institutionen betrifft. Die zentrale Frage dieser Arbeit ist, ob die Ausgestaltung der Managementkompensation einen Risikofaktor im Asset Pricing darstellt und die Investoren die aus bestehenden oder erwarteten Agency-Konstellationen resultierenden Kosten sowie Anreizwirkungen in korrekter Weise antizipieren. Die entsprechende Berücksichtigung bei der Unternehmensbewertung würde die Managementkompensation als ein Anlagekriterium konstituieren. Dies geschieht vor dem Hintergrund der Finanzmarkteffizienzhypothese. Für Institutionelle besteht die Möglichkeit einer aktiveren Investorenrolle auch im Hinblick auf ein Einwirken auf eine Veränderung des Agency-Settings. Für Privatanleger ist vermehrt durch Offenlegung und Abstimmung die Bewertung des Managementkompensationssystems als Kontrollmechanismus der Corporate Governance von Relevanz. Die Bewertung betrifft Aspekte wie die Kosten für die Unternehmung, den Wert und die Anreizwirkung für die undiversifizierten Begünstigten, das Risiko sowie den Zeithorizont und die Symmetrie der Partizipation.

Abstract

Corporate governance affects agency costs that arise due to the separation of ownership and control of publicly traded companies. Corporate governance can be viewed as a system to assure investors an adequate risk-adjusted rate of return on invested capital. Executive compensation is one internal mechanism of corporate governance used for corporate control. The relationship between manager and investor firm-specific wealth, when clearly defined, can lead to an alignment of interests between managers and investors. The sub-prime crisis highlighted that corporate governance is not only a system of allocation of resources among managers and investors but also a relevant and important system for taxpayers with regards to system relevant institutions. The pivotal research question that this thesis addresses is the relevance of the executive compensation system within the corporate governance framework as a risk factor for asset pricing and whether executive compensation establishes an investment criterion with respect to the efficient market hypothesis. Institutional investors might affect the structure of corporate governance in their role as an active investor. For private investors, increased disclosure requirements and say-on-pay potentiality underline the importance of a comprehensive valuation of agency settings. Valuation of the management compensation system applies to aspects such as costs (dilution and liquidity) of compensation for the company, value and incentive effects to the undiversified executive, risk, time horizon and symmetry of value participation.

Tabellenverzeichnis

2.1. Corporate Governance Kontrollmechanismen	14
6.1. Inflationsadjustierung	55
6.2. Zuteilungsmodi Aktienoptionen	72
8.1. Aktionärsanträge	108
11.1. Planablehnungsgründe	137
11.2. Studien Kompensationspläne (a)	141
11.3. Studien Kompensationspläne (b)	142
11.4. Studien Kompensationspläne (c)	143
11.5. Studien Insider Ownership (a)	151
11.6. Studien Insider Ownership (b)	152
11.7. Studien Insider Ownership (c)	153
11.8. Studien Insider Ownership (d)	154
11.9. Studien Insider Ownership (e)	155
12.1. Studien Corporate Governance (a)	164
12.2. Studien Corporate Governance (b)	165
12.3. Studien Corporate Governance (c)	166
12.4. Studien Corporate Governance (d)	167

Abbildungsverzeichnis

5.1. Überblick Teil II	38
6.1. Kapitel 6 (Übersicht)	46
6.2. Pay Performance Elastizitäten	52
6.3. Elastizitäten Branchen Total Grant Value	53
6.4. Elastizitäten Branchen Cash	54
6.5. Kompensationsplanaufbau	57
6.6. Klassifikation Kompensationsinstrumente	58
6.7. Bonusbank Schema	67
6.8. Auszahlungsfunktion	69
6.9. Parameter Aktienoptionszuteilung	70
6.10. Kompensationskomponenten Finanzbranche	74
6.11. Kompensationskomponenten Bergbau/Verarbeitende Industrie	75
6.12. Kompensationskomponenten Versorger	76
6.13. Kompensationskomponenten andere Branchen	77
6.14. Sensitivität Aktienoptionen	83
11.1. Insider Ownership und Unternehmenswert	144
13.1. Ereignisstudienschema zur Kompensationsplaneinführung . .	178

1. Einleitung

1.1. Motivation

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle an Unternehmen kann zu einer Situation divergierender Interessen zwischen Investoren und Management¹ führen. Da dem Management etwa aufgrund des Spezialisierungsvorteils diskretionärer Handlungsspielraum zugebilligt wird und seine Handlungen ex post nicht unbedingt verifizierbar sind, kann es zu einer Moral Hazard Konstellation kommen.

Um die Versuchung des Moral Hazard einzudämmen, stehen verschiedene Mechanismen zur Verfügung. Zum einen kann eine Interessenangleichung der beiden Gruppen durch entsprechende finanzielle Anreize geschehen. Zum anderen erfüllen Institutionen wie der Verwaltungsrat, institutionelle Investoren oder Fremdkapitalgeber eine wichtige Monitoringfunktion. Auch stellen potentielle Unternehmensübernahmen und der Produktmarkt Wettbewerb wichtige Disziplinierungsinstrumente dar. Die Corporate Governance kann als System aufgefasst werden, welches in dieser Situation divergierender Interessen sicherstellen soll, dass die Investoren eine risikoadjustierte Rendite auf

¹Es wird im Folgenden auf eine Übersetzung der englischen Fachtermini ins Deutsche dort verzichtet, wo sie aus Gründen der einfacheren Lesbarkeit und des usancegerechten Verständnisses unangemessen erscheint. Zudem wird zur Vereinfachung nicht zwischen dem einzelnen Manager und dem Managementteam unterschieden.

1. Einleitung

ihr eingesetztes Kapital erhalten. Managementkompensation ist als ein Kontrollmechanismus Teil dieses Corporate Governance Systems.

Im Zuge der Finanzkrise haben Bonuszahlungen von einigen insolvenzbedrohten, mit Steuermitteln unterstützten Finanzinstituten die Debatte um Managergehälter erneut verschärft. Die öffentliche wie wissenschaftliche Diskussion zu diesem Thema erweist sich als facettenreich und umfasst Fragen zur Lohngerechtigkeit, zum gesellschaftlichen Zusammenhalt und zum Preis für Managementtalent. Sie tangiert unter anderem regulatorische, steuerrechtliche, aktienrechtliche und buchhalterische Aspekte. Die Debatte um Boni bezieht sich sowohl auf die reine Vergütungshöhe, als auch auf die Divergenz zwischen der „Leistung“ und der Bezahlung. International sind Regulierungsbestrebungen im Gange², die eine erneute schwere Krise des globalen Finanzsystems verhindern sollen. Die Regelungen umfassen auch Bestimmungen zur Executive Compensation, aber erst zukünftige Forschung wird beurteilen können, ob die Finanzkrise eine Zäsur auch hinsichtlich der Managementvergütung darstellt. Die US-amerikanischen Bestimmungen zur Managementkompensation von in Schieflage geratenen Finanzinstituten sehen unter anderem Massnahmen vor, die unnötige und exzessive Risiken unterbinden sollen.³

Dieser Kontext veranschaulicht zunächst zwei wichtige Gesichtspunkte der Managementkompensation. Einerseits die der Managementvergütung zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren. Was determiniert die Höhe und die Struktur der Vergütung? Andererseits die von der Managementkompensation ausgehenden Anreizwirkungen und die damit verbundenen Entscheidungen über

²Zeitpunkt: April 2009. Kompensationsdaten des Jahres 2008 (USA) zu diesem Zeitpunkt nicht veröffentlicht.

³Zur Illustration werden die Entwicklungen zum Kontext Managementkompensation einzelner Länder exemplarisch dargelegt.

die Verwendung knapper ökonomischer Ressourcen und daraus resultierende Kosten und Risiken. Der aus den Bestimmungsfaktoren und den Anreizwirkungen abgeleitete Aspekt ist zentral in dieser Arbeit: Die Berücksichtigung der Kosten und der Anreizwirkung der Managementkompensation in der *Bewertung* von Unternehmensanteilen seitens der Investoren und die Frage, ob die Managementkompensation ein Anlagekriterium für Investoren darstellt.

Zur Veranschaulichung der Situation der Investoren diene folgendes Beispiel: Angenommen, es gäbe zwei Unternehmen, H und L. In Unternehmung H habe die Managementkompensation eine grössere Sensitivität gegenüber der Unternehmensperformance als in Unternehmung L.⁴ Die Investoren besitzen dieses Wissen bezüglich der Pay Performance Sensitivität und leiten daraus eine höhere Motivation des Managements der Unternehmung H ab. Sie werden bereit sein, einen entsprechend höheren Preis für die Unternehmensanteile von H zu bezahlen. Die Höhe entspricht dem Wert, der für beide Unternehmen die gleiche erwartete risikoadjustierte Rendite verspricht. Das Beispiel verdeutlicht den Gang der Untersuchung.

1.2. Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit setzt sich aus drei Teilen zusammen. Zunächst folgt in Teil I die Einbettung der Managementvergütung in die Theorie der Unternehmung und die aus dem Prinzipal-Agent-Modell hergeleitete „Output-“ Partizipation, welche die Pay Performance Sensitivität erklärt. Teil II zeigt die Position des Managers und die von der Kompensation ausgehende An-

⁴Es gilt die *ceteris paribus* Annahme. Auf dieses Beispiel werde ich in Teil III dieser Arbeit vertiefend eingehen.

1. Einleitung

reizwirkung und mögliche Fehlanreize sowie Korrekturbemühungen. Teil III schliesslich analysiert die Bewertung von Agency-Settings von den Finanzmarktteilnehmern.

Teil I beschreibt die Einbindung der Managementkompensation in die Neue Institutionenökonomik (Kapitel 2). Die Managementkompensation wird auch als ein wichtiger interner Kontrollmechanismus der Corporate Governance identifiziert. Andere, interne und externe Kontrollmechanismen werden dargestellt. Insbesondere die Prinzipal-Agent-Theorie (Kapitel 3) liefert Erkenntnisse über die ex ante Vertragsausgestaltung zwischen Investoren und Managern. In Kapitel 4 findet sich eine Zusammenfassung des ersten Teils dieser Arbeit.

Teil II stellt den Kontrollmechanismus der Managementkompensation detaillierter dar. Dazu werden die Position des Managements (Kapitel 5) beschrieben und die Ausgestaltung der Kompensationsmechanismen, die eine Interessenangleichung zwischen Investoren und Managern herbeiführen sollen (Kapitel 6). Zum Erklärungsgehalt der Unternehmensperformance für die Kompensationsveränderung erfolgt eine empirische Schätzung von Elastizitäten, ebenso wie die Auswertung bestehender Kompensationspakete nach Komponenten. Es werden drei Theoriestränge diskutiert, die eine zum Teil als extrem hoch empfundene Vergütungspraxis erklären (Kapitel 7). Kapitel 8 gibt einen Überblick über Entwicklungen zur Begrenzung von Fehlanreizen, welche durch Managementvergütungssysteme erwachsen können. Teil II schliesst in Kapitel 9 mit Kompensationsplan-Beurteilungskriterien für Investoren. In Kapitel 10 findet sich eine Zusammenfassung des zweiten Teils dieser Arbeit.

Teil III behandelt die Frage, welche Rolle die Managementkompensation als Anlagekriterium für Investoren einnimmt. Dazu wird zunächst der Zusammenhang zwischen dem Kontrollmechanismus der Managementkompensation und der Unternehmensperformance untersucht (Kapitel 11), dann die Betrachtung erweitert auf eine Reihe von Corporate Governance Mechanismen (Kapitel 12). Im Anschluss werden in Kapitel 13 ökonometrische Besonderheiten bei der Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen Managementkompensation und Unternehmensperformance, auch im Lichte der Finanzmarkteffizienzhypothese, dargelegt. In Kapitel 14 findet sich eine Zusammenfassung des dritten Teils dieser Arbeit. Kapitel 15 konkludiert und gibt einen Ausblick auf weitere Forschung.

1.3. Forschungsfragen

Hauptforschungsfrage dieser Arbeit ist, ob die Top-Managementkompensation einer kotierten Publikumsgesellschaft ein Anlagekriterium für Investoren darstellt. Zur Beantwortung dieser Frage werden folgende Teilaspekte untersucht:

1. Welches sind die Merkmale für ein gutes Kompensationssystem?
2. Was sind die Lehren aus der Finanzkrise bezüglich zukünftiger Managementkompensationsmechanismen?
3. Ist eine hohe Pay Performance Sensitivität mit einer überdurchschnittlichen Unternehmensperformance verbunden?
4. Ist eine isolierte Betrachtung der Managementkompensation als Kontrollmechanismus innerhalb des Corporate Governance Systems zielführend?
5. Stellt die Managementkompensation einen Risikofaktor im Asset Pricing dar?

Teil I.

Theoretische Grundlagen der Managerkontrolle

2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie

Die für diese Arbeit relevante Definition von Corporate Governance ordnet diese der Corporate Finance zu. Corporate Governance umfasst Kontrollmechanismen, um den diskretionären Handlungsspielraum⁵ des Managers einzuschränken. Dieser erwächst aus zwangsläufig unvollständigen Verträgen, der fehlenden oder kostspieligen Überwachung beziehungsweise Verifizierbarkeit von Managerhandlungen. Die Managementkompensation stellt dabei auch einen Kontrollmechanismus der Corporate Governance dar. Es folgen eine Einbettung der Corporate Governance in die Theorie der Unternehmung, die dieser Arbeit zugrunde liegende Definition von Corporate Governance und eine kurze Darstellung der wichtigsten Managerkontrollmechanismen. Das Kapitel schliesst mit einer Diskussion zum Oberziel der Unternehmung.

⁵Zur Wesensart des daraus folgenden *Managerial Capitalism* siehe Bricker und Chandar (2000) und Marris (1964); insbesondere im Unterschied zum *Investor Capitalism*. Zum letztgenannten siehe Useem (1996). Ursachen: Divergenz der Planungshorizonte, Risikoaversion (Empire Building ist auch eine Folge davon), Möglichkeit des Konsums privater Annehmlichkeiten. Siehe dazu auch Yermack (2006).

2.1. Unternehmenstheorie

Aus der neoklassischen Perspektive ist die Unternehmung⁶ eine Black Box⁷, welche unter gegebenen Marktpreisen für Inputfaktoren und Outputgüter ihre Produktionsmenge unter Berücksichtigung ihrer Produktionsfunktion gewinnmaximal bestimmt. Grundlage ist der Preismechanismus, der Faktor- und Absatzmärkte im Gleichgewicht hält; zudem wird von friktionslosen, perfekten Märkten ausgegangen. Der Ressourceneinsatz wird von einem gänzlich im Eigentümerinteresse handelnden Manager bestimmt. Die Existenz von Unternehmungen leitet sich aus Spezialisierungsvorteilen sowie besserer Kapitalnutzung ab und bietet damit Skalenvorteile im Vergleich zu einer Ökonomie, in der jede Leistung über Märkte gehandelt wird. Die Neoklassische Theorie vernachlässigt Anreizprobleme und organisationale Aspekte innerhalb der Unternehmung.

Im Gegensatz dazu steht die Neue Institutionenökonomik, welche das Funktionieren von Unternehmen unter der Annahme von nicht perfekten Märkten zu erklären versucht. Die Neue Institutionenökonomik beruht auf folgenden Theorien beziehungsweise Annahmen: Methodologischer Individualismus mit eigennutzenmaximierenden, opportunistischen Akteuren, individuelle Rationalität und imperfekte Märkte⁸. Die Neue Institutionenökonomik nimmt eine kontraktbezogene Sichtweise in Situationen von unvollkommener Information⁹ und Informationsasymmetrien¹⁰ ein. Sie umfasst die Prinzipal-Agent-

⁶In dieser Arbeit primär verstanden als Publikumsgesellschaft.

⁷Siehe Coase (1992).

⁸Siehe Richter und Furubotn (1999), Seiten 3-5.

⁹Etwa hinsichtlich zukünftiger Umweltzustände.

¹⁰Diese umfassen zum Beispiel die Qualifikation des Managers und private Information seitens des Managements bezüglich der Investitionsmöglichkeiten der Unternehmung. Mit privater Information ist die Situation umschrieben, dass eine Vertragspartei (Manager) über vertragsrelevante Informationen verfügt, welche der Gegenpartei (Investor)

Theorie, die Transaktionskostentheorie¹¹ und die Theorie der Verfügungsrechte.¹² Dabei vermag die Prinzipal-Agent-Theorie zur Analyse der durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle¹³ verursachten Situation divergierender Interessen zwischen Investoren und Manager und zur (ex ante) Ausgestaltung der Kontrakte herangezogen werden. Die Analyse der in der ex post Perspektive notwendigen Ausgestaltung der Corporate Governance bedient sich der Theorie der unvollständigen Kontrakte.¹⁴

2.2. Definition Corporate Governance

Der Begriff Corporate Governance ist in der akademischen Literatur nicht einheitlich definiert. Die Diskussion geht zurück auf Berle und Means (1932), welche durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle über Unternehmen¹⁵ Interessenkonflikte zwischen breit gestreuten Investoren und im Eigeninteresse handelnden Managern identifizieren.¹⁶ Unter Corporate Governance werden die mehr oder minder weit gefassten Kontrollmechanismen verstanden,

nicht bekannt sind. Es herrscht ein Zustand der Informationsasymmetrie.

¹¹Siehe Coase (1937). Danach leitet sich die Existenz von Unternehmungen aus den mit dem Preismechanismus einhergehenden Kosten ab. Im Einzelnen sind dies Suchkosten, Informationskosten, Verhandlungskosten, Vertragskosten sowie Monitoringkosten, Durchsetzungskosten und Kontrollkosten. Demgegenüber stehen jedoch Agency-Kosten der Unternehmung.

¹²Siehe Williamson (1985).

¹³Oder wie Shleifer und Vishny (1997), Seite 740, es definieren: Trennung von *Management* und *Finanzierung*.

¹⁴Wichtige Werke: Alchian und Demsetz (1972), Jensen und Meckling (1976) (Unternehmen als „Nexus of Contracts“), Grossman und Hart (1983).

¹⁵Es handelt sich um US-amerikanische Unternehmen.

¹⁶Kapitalgesellschaften mit der Funktion des Sammelbeckens für kleine Kapitalbeiträge haben nach Berle und Means (1932) zur Folge, dass sich (1) ökonomische Macht konzentriert, (2) der Besitz an Kapitalgesellschaften jedoch weit gestreut ist und (3) dadurch das darauf spezialisierte Management die Unternehmung führt, ohne diese zu besitzen. Diese sogenannte Trennung von Eigentum und Kontrolle gründet auf diesen drei Thesen. Durch den Spezialisierungsvorteil des Managements müssen diesem Verfügungsrechte eingeräumt werden.

2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie

welche geeignet sind, den diskretionären Handlungsspielraum seitens des Managers einzudämmen. In einer eng gefassten Definition ist damit die Führung und Überwachung einer (Kapital-) Gesellschaft gemeint.¹⁷ Eine umfassendere Bedeutung formulieren Shleifer und Vishny (1997). Ziel der Corporate Governance sei letztlich die Sicherstellung einer angemessenen Rendite des von den Investoren zur Verfügung gestellten Kapitals:

„Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment“.¹⁸

Hart (1995a) und Hart (1995b) präzisieren diese Definition. Eine Situation erfordert dann Governance Strukturen, wenn zwei Bedingungen kumulativ erfüllt sind. Erstens müssen Interessenkonflikte zwischen dem Management und den Investoren bestehen (Prinzipal-Agent-Modell). Zweitens muss die Vertragsbeziehung aufgrund von Transaktionskosten Unvollständigkeiten aufweisen (Theorie der unvollständigen Kontrakte). Aus dieser Warte ist Corporate Governance ein Mechanismus, um die aus Interessenkonflikten und unvollständigen Kontrakten entstehende Möglichkeit des Managements einzuschränken, den eigenen (Manager-) Wohlstand auf Kosten des Wohlstandes der Investoren zu vermehren. Corporate Governance dient letztlich der Reduktion von Agency-Konflikten, welche nicht nur den Unternehmenswert¹⁹

¹⁷So zum Beispiel ist gemäss OR Art. 716a Ziff. 1 und 5 in der Schweiz dem Verwaltungsrat die Oberleitung der Gesellschaft übertragen; diese enge Definition deckt sich auch mit den Angaben im Cadbury Report. Weiter formuliert ist die Definition im Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance: „Corporate Governance ist die Gesamtheit der auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Führung und Kontrolle anstreben.“

¹⁸Siehe Shleifer und Vishny (1997), Seite 737. Formal definiert Zingales (1998): „Governance system as the complex set of conditions that shape the outcome of the ex post bargaining over the quasi-rents that are generated in the course of a relationship“.

¹⁹Im Rahmen dieser Arbeit gemessen im Sinne eines TSR, Total Shareholder Return (Dividenden, Kursveränderungen und weitere Vermögensvorteile wie zum Beispiel Bezugsrechte), sofern nicht anders vermerkt.

2.3. Corporate Governance Mechanismen

tangieren, sondern auch darüber hinaus einen Einfluss auf den gesamtgesellschaftlichen Wohlstand und gesamtgesellschaftliche Belange haben können. Diese Sichtweise erweitert die Investorenperspektive (Shareholder Society) um weitere Anspruchsgruppen wie Mitarbeiter, Kunden und den Staat (Stakeholder Society).

2.3. Corporate Governance Mechanismen

Corporate Governance Kontrollmechanismen lassen sich in interne und externe Mechanismen aufteilen.²⁰ Wirkungszusammenhänge werden als interne Kontrollmechanismen bezeichnet, welche ihre Verankerung in der Organisationsstruktur des Unternehmens finden. Die Managementkompensation kann auch als ein wichtiger interner Kontrollmechanismus aufgefasst werden. Die externen Kontrollmechanismen umfassen die relevanten Märkte für die Inputfaktoren der Unternehmung und das Rechtssystem. Es folgt eine Darstellung der wichtigsten Mechanismen.²¹

2.3.1. Interne Kontrollmechanismen

2.3.1.1. Verwaltungsrat

Der Verwaltungsrat²² wird von der Generalversammlung²³ gewählt und soll die Interessen der Investoren im Sinne einer Überwachungsinstanz (Moni-

²⁰Siehe Jensen (1993). Eine alternative Einteilung der Mechanismen wäre nach den Kriterien: vertragliche Verpflichtung (*Bonding*), Überwachung (*Monitoring*), Interessenangleichung (*Incentive Alignment*). Siehe Denis (2001), Seite 196f.

²¹Siehe Tabelle 2.1. Für eine vertiefende Darstellung siehe Mann (2003). Der Autor betont die systemische Sicht der Corporate Governance und stellt die Situation für Deutschland und UK detailliert dar.

²²schweiz.; engl.: Board of Directors, in Deutschland: Aufsichtsrat

²³schweiz.; engl.: Stockholder's Meeting, in Deutschland: Hauptversammlung

2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie

Tabelle 2.1.: Corporate Governance Kontrollmechanismen

interne Mechanismen	externe Mechanismen
Verwaltungsrat	Kapitalmärkte (primäre, sekundäre)
Geschäftsführung	Produkt-, Arbeits-, Faktormärkte
Aktionärsstruktur	rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen
Finanzierungspolitik	(Finanzierungspolitik)

toringfunktion) vertreten und sicherstellen. In der akademischen Literatur nimmt die Untersuchung der Zusammensetzung und Kompensation des Verwaltungsrats eine prominente Stellung ein. Weitere Aspekte sind die Grösse²⁴ des Verwaltungsrats, seine Fachkompetenz, Arbeitsweise und Organisation und mögliche Interessenkonflikte sowie die Effizienz und Effektivität²⁵ bei seiner Überwachung.

2.3.1.2. Geschäftsführung

Folgende vier Arten von Kontrollmechanismen werden unter dem Mechanismus Geschäftsführung subsumiert: Dies sind die *vertragliche Vereinbarung*, die *Überwachung* (Monitoring) und eine geeignete *Kompensationsstruktur* und der *firmeninterne Managerarbeitsmarkt*.

Bei der vertraglichen Vereinbarung besteht das Problem, für sämtliche möglichen Umweltzustände entsprechende Regelungen treffen zu müssen, was sehr

²⁴Yermack (1996) findet einen inversen Zusammenhang zwischen Grösse des Verwaltungsrats und dem Unternehmenswert. Datenbasis bilden 452 grosse US-Unternehmen. Der Autor findet ebenfalls einen inversen Zusammenhang zwischen Verwaltungsratsgrösse und Stärke der Bindung des Managervermögens an den Unternehmenswert (High-Powered Incentives).

²⁵Hermalin und Weisbach (1998) modellieren die Effektivität des Verwaltungsrats in Hinblick auf die Unabhängigkeit seiner Mitglieder.

2.3. Corporate Governance Mechanismen

kostspielig, wenn nicht gar unmöglich sein kann. Hinzu kommt, dass der Manager auch gerade aufgrund seines Spezialisierungsvorteils angestellt wurde. Mitunter ist der Investor nicht im Wissen der für ihn eigentlich vorteilhaftesten Handlung. Ergebnis dieses Dilemmas sind gezwungenermassen unvollständige Verträge.

Bei der Überwachung durch den Investor besteht der Umstand, dass aufgrund externer Einflussfaktoren eine eigentlich wertsteigernde Massnahme ein schlechtes Ergebnis zeitigen kann; der Rückschluss von Ergebnis auf Managerhandlung also nicht eindeutig möglich ist. Hinzu kommen hier die Kosten der Überwachung, die für eine bestimmte Unternehmung für den wohldiversifizierten Investor leicht den erwarteten Vorteil daraus übersteigen, zumal unter den Investoren das Trittbrettfahrerproblem besteht: Unternimmt einer der Investoren Monitoringaktivitäten, trägt er allein die Kosten, es profitieren aber auch alle anderen Investoren von seinen Überwachungshandlungen. Ergebnis sind suboptimale Monitoringanstrengungen. Vertritt der Verwaltungsrat den Investor, besteht unter Umständen ein weiterer Interessenkonflikt zwischen Investoren und der Kontrollinstanz, da diese mitunter personelle Verflechtungen mit dem Management aufweist.

Durch die Verknüpfung von Unternehmenswert²⁶ und Managervermögen (etwa durch Aktien, variable, an die Unternehmensperformance²⁷ geknüpfte Lohnbestandteile oder Aktienoptionen) kann eine Interessenangleichung zwischen Management und Investoren angestrebt werden.²⁸ Je grösser das Un-

²⁶Die Verknüpfung des Managervermögens mit dem Unternehmenswert (Bestimmung im Sekundärmarkt) hat natürlich auch Elemente eines externen Kontrollmechanismus.

²⁷Der Begriff *Performance* bezieht sich in dieser Arbeit sowohl auf den Betriebserfolg (engl. *Operating Performance*, wie zum Beispiel NOPAT Marge, Kapitalumschlag, Umsatzwachstum) als auch auf den Total Shareholder Return.

²⁸Details in folgenden Kapiteln. Fokus dieser Arbeit liegt auf dem Kontrollmechanismus

2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie

ternehmen, desto schwieriger ist es, das Management mit einem bedeutenden Anteil am Unternehmen zu beteiligen.²⁹ Innerhalb der Unternehmung konkurrieren mehrere Mitarbeiter um Beförderung beziehungsweise möchten durch gute Leistung ihre Position behalten. Der firmeninterne Managerarbeitsmarkt wirkt dahingehend, dass der besonders junge Manager aus Karriereanliegen im Unternehmensinteresse handelt, da der Optionswert (etwa auf zukünftige zusätzliche Vergütung durch Beförderungen) von der erwarteten Verweildauer im Unternehmen abhängt.

2.3.1.3. Aktionärsstruktur

Institutionelle Investoren³⁰ und Blockholder³¹ können im Unterschied zu einer breit gestreuten Anteilseignerschaft eine verstärkte Managerkontrolle ausüben.³² Da die Bemühungen eines einzelnen Anteilseigners jedoch kostenlos allen Anteilseignern zugute kommen, besteht der Anreiz zu Trittbrettfahrerverhalten.³³

der Managementkompensation.

²⁹Bei einem Anteil des Managements von 1% am Unternehmensgewinn wären Betriebsausgaben, die sich zu einem Teil als private Annehmlichkeiten interpretieren liessen (Konsum von Annehmlichkeiten wie zum Beispiel ein Firmenjet, Prestigeinvestitionen, Mäzenatentum) ohne weitere Kontrollmechanismen (beziehungsweise bei unwirksamer Überwachung) mit einem „Discount“ von 99% möglich. Siehe Hall und Liebman (1998), Seite 658. Sei der Gewinn in einer Periode 100 Geldeinheiten vor Erwerb der Annehmlichkeit, erhalte der Manager bei einem Gewinnanteil von 1% eine Geldeinheit. Bei einem Kaufpreis der Annehmlichkeit von angenommenen 10 Geldeinheiten reduzierte sich der Periodengewinn auf 90 Geldeinheiten und der Gewinnanteil betrüge 0.9 Geldeinheiten. Der Preis des Managers für die Annehmlichkeit beträgt demnach 0.1 Geldeinheiten, also $\frac{0.1}{10} = 0.01$; der de facto Discount also $100\% - 1\% = 99\%$ (ohne Steuereffekte).

³⁰Es handelt sich dabei um Banken, Pensionskassen, Versicherungen oder den Staat; in Abgrenzung zu privaten Investoren.

³¹Investoren, die einen grossen Anteil (meist > 5%) vom Eigenkapital kontrollieren. Siehe zum Beispiel Denis (2001), Seite 204. Entscheidend ist, dass potentiell die Möglichkeit und der Anreiz besteht, die Unternehmung zu überwachen und zu beeinflussen.

³²Siehe Hartzell und Starks (2003).

³³Zur Free-Rider-Perspektive siehe Grossman und Hart (1983).

2.3.1.4. Finanzierungspolitik

Die Finanzierungspolitik kann sowohl interne, als auch externe Kontrollmechanismen umfassen. Der Einsatz von Fremdkapital kann eine disziplinierende Wirkung auf das Management ausüben, da die Verwendung von Fremdkapital die zur Verfügung stehenden freien Geldmittel³⁴, durch Kuponzahlungen und Tilgung, einschränkt.³⁵ Als interner Kontrollmechanismus können die Sicherheiten und Kontrollrechte gelten, die dem Fremdkapitalgeber in seinem Kontrakt zugesichert werden (müssen). Als externer Kontrollmechanismus im Kontext der Finanzierungspolitik kann der Fremdkapitalmarkt genannt werden, der den Preis für die Finanzierung bestimmt. Einer der bestimmenden Faktoren ist das Ausmass des diskretionären Handlungsspielraums, welcher das Management genießt.

Eine besondere Rolle nehmen LBOs (Leveraged Buyouts)³⁶ im Kontext von Kontrollmechanismen ein. LBOs lassen sich in grossen Unternehmen in reifen Industrien beobachten, welche sich durch hohe Agency-Kosten des Free Cash Flows auszeichnen. Die disziplinierende Wirkung des hohen Fremdkapitalanteils nach der Transaktion führt zu einer Rückführung des Free Cash Flows zu den Investoren. Es muss jedoch beachtet werden, dass LBOs meist mit einer Erhöhung des Managementvermögens an der Unternehmung und einer veränderten Aktionärsstruktur (Blockholder) einhergehen. Dieser Umstand erschwert die isolierte Betrachtung von Fremdkapital als Kontrollmechanismus.³⁷

³⁴Der sogenannte Free Cash Flow umfasst als Messgrösse den durch Umsatztätigkeit und sonstige laufende Tätigkeiten erzielten Nettozufluss (Substanzerhaltung) liquider Mittel während einer Periode.

³⁵Siehe Jensen (1986). Für einen Überblick siehe Shleifer und Vishny (1997), Seite 761.

³⁶Siehe zum Beispiel Tirole (2006), Shleifer und Vishny (1997), Seite 766f.

³⁷Siehe zum Beispiel Denis (2001), Seite 205f.

2.3.2. Externe Kontrollmechanismen

2.3.2.1. Kapitalmärkte

Kapitalmärkte wirken sowohl im Primär-, als auch im Sekundärmarkt als Kontrollfaktor. Unternehmen konkurrieren im Primärmarkt um Investoren für Aussenfinanzierung. Für Investitionsentscheidungen wird auch die Güte des Managements bewertet. Der Sekundärmarkt (Finanzmarkt für bereits emittierte Wertpapiere) bietet keine direkte Finanzierungsmöglichkeit, beeinflusst aber die Kapitalkosten einer Unternehmung und damit zukünftige Aussenfinanzierung über den Primärmarkt. Im Weiteren stellt der Sekundärmarkt den Markt für Unternehmenskontrolle (Market for Corporate Control) dar.³⁸ Investoren können bei Unzufriedenheit über das Management ihre Unternehmensanteile verkaufen³⁹ und eröffnen damit einem anderen Investor⁴⁰ die Möglichkeit, die Kontrolle über das aus seiner Sicht unterbewertete Unternehmen zu übernehmen, das Managementteam auszuwechseln und das Unternehmen zu restrukturieren.⁴¹ Es besteht daher ein Anreiz zur Unternehmenswertmaximierung, da die Übernahmewahrscheinlichkeit mit steigendem Unternehmenswert sinkt. Für Übernahmegesellschaften wird es mit zunehmendem Unternehmenswert der Zielgesellschaft kostspieliger, eine kontrollierende Mehrheit zu erwerben. Dieser Umstand kann aber auch einen Anreiz zu kurzzeitigem Managementverhalten bieten.⁴² Massnahmen, welche solche Übernahmen erschweren oder hohe Abgangsentschädigungen im Falle ei-

³⁸Siehe Coughlan und Schmidt (1985), Seite 44.

³⁹Siehe Jensen und Ruback (1983). Der sogenannte Exit, im Gegensatz zum aktiven Eingreifen des Anteilseigners (Active Investor) in die Unternehmenspolitik (Voice).

⁴⁰Siehe Jensen (1993).

⁴¹Dies kann auch über einen sogenannten Proxy-Fight geschehen, der den Kampf um Aktionärsstimmen bezeichnet. Bei dieser Übernahmetechnik wird versucht, über Stimmrechtsvollmachten oder über das Anwerben von Aktionärsstimmen Kontrolle über das Unternehmen zu bekommen, ohne Geldmittel für den Aktienkauf einsetzen zu müssen.

⁴²Siehe Stein (1989).

2.3. Corporate Governance Mechanismen

nes Kontrollwechsels⁴³ vorsehen, können daher als Versuch des Managements interpretiert werden, sich den disziplinierenden Kräften des Kapitalmarktes entziehen zu wollen. Allerdings sind Übernahmen sehr zeitaufwendig und mit hohen Kosten verbunden. Dieser Umstand führt dazu, dass nur Unternehmen, dessen Management durch seine Handlungen den Wert weit unter den Maximalwert senken, potentielle Ziele von Übernahmen werden. Im Durchschnitt bezahlt der Käufer einen zu hohen Preis für die Übernahme (*Winner's Curse*). Studien zeigen, dass Anteilseigner der Zielgesellschaft eher profitieren als die Anteilseigner der Übernahmeunternehmung. Es besteht also ein Konflikt zwischen den Anteilseignern und dem Management einer Übernahmeunternehmung, da der Unternehmenskauf aus der Sicht der Investoren ein negatives Barwertprojekt (NPV) darstellt.

2.3.2.2. Produkt- Arbeits- und Faktormärkte

Unternehmen sind gezwungen, mindestens mittelfristig Produkte zu konkurrenzfähigen Preisen anzubieten. Damit einher gehen sowohl eine Produktionskostenoptimierung (die Unternehmung ist dabei den Faktorpreisen ausgesetzt) als auch Bemühungen, benötigtes Kapital kostengünstig auf dem Kapitalmarkt beschaffen zu können.⁴⁴ Manager sind neben oben genanntem internen auch Akteure auf dem externen Arbeitsmarkt. Dieser kann über ihre Reputation eine disziplinierende Wirkung entfalten.⁴⁵ Zudem konkurrieren externe Manager um die Unternehmensleitung; dieser Umstand bewirkt eine weitere Interessenangleichung zwischen Managern und Investoren. Im Hinblick auf ihre disziplinierende Wirkung muss zwischen der langfristigen und kurzfristigen Wirkung effizienter Produkt-, Arbeits- und Faktormärkten

⁴³Ein Beispiel für sogenannte Poison Pills.

⁴⁴Siehe Shleifer und Vishny (1997), Seite 738.

⁴⁵Siehe Fama (1980).

2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie

unterschieden werden. Der Marktmechanismus wirkt nicht bei der Wiederbeschaffung von verschwendeten⁴⁶ Mitteln, sondern ist nur in einem im mikroökonomischen Sinne mehrperiodigem Spiel wirksam.⁴⁷ Den Investoren ist es nur möglich, schlechte unternehmerische Leistung in der Folgeperiode abzustrafen. Dies geschieht etwa durch weniger zur Verfügung gestellte Mittel beziehungsweise höheren Finanzierungskosten für Folgeperiode. Ein *direkter* Rückgriff ist jedoch nur bei illegalen Handlungen des Managements möglich.

2.4. Oberziel der Unternehmung

In den Kontext der Corporate Governance Diskussion gehört auch der Aspekt des Oberziels der Unternehmung.⁴⁸ Ist eine effiziente Corporate Governance nur der Steigerung des Unternehmenswertes⁴⁹ verpflichtet oder muss sie auch unter Umständen konfligierende Ziele, wie die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen, Umweltgesichtspunkten, Lieferanteninteressen, in Einklang bringen? Dieser sogenannte Stakeholderansatz⁵⁰ verlangt eigentlich die Internalisierung von Externalitäten.⁵¹ Dabei kann eine Massnahme eines Un-

⁴⁶Zum Beispiel im Sinne des Agency-Konflikts auftretenden suboptimalen Investitionsniveaus.

⁴⁷Siehe Jensen (1993), Seite 850.

⁴⁸Für eine vertiefende Diskussion siehe: Tirole (2006), Seite 56 und Mann (2003), Seite 76f.

⁴⁹Beziehungsweise Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals.

⁵⁰Der Stakeholderansatz nimmt Bezug auf den gesamten sozialökonomischen Kontext der Unternehmung und versucht die Bedürfnisse der unterschiedlichen Anspruchsgruppen in Einklang zu bringen.

⁵¹So haben die im Zuge der US Subprimekrise verabschiedeten (und vom Steuerzahler finanzierten) staatlichen Rettungspakete (Beispiel: USA Emergency Economic Stabilization Act (EESA), CH Pflichtwandelanleihe des Bundes und Kredit der Nationalbank zur Bereinigung der UBS Bilanz) erneut verdeutlicht, dass auch ein möglicher Konkurs (insbesondere, wenn eine aufgrund der Grösse (*too big to fail*) und Vernetzung eine systemdestabilisierende Wirkung vermutet wird) einer Unternehmung zu diesen Externalitäten zählt. Aus Moral Hazard Überlegungen wird diskutiert, ob eine symmetrische Anreizstruktur (im Sinne einer Internalisierung mittels erweiterter Managerhaftung) für Führungskräfte *systemrelevanter* (als Beispiel für eine Externalität) Unternehmen

ternehmens, zum Beispiel durch besondere Leistungen für Mitarbeiter die Attraktivität als Arbeitgeber zu erhöhen, durchaus als Massnahme zur langfristigen Unternehmenswertsteigerung aufgefasst werden. Auch mögen nicht primär die Ziele des Stakeholderansatzes an sich, sondern vielmehr ihre effiziente Durchsetzung von problematischer Natur sein. Zu unterscheiden ist weiters der Vergleich zwischen bestehenden Mechanismen und einer (wünschbaren) Idealsituation unter vollkommener Information.

Die Interessenberücksichtigung von weiteren Anspruchsgruppen kann auf zwei Arten geschehen: (1) Einbindung der Stakeholderinteressen in das Maximierungskalkül des Managements und (2) Verteilung der Kontrollrechte auf alle Stakeholder. Als Schwierigkeiten in der Implementierung einer Stakeholder Society Governance Struktur lassen sich nennen:

- Monetär schwierig messbare Zielgrössen erschweren zum einen das Design eines Incentivierungsplans für das Management, welches zudem mit einem multidimensionalen Maximierungskalkül konfrontiert ist und können andererseits als Alibi für primär dem Managereigennutz dienende Entscheide missbraucht werden.
- Eine über die Gewinnmaximierung⁵² hinausgehende *freiwillige* Sozialverantwortung des Unternehmens wirkt wie eine Steuer auf den Unternehmensertrag und entzieht diesen der demokratischen Legitimation

einzuführen wäre (Konrad Hummler, Neue Zürcher Zeitung (NZZ) vom 21.02.2009, Seite 25). Zu weiteren Externalitäten siehe Acharya und Volpin (2008).

⁵²Es handelt sich hier um eine Maximierung (*Wertorientierung*) unter Nebenbedingungen. Dass dabei der gesetzliche Rahmen (auch *Werterahmen*), wie etwa das Verbot von Kinderarbeit oder Umweltschutzauflagen, einzuhalten ist, sollte sich von selbst verstehen. Zu diesem Werterahmen können beispielsweise auch Auflagen zur Eigenmittelunterlegung von Kreditrisiken bei Banken (*Basel II*) gezählt werden, die das Konkursrisiko und unter Umständen systemdestabilisierende Wirkungen verringern sollen.

2. Corporate Governance und Unternehmenstheorie

zumindest ausserhalb der betreffenden unternehmensspezifischen Stakeholder Society.⁵³

- Die Einräumung von Kontrollrechten für Nichtinvestoren kann das Volumen an (Initial-) Kapital reduzieren.
- Aufgrund divergierender Stakeholderinteressen kann ein geringerer Free Cash Flow resultieren.

Unternehmenswertmaximierung bedeutet Optimierung des Wertes der Unternehmung unter Berücksichtigung von Informationsasymmetrien (zum Beispiel zwischen Investoren und Managern). Sie stellt damit eine second-best Lösung dar.⁵⁴ Die vorliegende Arbeit richtet ihr Augenmerk auf die Managementkompensation als einen Teilbereich der Corporate Governance und mögliche Implikationen für den Investor (primär als Eigenkapitalgeber) in Abgrenzung zu vorgängig erwähnten möglichen anderen Anspruchsgruppen einer Unternehmung. Von Interesse ist im Rahmen dieser Arbeit primär, ob die Managementkompensation einer Publikumsgesellschaft ein Anlagekriterium für den Investor darstellen sollte. Inwiefern, gerade im Kontext jüngster Entwicklungen, andere Anspruchsgruppen ebenfalls ein Interesse an der Ausgestaltung der Corporate Governance Kontrollmechanismen haben sollten, ist nicht Gegenstand dieser Arbeit.

⁵³Die Verwendung von Unternehmenssteuern ist im Gegensatz zu einer über den gesetzlichen Rahmen hinausgehende Sozialverantwortung des Unternehmens demokratisch legitimiert.

⁵⁴Bestmögliche Lösung unter Einhaltung von Nebenbedingungen (mikroökonomisch).

3. Mikroökonomische Erklärungsansätze

Im *Prinzipal-Agent-Modell* führt der Interessengegensatz von Investoren und Managern dazu, dass Manager nicht im Sinne der Investoren handeln und damit Kosten für die Investoren verursachen. Die für die Investoren optimalen Managerhandlungen können nicht vertraglich fixiert werden, da nicht alle Umweltzustände ex ante bekannt sind und die Manager über einen Spezialisierungsvorteil gegenüber den Investoren verfügen. Die Beteiligung⁵⁵ des Managements am Unternehmen kann zu einer Interessenangleichung führen.⁵⁶ Die *Transaktionskostentheorie*⁵⁷ setzt die aus dem Prinzipal-Agent-Verhältnis zwischen Investor und Manager entspringenden Agency-Kosten in Beziehung zu den mit dem Preismechanismus einhergehenden Kosten und leitet daraus die Existenz von Unternehmen ab. Schliesslich besagt die *Theorie der Verfügungsrechte*, dass die Wirtschaftlichkeit des Verhaltens und des Ergebnisses des Produktionsprozesses vom Grade der Konkretisierung der Verfügungsrechte verschiedener Individuen (Investoren und Manager) am Eigentum abhängt; externe Effekte also internalisiert werden.

⁵⁵Die Beteiligung des Managers am Unternehmen zieht eine Sensitivität des Managervermögens in Bezug auf die Unternehmensperformance nach sich.

⁵⁶Siehe Grossman und Hart (1983).

⁵⁷Siehe Coase (1937).

3.1. Das Prinzipal-Agent-Modell

Motivation lässt sich in intrinsische und extrinsische Motivation unterteilen. Für die extrinsische Motivation werden implizite und explizite Anreize unterschieden. Explizite Anreize binden Entlohnung an verifizierbare Leistungsindikatoren.⁵⁸ Dabei handelt es sich um einen Zielkonflikt zwischen dem Informationsgehalt (*Informativeness*) und dem Rauschen (*Noisiness*) des Leistungsindikators.⁵⁹ Implizite Anreize hingegen können Entlohnung einerseits an vereinbarte subjektive⁶⁰ Leistungsbeurteilung⁶¹, andererseits an informelle Abmachungen und subjektive Erwartungen bezüglich Beförderungen⁶² und

⁵⁸Die Herausforderung besteht in der Ermittlung von Leistungsindikatoren, die kongruent mit dem Prinzipalinteresse sind. In diesem Zusammenhang steht auch das Phänomen Multitasking, welches die Optimierung der im Kompensationsvertrag aufgeführten (leicht messbaren) Performancemessgrößen seitens des Agenten zu Lasten der schwieriger zu messenden, aber gleichwohl für das Gesamtergebnis relevanten Performancemessgrößen meint. Siehe Baker (1992). Ursprünglich: Ein Agent hat ein Bündel an Aufgaben, aber nur ein Teil davon wird abgeboten. Der Agent hat dann einen Anreiz, sich auf diese zu lasten der anderen Aufgaben zu konzentrieren (*you get what you pay for, but you might get what you do not want*). Siehe Levine (1991) und Wallace (1997). Dies hat zur Folge, dass Arbeitsverträge für Jobs mit komplexen Aufgaben weniger explizit in der Belohnung einzelner Tätigkeiten sind.

⁵⁹Siehe Lambert und Larcker (1987) und Aggarwal und Samwick (1999a).

⁶⁰Die allerdings Verzerrungen dergestalt zu verzeichnen hat, als dass sie Anreize setzt, Ressourcen des Agenten darauf zu verwenden, seinem Vorgesetzten zu gefallen.

⁶¹Da es aufgrund der Informationsasymmetrie kostspielig ist, die Arbeitsleistung eines Managers zu bestimmen (im Sinne eines Inputs), werden im eigentlichen Sinne *Erfolgsgrößen* (die allerdings stochastisch von externen Faktoren überlagert sind) als Indikator für die erbrachte Leistung verwendet. So geschieht dann Leistungsmessung durch die Messung von Erfolgsgrößen. Die entsprechende begriffliche Verwendung von „Leistungsmessung“ umfasst im Folgenden diesen Sachverhalt.

⁶²Den theoretischen Rahmen dazu liefert die *Tournament Theory*. Eine Gruppe von Agenten konkurriert um einen Preis (die Beförderung: mehr Fixlohn, höheres Prestige). Die Theorie macht hier folgende Aussagen: (1) Je höher der Preis, desto grösser die Anstrengung der Agenten, diesen zu erlangen. (2) Das „Preisgeld“ sollte mit der Anzahl der konkurrierenden Agenten steigen, wenn es nur einen Gewinner gibt. (3) Agenten, die im Wettbewerb zurückfallen, haben einen Anreiz, riskantere Strategien zu verfolgen. Insbesondere dieser implizite Risikoanreiz führt in der Praxis dazu, Beförderungen mittels bürokratischer Regeln durchzuführen. Meist spielt das Senioritätsprinzip im Vergleich zur Produktivität eine grössere Rolle. Dieses überhöhte Preisgeld kann jedoch auch damit gerechtfertigt werden, dass in höherer Position jede Entscheidung weit reichendere

Sonderprämien knüpfen. Die Agency-Theorie liefert den Analyserahmen für Auftragsbeziehungen zwischen dem Investor (Prinzipal) und dem Manager (Agent) im Kontext *expliziter* Anreize.⁶³ Dabei delegiert der Prinzipal Verfügungsrechte über sein Eigentum (zum Beispiel Investitionsentscheidungen, Strategiefindung) an den Agenten, um Spezialisierungsvorteile zu realisieren. Der Agent verfolgt aus Eigennutz unter Umständen andere Ziele als der Prinzipal, hat eine etwaige abweichende Risikoneigung und verfügt über private Information bezüglich der ihm anvertrauten Handlung. Der Prinzipal schlägt dem Agenten einen Vertrag vor, dessen Incentivierungsmechanismus eine für den Prinzipal günstige Handlung des Agenten induziert.

Zur Verdeutlichung der Situation folgt eine formale Darstellung. Es besteht das Problem der *Hidden Action*: Das Ergebnis kann aus der Sicht des Prinzipals nicht eindeutig dem Einsatz des Agenten oder externen Umweltfaktoren (zum Beispiel einer günstigen Marktsituation) zugeschrieben werden. Formal wählt der Manager das Aktivitätsniveau a und es resultiert in Abhängigkeit von einem externen Faktor θ der Produktionsoutput $x = x(a, \theta)$. Ein höheres Aktivitätsniveau a führt mit abnehmender Grenzrate, jedoch unter Überlagerung der stochastischen Grösse θ zu einem höheren Outputniveau x (das Outputniveau kann auch als Unternehmenswert aufgefasst werden). Es wird

Folgen zeitigt und damit eine an der marginalen Produktivität gemessene Entlohnung Sprungstellen aufweisen kann. Es treten dort konvexe Entlohnungsschemata auf, wo das marginale Ergebnis in Abhängigkeit von der Anstrengung grösser ist. Da es sich in Unternehmen meist um mehrstufige Tournaments handelt, muss der Optionswert einer einstufigen Beförderung berücksichtigt werden, da Aussicht auf weitere Beförderungen besteht. Beförderungen können als mehrstufiges mikroökonomisches Spiel aufgefasst werden, in denen jeweils der Fixlohn neu verhandelt wird. Fazit: Es besteht auch in Abwesenheit von explizit variablen Kompensationsbestandteilen ein Leistungsanreiz (nämlich die nächste Stufe zu erreichen). Besonders in schnell wachsenden Organisationen ist diese Form des Leistungsanreizes gegeben. Siehe hierzu auch Gibbons und Murphy (1992).

⁶³Siehe Ross (1973).

3. Mikroökonomische Erklärungsansätze

in diesem Modell unterstellt, dass der Prinzipal und der Agent ihre Entscheidungen rational nach dem Bernoulli-Prinzip⁶⁴ treffen und ihren Eigennutzen maximieren. Das Anreizsystem muss sich an einer für beide Seiten beobachtbaren und verifizierbaren Grösse orientieren. Da weder das Aktivitätsniveau a des Agenten, noch der externe Faktor θ für den Prinzipal beobachtbar sind, bedienen sich beide Parteien des beobachtbaren Outputniveaus x . Der Agent erhält vertraglich einen Anteil s des Outputniveaus x zugesichert, formal: $s(x(\theta))$. Dem Prinzipal bleibt das Residuum $r(x) = x - s(x)$. Der Nutzen des Prinzipals ist daher $U_P = U_P[r(x)] = U_P[x - s(x)]$, der Nutzen des Agenten hingegen $U_A = U_A[s(x)] - L(a)$. Dabei bezeichnet $L(a)$ das durch das Aktivitätsniveau des Agenten hervorgerufene Arbeitsleid. Ziel des Prinzipals ist es, seinen Erwartungsnutzen zu maximieren.⁶⁵ Dabei wird unterstellt, dass der Prinzipal und der Agent die gleichen Verteilungsannahmen bezüglich der Variablen θ haben, der Prinzipal die Nutzenfunktion U_A des Agenten kennt und die Wahl des Aktivitätsniveau a durch den Agenten vor der Realisation von θ geschieht.

$$\max_{(s(x), a)} E[U_P[x - s(x)]] \quad (3.1)$$

unter den Nebenbedingungen

$$E[U_A[s(x), a]] \geq U_A^R \quad (3.2)$$

und

$$a \in \arg \max_{(a' \in A)} E[U_A[s(x), a']] \quad (3.3)$$

Der Prinzipal muss hinsichtlich des Vertrages zwei Bedingungen erfüllen: Die Partizipationsbedingung und die Incentivierungsbedingung. Die zu erfüllende

⁶⁴Das Bernoulli-Prinzip verlangt die Maximierung des Erwartungswertes des Nutzens (und berücksichtigt damit die individuelle Risikoaversion beziehungsweise die Präferenzen der Entscheider) der Ergebnisse und nicht die Maximierung des Erwartungswertes der Ergebnisse.

⁶⁵Siehe beispielsweise Holmström (1979).

3.1. Das Prinzipal-Agent-Modell

Partizipationsbedingung⁶⁶ U_A^R sichert dem Agenten mindestens den Reservationslohn, den er an anderer Stelle für vergleichbare Tätigkeit erhalten würde.⁶⁷ Die Incentivierungsbedingung⁶⁸ beschreibt den Anteil s , den der Agent bekommen muss, damit er die vom Prinzipal gewünschte Handlung a' wählt. Aufgrund der asymmetrischen Information bezüglich dem Aktivitätsniveau des Agenten entsteht ein *Moral Hazard Problem*⁶⁹, welches auch unter Erfüllung von der Partizipationsbedingung und der Incentivierungsbedingung nicht beseitigt werden kann. Das Outputniveau x ist niedriger als bei vollständiger Information. Die Differenz zwischen dem Output der *first-best* Lösung bei vollständiger Information und der *second-best* Lösung unter asymmetrischer Information werden als *Agency-Kosten* bezeichnet.

Meist besteht in Prinzipal-Agent-Modellen die Annahme, der Prinzipal sei risikoneutral. Dies leitet sich aus der Überlegung ab, der Prinzipal könnte aufgrund seiner Vermögensposition jegliches Risiko durch Diversifikation eliminieren. In der Realität besteht jedoch eine signifikant positive Marktrisikoprämie, die der Investor über den risikolosen Zinssatz hinaus für das Halten des (diversifizierten) Marktportfolios erhält. Investoren ist es hingegen möglich, firmenspezifisches Risiko zu eliminieren. Das lässt den Schluss zu, dass der Prinzipal gegenüber idiosynkratischem⁷⁰ Risiko (Aufgrund seiner Diversifikationsmöglichkeiten) neutral, sich im Hinblick auf Marktrisiko jedoch risikoavers verhält. In *Adverse Selection Modellen* besteht die Hypothese, dass es Manager mit unterschiedlichen Fähigkeiten gibt, die von

⁶⁶Formel 3.2.

⁶⁷Siehe Laux und Schenk-Mathes (1992).

⁶⁸Formel 3.3.

⁶⁹Das Ausnutzen von Informationsvorteilen.

⁷⁰Unternehmensrisiko lässt sich in systematisches und unsystematisches Risiko aufteilen. Das idiosynkratische (unsystematische) Risiko bezeichnet das nicht diversifizierbare, unternehmensspezifische Risiko.

3. Mikroökonomische Erklärungsansätze

den Investoren nicht beobachtet werden können. Diese Informationsasymmetrie vor Vertragsabschluss zwischen den Vertragsparteien führt potentiell zu Agency-Kosten. Eine Managerbeteiligung am Unternehmen führt nun zu einer Revelation⁷¹ dieser privaten Information des Managers.⁷²

3.2. Transaktionskostentheorie

Die Transaktionskostentheorie⁷³ setzt die aus dem Prinzipal-Agent-Verhältnis zwischen Investor und Manager entspringenden Agency-Kosten in Beziehung zu den mit dem Preismechanismus einhergehenden Kosten und leitet daraus die Existenz von Unternehmen ab. Die Transaktionskosten lassen sich in Koordinationskosten und Motivationskosten unterteilen. Im Einzelnen umfassen sie Suchkosten, Informationskosten, Verhandlungskosten, Vertragskosten sowie Monitoringkosten, Durchsetzungskosten und Kontrollkosten.⁷⁴ Demgegenüber stehen jedoch Agency-Kosten der Unternehmung. Das Vorhandensein von Transaktions- und Agency-Kosten führt dazu, dass sich je nach ihrer Höhe die Koordinationsform Markt beziehungsweise Planung und Autorität (Unternehmen) etabliert. Innerhalb der Transaktionskostentheorie befasst sich die Governance Lehre⁷⁵ insbesondere mit der Ausgestaltung der Vertragsbeziehungen und der Kontrollmechanismen. Darüber hinaus entstand die Theorie der inkompletten Kontrakte, welche für das Verständnis der Ma-

⁷¹ *Revelationsprinzip*: Aufgrund der Vertragsausgestaltung kommt es zu einer Offenlegung der Fähigkeiten.

⁷² Siehe Myerson (1979).

⁷³ Siehe Coase (1937).

⁷⁴ Es existiert gleichwohl eine Vielzahl an Institutionen, welche diese Transaktionskosten (potentiell) senken. Dazu zählen unter anderem Wertpapierbörsen, Beratungsfirmen, Zertifikate, Zahlungssysteme, Rechtssysteme, Handelsmarken und Versicherungsmärkte. In Kontext von Transaktionskosten können die unterschiedlichen (rechtlichen) Gesellschaftsformen einer Unternehmung als Lösung aufgefasst werden, spezifische Transaktionskostenarten zu minimieren. Siehe dazu auch Fama und Jensen (1983).

⁷⁵ Siehe Williamson (1985).

3.3. Theorie der Verfügungsrechte

nagementkompensation von besonderer Bedeutung ist.⁷⁶ Verträge zwischen Investor (Verwaltungsrat)⁷⁷ und Management können nicht alle zukünftigen Umweltzustände berücksichtigen.⁷⁸ Daher handelt es sich um unvollständige Verträge im ökonomischen Sinne, deren Kosten drei Gruppen zugeordnet werden können. (1) Planungsaufwand zur Erfassung zukünftiger Umweltzustände, (2) Vertragsverhandlungen zwischen den Parteien und (3) Durchsetzung der Verträge. Aus ökonomischer Sicht kann es deshalb rational für die Vertragsparteien sein, einen unvollständigen Kontrakt zu schliessen. Das Management kann diesen Umstand daher zu seinen Gunsten ausnutzen. Erschwert die Free-Rider-Problematik eine direkte Disziplinierung des Managements durch die breit gestreuten Investoren, vermögen weitere (indirekte) Kontrollmechanismen den notwendigermassen bestehenden diskretionären Handlungsspielraum des Managements einzuschränken.⁷⁹

3.3. Theorie der Verfügungsrechte

Im Unterschied zur neoklassischen Sichtweise wird die Unternehmung nicht als Black-Box, sondern als eine Verknüpfung von Verträgen (*Nexus of Contracts*) interpretiert.⁸⁰ Die Theorie der Handlungs- und Verfügungsrechte an Gütern (Property Rights Theory) erweitert den neoklassischen Eigentumsbegriff über materielle Ressourcen auf immaterielle Rechte daran. Speziell umfassen die Verfügungsrechte ein Bündel an Rechten (nicht zwingend formaljuristische Eigentumsrechte), das aus den Komponenten (1) Nutzung, (2)

⁷⁶Siehe Hart (1983).

⁷⁷An dieser Stelle sei der Verwaltungsrat als ideale Interessenvertretung der Investoren aufgefasst.

⁷⁸In der Literatur als *Bonding Solution* beschrieben.

⁷⁹Für eine detailliertere Diskussion der Corporate Governance Mechanismen siehe Kapitel 2.3.

⁸⁰Siehe Fama (1980).

3. Mikroökonomische Erklärungsansätze

Veränderung, (3) Residualberechtigung und (4) dem Recht, die Ressource zu verkaufen, besteht.⁸¹ Sind in eigentümergeführten Unternehmen die Rechte daran in einer Person vereint, kommt es bei der managergeführten Unternehmung zu einer Aufteilung des Bündels an Rechten zwischen breit gestreuten Investoren und dem Management.⁸² Die Investoren können daher als Gruppe interpretiert werden, die explizit nur eine Teilmenge des Bündels an Rechten an der Unternehmung halten, um Spezialisierungsvorteile zu realisieren.⁸³ Die Theorie der Verfügungsrechte kann daher insbesondere bei der Kompensationskomponente „Equity“ (Manager hält Anteile am Unternehmen, „Insider Ownership“), gerade im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen Ownership und Firmenperformance, als Erklärungsmuster dienen. Bei Unternehmen, die sich (zumindest teilweise) in Managerbesitz befinden, kommt es zu einer erneuten Bündelung der Verfügungsrechte. Zu den Haupterkenntnissen der Theorie der Verfügungsrechte gehört, dass die Wirtschaftlichkeit des Verhaltens und des Ergebnisses des Produktionsprozesses vom Grad der Konkretisierung der Verfügungsrechte verschiedener Individuen am Eigentum abhängt; externe Effekte also internalisiert werden.

⁸¹Im Unternehmenskontext bestünde das Bündel an Rechten aus der Möglichkeit, (1) das Betriebsvermögen zur Herstellung von Produkten zu benutzen, (2) Finanzaktiva in Investivkapital zu transformieren oder Mitarbeiter gegen Lohn zu beschäftigen, (3) am Unternehmensgewinn zu partizipieren (Dividenden) und (4) Teile der Aktiva zu veräußern.

⁸²Siehe Jensen und Meckling (1976).

⁸³Siehe Kang und Sorensen (1999), Seite 126.

4. Zusammenfassung Teil I

Die Neue Institutionenökonomik liefert den analytischen Rahmen für die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle an Unternehmen entspringenden Agency-Kosten. Sie umfasst die Prinzipal-Agent-Theorie, die Transaktionskostentheorie und die Theorie der Verfügungsrechte. Dabei liefert insbesondere die Prinzipal-Agent-Theorie Lösungen für die (ex ante) Vertragsausgestaltung zwischen Investoren und Managern. Die zur Transaktionskostentheorie gehörende Governance Lehre kann als ein Mechanismus aufgefasst werden, die Möglichkeit des Managements einzuschränken, den eigenen (Manager-) Wohlstand auf Kosten des Wohlstandes der Investoren (und darüber hinaus aus einer Stakeholderperspektive auch den gesamtgesellschaftlichen Wohlstand) zu vermehren. Die Kontrollmechanismen lassen sich in interne und externe Mechanismen aufteilen. Wirkungszusammenhänge, welche ihre Verankerung in der Organisationsstruktur des Unternehmens finden, werden als interne Kontrollmechanismen bezeichnet. Die externen Kontrollmechanismen umfassen die relevanten Märkte für die Inputfaktoren der Unternehmung. *Die Managementkompensation kann, abgestützt auf die Erkenntnisse aus der Prinzipal-Agent-Theorie, auch als ein wichtiger interner Kontrollmechanismus aufgefasst werden.* Der zweite Teil dieser Arbeit beschreibt die Position des Managements, Ausgestaltungsvarianten des Kontrollmechanismus der Managementkompensation, Theorien für exorbitant hohe Managervergütung und die Begrenzung allfälliger Fehlanreize durch Managementkompensation.

Teil II.

Managementkompensation als Kontrollmechanismus

5. Auswirkungen der Managerial Welfare Maximization

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle am Unternehmen bildet den Kern des Agency-Konfliktes zwischen Investoren und Managern. Investoren benötigen das Humankapital des Managers, um ihr Kapital produktiv einzusetzen. Manager sind auf Kapitalgeber angewiesen, um ihr Humankapital verwerten zu können, sollten sie selbst nicht über genügend Finanzkapital verfügen.⁸⁴ Dem Investor ist es nicht möglich, einen kompletten Vertrag mit dem Manager zu schliessen. Diese Unmöglichkeit erwächst aus drei Gründen. Erstens ist ex ante nicht jeder Umweltzustand bekannt. Zweitens ist die für den Investor optimale Handlung aufgrund des Spezialisierungsvorteils des Managers potentiell unbekannt. Drittens ist meist nicht die Managerhandlung selbst, sondern nur das durch externe Faktoren verzerrte Ergebnis beobachtbar. Diese Umstände führen dazu, dass der Investor dem Manager einen diskretionären Handlungsspielraum einräumt. Der dem Manager zugebilligte diskretionäre Handlungsspielraum kann auch als das Überlassen von Residualrechten am Finanzkapital des Investors interpretiert werden. Das Managerinteresse ist nicht deckungsgleich mit dem Investoreninteresse. Während die Unternehmenswertsteigerung⁸⁵ im Zentrum des Investoreninteresses

⁸⁴Siehe Shleifer und Vishny (1997), Seite 740.

⁸⁵Dies gilt für *Eigenkapitalgeber*.

5. Auswirkungen der Managerial Welfare Maximization

steht, ist es dem Manager durch den ihm zugebilligten diskretionären Handlungsspielraum möglich, eigene Interessen zu verfolgen und seinen Nutzen zu maximieren. Die Verfolgung des Eigeninteresses des Managers wird mit dem Begriff *Managerial Welfare Maximization* umschrieben.⁸⁶ Als Auswirkungen der Nutzenmaximierung des Managers sind zu nennen:

- Maximale Kompensation
- Managerial Entrenchment
- Minimierung des eigenen firmenspezifischen Risikos

Da die Investoren das opportunistische Verhalten der Manager antizipieren, stellen sie ex ante weniger Kapital zur Verfügung. Durch die Auferlegung von Corporate Governance Kontrollmechanismen (zum Beispiel die Verknüpfung von Managervermögen mit dem Investorenvermögen) durch die Investoren oder durch die Manager selbst kann durch Reduktion der Agency-Kosten ein höherer Free Cash Flow generiert und damit ex ante die Bereitschaft der Investoren zur Kapitalbereitstellung gesteigert werden.

Corporate Governance Kontrollmechanismen können die Agency-Kosten bestenfalls reduzieren, jedoch nicht gänzlich eliminieren. Sie garantieren daher auch kein first-best⁸⁷ Optimum und rufen zusätzlich ihrerseits teils unerwünschte Nebenwirkungen durch die Managerial Welfare Maximization⁸⁸ hervor. Die positive Agency-Theorie umfasst die Untersuchung der Auswir-

⁸⁶Siehe Volkart (1998), Seite 109f.

⁸⁷Wie in Kapitel 3.1 dargelegt.

⁸⁸Da der Input nicht direkt beobachtbar ist, maximiert der Manager seine Kompensation - also den Leistungsindikator. Erst die sorgfältige Ausgestaltung des Indikators bringt eine Interessenangleichung zwischen Managern und Investoren. Eine vollständige Interessenübereinstimmung kann jedoch nicht erreicht werden. Dies gehört zu den zentralen Schlussfolgerungen der Prinzipal-Agent-Theorie. „Make managers think and act like owners“ bleibt ein mehr oder weniger zu erreichendes Ideal.

kungen der Eigennutzenmaximierung der Manager auf verschiedene Corporate Finance Bereiche; die Nebenwirkungen beziehen sich dabei auf den originären Manager-Investoren Zielkonflikt und solche, die durch den Kontrollmechanismus der Managementkompensation von der Eigennutzenmaximierung des Managers hervorgerufen werden. In diesem Teil der Arbeit werden zum einen die Auswirkungen des originären Konflikts zwischen Managern und Investoren dargestellt. Zum anderen wird aufgezeigt, wie der Kontrollmechanismus der Managementkompensation diesen originären Konflikt zwischen Managern und Investoren eindämmen kann, aber auch unerwünschte Nebenwirkungen hervorrufen kann. Ein Managementkompensationsplan kann dabei grundsätzlich in die Elemente Finanzierung, Allokation und Auszahlung unterteilt werden und durch entsprechende Parametrisierung eine bestimmte Anreizwirkung entfalten. Fälle exorbitanter Managementvergütung und Fehl-anreize, welche die Finanzkrise mit begünstigt haben, heben die Wichtigkeit der Ausgestaltung des Kontrollmechanismus der Managementvergütung hervor. Abbildung 5.1 gibt einen Überblick über den Teil II der Arbeit.

5. Auswirkungen der Managerial Welfare Maximization

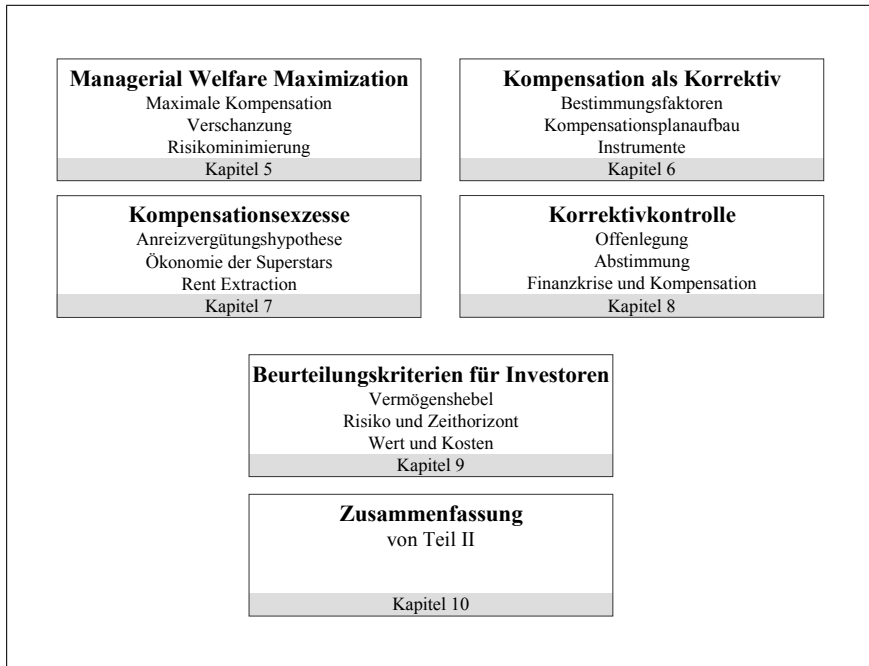


Abbildung 5.1.: Überblick über den Teil II der Arbeit. Zunächst wird in Kapitel 5 die Position des Managements dargelegt. In Kapitel 6 folgen die Bestimmungsfaktoren und die Wirkungsweise des Kontrollmechanismus der Managementkompensation. Kapitel 7 gibt einen Überblick über die Theorien, die eine unter Umständen als sehr hoch empfundene Managementkompensation erklärt. Kapitel 8 zeigt Regelungen zur Offenlegung, Abstimmung in Vergütungsfragen und den Einfluss der Finanzkrise auf die Bestimmungen zur Executive Compensation. In Kapitel 9 finden sich Kriterien für Investoren zur Beurteilung von Anreizplänen. Kapitel 10 fasst den Teil II der Arbeit zusammen.

5.1. Maximale Kompensation

Die Managerkompensation umfasst neben den monetären Komponenten auch nichtmonetäre Grössen. Zu den monetären Komponenten zählt einerseits die direkte Vergütung (Fixsalar, Boni, Aktien, Aktienoptionen), andererseits der Transfer⁸⁹ von Vermögenswerten (weit unter Marktpreisniveau) zu Unternehmen unter Managerkontrolle (*Self-Dealing*). Der Manager versucht seine Kompensation zu maximieren. Da die Höhe der Kompensation vielfach auch von der Unternehmensgrösse abhängt, hat er einen Anreiz, das Unternehmen zu vergrössern (*Empire Building*). Dies kann zum Beispiel durch Investitionen in Umsatzwachstum geschehen. Ist das Managervermögen nur sehr schwach oder gar nicht an den Unternehmenswert gekoppelt, dann wird der Manager solche Wachstumsstrategien auch verfolgen, wenn sie unternehmenswertmindernd sind. Nichtmonetärer Art ist der Konsum privater Annehmlichkeiten (*Consumption on the Job*), er umfasst etwa luxuriös ausgestattete Büroräumlichkeiten, einen Firmenjet oder Mäzenatentum auf Firmenkosten, welches jedoch auch dem Manager selbst den Nimbus der Grosszügigkeit verleiht. Ebenso kann Macht als solche und mit der Position verbundenes Prestige den Nutzen des Managers erhöhen.⁹⁰ Sowohl monetäre, wie auch nichtmonetäre Komponenten sind von den Investoren durch den Wertverlust ihrer Anteile zu tragen.

⁸⁹Diese Form der Ausbeutung der Investoren wurde durch die (westliche) Gesetzgebung bereits im 18. und 19. Jahrhundert erschwert. Solche Phänomene liessen sich jüngst etwa bei Ölfirmen im postsowjetischen Russland während der Transitionsphase beobachten. Hingegen ist die gerichtliche Vorgehensweise gegen weniger offenkundige Investorenausbeutung selbst in Ländern mit entwickeltem Aktienrecht durch die *Business Judgment Rule* erschwert. Diese umschreibt den Umstand, dass bei zukunftsgerichteten unternehmerischen Handeln des Managements ein gewisser Beurteilungs- und Ermessensspielraum zugestanden werden muss, insbesondere keine Haftungsansprüche im Falle eines blossen Fehlschlags unternehmerischer Entscheidungen geltend gemacht werden dürfen. Siehe Shleifer und Vishny (1997), Seite 742f.

⁹⁰Siehe hierzu Jensen und Meckling (1976), Seite 312.

5. Auswirkungen der Managerial Welfare Maximization

Als wichtigste Auswirkungen aus der Zielverfolgung des Managers, seine Kompensation zu maximieren, lassen sich zusammenfassend nennen: (1) Self-Dealing, (2) Empire Building und (3) Consumption on the Job.

5.2. Managerial Entrenchment

*Managerial Entrenchment*⁹¹ bezeichnet die grösstmögliche Handlungsautonomie des Managers durch minimale Einschränkung, die ihm durch Kontrollmechanismen auferlegt sind.⁹² Er ist also an einer schwachen Corporate Governance interessiert. Dazu gehören auch spezifische Investitionen zur Sicherung des eigenen Arbeitsplatzes und die Entscheidung über die Verwendung der freien Geldmittel (Free Cash Flow).⁹³ Ebenso hat der Manager den Anreiz, einen für die Investoren suboptimalen Fremdkapitalanteil anzustreben, da dies die freien Mittel erhöht, über die der Manager einen diskretionären Handlungsspielraum hat.⁹⁴

⁹¹Zu dt. Verschanzung; siehe Berger, Ofek und Yermack (1997), Seite 1411.

⁹²Wie in Kapitel 2.3 dargestellt.

⁹³Der Manager hat einen Anreiz, freie Geldmittel nicht an die Investoren zurückzugeben, sondern durch Reinvestition Unternehmenswachstum zu forcieren. Das Unternehmenswachstum findet häufig in Form von Diversifikationsstrategien statt, die nicht wertsteigernd sein müssen. Siehe dazu Berger und Ofek (1994) und Lang und Stulz (1994) und Comment und Jarrell (1995). Damit einher geht auch das Ziel des Managers, die Kompensation und sein Prestige zu erhöhen (positive Korrelation von Unternehmensgrösse und Kompensationsniveau), das persönliche Risiko zu minimieren (hohe idiosynkratische Risiken durch Humankapitalkonzentration) und seinen Wert für die Unternehmung durch spezifische Investitionen zu erhöhen.

⁹⁴Siehe dazu Jensen (1986). Fremdkapital reduziert die Agency-Kosten von Free Cash Flow. Während das Management wählen kann, ob es Free Cash Flow durch Dividenden oder Aktienrückkäufe an die Eigenkapitalinvestoren zurückgibt, ist es bei Fremdkapital verpflichtet, zu bestimmten Zeitpunkten vordefinierte Zinszahlungen zu leisten. Erhöhter Fremdkapitaleinsatz reduziert also das Free Cash Flow Problem.

Überblicksartig lassen sich als wichtigste Auswirkungen aus der Zielverfolgung des Managers, sich zu verschanzen, nennen: (1) Erhöhung der freien Mittel, über die der Manager diskretionären Handlungsspielraum hat durch Reduktion des Leverage (Fremdkapitaleinsatz), um dessen Disziplinierungswirkung zu entgehen. (2) Spezifische Investitionen in das Humankapital des Managers, um seinen Wert für die Unternehmung zu erhöhen⁹⁵ und damit verbundene (3) Diversifikationsstrategien, die für das Unternehmen wertmindernd sein können.

5.3. Risikominimierung

Zwischen dem Manager und dem Investor kann ein Interessengegensatz bezüglich der Risikopolitik der Unternehmung bestehen. Die firmenspezifische Risikoexposition des Managers ist hinsichtlich dreier Aspekte grösser als die des Investors. Erstens ist der Manager mit seinem Humankapital an die Unternehmung gebunden. Zweitens trägt er das Risiko eines Stellenverlustes. Drittens ist durch seine Vergütung sein Finanzkapital, wenn er als Teil des Kompensationsplans einen nicht unbeträchtlichen Anteil seines Vermögens in Unternehmensanteilen halten muss, unterdiversifiziert.⁹⁶ Der Investor hat sein Humankapital nicht an die Unternehmung gebunden, das unternehmensspezifische Risiko eines Stellenverlustes trifft ihn nicht und er hat die Möglichkeit durch Diversifikation nur das systematische Anlagerisiko tragen zu müssen.

Mit seinem diskretionären Handlungsspielraum verfügt der Manager auch über die Möglichkeit, unternehmensspezifische Risiken zu beeinflussen. Dies

⁹⁵Um die Ersetzbarkeit des Managers zu erschweren.

⁹⁶Siehe Jensen und Meckling (1976).

5. Auswirkungen der Managerial Welfare Maximization

betrifft die Investitionspolitik im Hinblick auf einzelne Projektentscheidungen und auch hinsichtlich einer möglichen Diversifikationsstrategie sowie die Kapitalstrukturpolitik. In der Investitionspolitik beispielsweise kann die Divergenz der Risikoaversion zwischen Manager und Investor dazu führen, dass vom Manager nicht mehr alle für den Investor lohnenden Projekte mit einem positiven erwarteten⁹⁷ Barwert verfolgt werden und ein suboptimales Investitionsniveau resultiert.⁹⁸ Zudem erhöht eine investitionspolitische Diversifikationsstrategie⁹⁹ auf Unternehmensebene den Nutzen des undiversifizierten Managers. Der Manager hat ausserdem einen Anreiz, eher solche Investitionen zu tätigen, die bereits nach kurzer Frist Erfolg versprechen. Damit will er auch nach aussen hin seine Fähigkeiten signalisieren und seine Reputation auf dem Managerarbeitsmarkt verbessern. Dieses Verhalten wird mit *Management Myopia* bezeichnet. Hinsichtlich der Kapitalstrukturpolitik hat der Manager den Anreiz, den Leverage tief zu halten, um das Unternehmensrisiko zu reduzieren.¹⁰⁰ Zu den wesentlichen Auswirkungen aus der Zielverfolgung des Managers, sein persönliches Risiko zu minimieren, gehören: (1) ein suboptimales Investitionsniveau, (2) Diversifikationsstrategien, die unternehmenswertmindernd sein können, (3) eine kurzfristige Investitionspolitik und (4) ein niedrigerer Verschuldungsgrad der Unternehmung, als für den Investor optimal ist.

⁹⁷Da der Investor risikoneutral ist, ist das Investitionskriterium nur ein positiver Erwartungswert. Die Risikoaversion des Managers führt dazu, dass er Investitionsprojekte mit grosser Renditestreuung nach Möglichkeit unterbindet.

⁹⁸Siehe Hall und Murphy (2003), Sanders und Hambrick (2007).

⁹⁹Eine Verfolgung einer Diversifikationsstrategie geschieht daher aus drei Beweggründen des Managers. Er möchte durch Unternehmenswachstum seine Kompensation erhöhen, er tätigt spezifische Investitionen, um sich zu verschanzen und er reduziert das Unternehmensrisiko, da er diesem stärker als der Investor ausgesetzt ist.

¹⁰⁰Siehe dazu Fama (1980). Ein tieferer Verschuldungsgrad der Unternehmung im Vergleich zu dem für die Investoren optimalen Leverage verfolgt der Manager aus zwei Gründen. Er erhöht die freien Mittel, über die er diskretionären Handlungsspielraum hat und reduziert das Unternehmensrisiko.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

Die Managementkompensation stellt auch einen wichtigen Kontrollmechanismus der Corporate Governance dar, um die Auswirkungen der vorgängig beschriebenen Managerial Welfare Maximization (und die daraus resultierenden Agency-Kosten) potentiell einzudämmen. Daraus folgt zum einen, dass der Kontrollmechanismus der Managementkompensation als ein Element im System der übrigen Mechanismen zu verstehen ist und mögliche Interdependenzen zu berücksichtigen sind; andererseits, dass ein optimales Corporate Governance System Veränderungen unterworfen sein kann, wenn firmenspezifische Charakteristiken unterschiedliche Governance Strukturen (und damit Kompensationssysteme) erfordern.¹⁰¹

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle an Unternehmen führt insbesondere zu zwei Interessengegensätzen zwischen Investoren und Managern. Dies ist einerseits die unterschiedliche Risikotoleranz und andererseits ein voneinander abweichendes Interesse hinsichtlich der Verwendung des Free Cash Flows.¹⁰² Die Verknüpfung des Managementvermögens mit dem Investorenvermögen ist ein möglicher Weg, diese Interessengegensätze zu lindern.

¹⁰¹Siehe Core, Guay und Larcker (2003).

¹⁰²Siehe Wallace (1997), Seite 297, neben den noch weiteren in Kapitel 5 genannten Interessengegensätzen.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

Wie Kompensationsexzesse und jüngste Entwicklungen (Finanzkrise) zeigen, schafft die Anreizvergütung als Korrektiv einer Prinzipal-Agent-Beziehung jedoch neuen Korrekturbedarf. In der öffentlichen Diskussion steht vor allem die Höhe der Managementkompensation im Zentrum der Debatte. Aus Anreizüberlegungen spielt jedoch vielmehr die Struktur¹⁰³ der Managementkompensation die entscheidende Rolle. Dabei sind neben dem Einsatz verschiedener Instrumente (Barvergütung und Equitybestandteile wie Aktien und Optionen) insbesondere die Zuteilungs- und Auszahlungsparameter zu beachten.¹⁰⁴ Die Ausgestaltung der Managementkompensation umfasst folgende Aspekte: (1) mögliche Anreizwirkung für das Management, (2) Unternehmenssteuereffekte und Einkommensteuereffekte für den Manager, (3) Rechnungslegungsaspekte und (4) Manipulationsgefahren. Die Managementkompensation hat neben der Interessenangleichung auch noch die Funktion der Bindung des Managers an die Unternehmung und die Motivation des Managers¹⁰⁵ zu erfüllen. Eine zunehmende Offenlegung der Managementkompensation für Investoren erlaubt die Begutachtung des daraus resultierenden Kontrollmechanismus innerhalb der Corporate Governance.

Der regulatorische Kontext zur Managementvergütung hat international im Zuge der Finanzkrise mit der Lancierung zahlreicher (Banken-) Rettungspakete noch einmal an Bewegung gewonnen. Strengere (geplante) Bestimmungen zur Offenlegung, Kompensationsdeckelung bei Instituten, welche staatliche Hilfen in Anspruch nehmen und darüber hinaus zur (konsultativen)

¹⁰³Siehe Mehran (1995).

¹⁰⁴Für eine Übersicht über Kapitel 6 siehe Abbildung 6.1.

¹⁰⁵Die Motivationsfunktion bezieht sich auf zweierlei; erstens sollte das Kompensationspaket einem risikoadjustierten Wettbewerbslohn genügen und zweitens Handlungen im Sinne des Investoreninteresses belohnen.

Abstimmung über Vergütungspläne des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung verdeutlichen die Bemühungen einer weitergehenden Korrektivkontrolle.¹⁰⁶

6.1. Bestimmungsfaktoren der Kompensation

Zu den wichtigsten in der akademischen Literatur genannten Bestimmungsfaktoren für die Managementkompensationshöhe zählen die Unternehmensgrösse, die Performance und bestimmte Corporate Governance Rahmenbedingungen.¹⁰⁷ Ferner länderspezifische Unterschiede, die Eigentümerstruktur¹⁰⁸, ein Doppelmandat¹⁰⁹ (CEO und Verwaltungsratspräsident), Liquiditätssituation, der Markt für Unternehmenskontrolle¹¹⁰ und Änderungen in der Situation der Arbeitnehmerorganisation (Gewerkschaften) und die Branchenzugehörigkeit. Im Folgenden wird auf die wichtigsten Bestimmungsfaktoren, die Unternehmensgrösse und die Performance, eingegangen.

¹⁰⁶Der Begriff *Korrektivkontrolle* soll den Umstand umschreiben, dass die Anreizvergütung zur Lösung des Prinzipal-Agent-Konflikts grundsätzlich geeignet erscheint, die praktische Umsetzung jedoch durch eine Vielzahl von Phänomenen auch zu unerwünschten Effekten führt (überhöhte Risikoanreize, Manipulationsgefahren der Leistungsindikatoren, Ausplünderung durch Machtfülle). Zu Letztgenanntem siehe Morgan und Poulsen (2001), Seite 490. Die *Kontrolle* dieses Korrektivs umfasst die Absicht, die Anreizvergütung grundsätzlich beizubehalten, aber die unerwünschten Nebenwirkungen auf ein tragbares Mass zu reduzieren.

¹⁰⁷Dazu zählt auch die Rolle des Verwaltungsrats. Der sogenannte Pay Setting Process kann daher selbst als Agency-Problem interpretiert werden. Dazu: Bebchuk und Fried (2003).

¹⁰⁸Siehe dazu Conyon (1997) und Hambrick und Finkelstein (1995).

¹⁰⁹Siehe dazu Main (1991) und Core, Holthausen und Larcker (1999). Letztere zeigen, dass Vorstandsvergütungen höher sind, wenn der CEO zugleich auch Vorsitzender des Verwaltungsrats war und je mehr Outside-Direktoren vom CEO ernannt worden oder mit Interessenkonflikten beladen waren oder sich durch hohes Alter oder durch Mehrfachboardmitgliedschaften auszeichneten.

¹¹⁰Siehe Kapitel 2.3.2.1.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

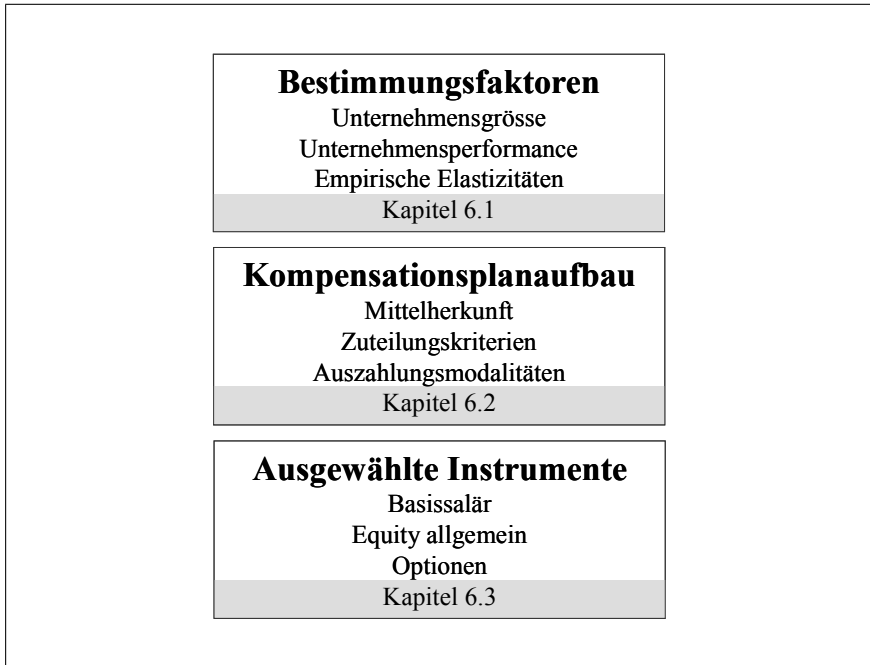


Abbildung 6.1.: Übersicht Kapitel 6. Zunächst erfolgt summarisch die Darlegung wichtiger Bestimmungsfaktoren für die Kompensationshöhe und die Kompensationsstruktur (Kapitel 6.1). Dazu zählen insbesondere die Unternehmensgrösse und die Unternehmensperformance und beinhaltet die Analyse empirischer Elastizitäten im Zeitablauf nach Branchen. Kapitel 6.2 zeigt den grundsätzlichen Kompensationsplanaufbau nach den Elementen Mittelherkunft, Zuteilungskriterien und Auszahlungsmodalitäten. Im Kapitel 6.3 findet sich eine Übersicht über die wichtigsten Kompensationsinstrumente mit Aspekten, die der Investor bei der Begutachtung eines Managementkompensationssystems beachten sollte.

6.1.1. Unternehmensgrösse

Zur Erklärung von Vergütungsunterschieden in Abhängigkeit von der Unternehmensgrösse¹¹¹ werden folgende Hypothesen genannt:

- Bei grösseren Unternehmen ist die hierarchische Struktur stärker ausgeprägt als bei kleineren. Da jede Hierarchiestufe ein Lohngefälle zur nächst tieferen aufzuweisen hat, ergibt sich an der Unternehmensspitze eine höhere Managementvergütung.
- Aufgrund der Unternehmensgrösse besteht eine breiter gestreute Anlegerschaft, aus der schwächere Überwachungsaktivitäten resultieren und das Management eher Vermögenstransfers zu seinen Gunsten durchzusetzen imstande ist.
- Die dritte Hypothese greift die Ökonomie der Superstars¹¹² auf. Managementtalent könne in einem grösseren Unternehmen überproportional viel Wert schaffen als in einem kleineren. Dies rechtfertige eine höhere Entlohnung.

6.1.2. Unternehmensperformance

Der Zusammenhang zwischen Corporate Governance (und einzelner Kontrollmechanismen wie dem der Managementkompensation) und der Unternehmensperformance bietet grundsätzlich drei mögliche Betrachtungsweisen:

1. Corporate Governance reduziert die Agency-Kosten und steigert dadurch den Unternehmenswert.

¹¹¹Siehe Tosi, Werner, Katz und Gomez-Mejia (2000).

¹¹²Siehe Rosen (1981).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

2. Die Unternehmensperformance hat einen Einfluss auf Corporate Governance Kontrollmechanismen und dient damit als Bestimmungsfaktor zum Beispiel für die Managementkompensation.
3. Es existiert eine wechselseitige Beeinflussung zwischen der Corporate Governance und der Unternehmensperformance.

In der akademischen Literatur ist die Unternehmensperformance als Bestimmungsfaktor für die Kompensationshöhe vielfach untersucht¹¹³ und unter dem Begriff Pay Performance Sensitivität (PPS) zusammengefasst worden.¹¹⁴ Performanceabhängige Kompensation kann als Teil der Lösung des Agency-Konflikts zwischen Managern und Investoren gesehen werden. Die Verknüpfung des Managervermögens mit dem Investorenvermögen und die Abhängigkeit der variablen Managerkompensationsbestandteile vom Wert der Unternehmung kann zu einer Interessenangleichung führen und einen Indikator für die Kompensationsplangüte darstellen. Folgen Unternehmen dieser Logik, dann müsste die Managementkompensation sensitiv auf die Unternehmensperformance reagieren. Die Studien von Baker, Jensen und Murphy (1988) und Jensen und Murphy (1990b) untersuchen den Erklärungsgehalt der Unternehmensperformance bezüglich der Managerkompensation mit den 1970ern als Untersuchungszeitraum. Als Ergebnis halten die Autoren fest, dass ein CEO bei einer Steigerung des Investorenvermögens um USD 1'000 mit nur USD 3.25 partizipiert; das CEO-Kompensationspaket demnach also nahezu unabhängig von der Unternehmensperformance sei. Studien, welche spätere Untersuchungszeiträume analysieren, zeigen jedoch eine Zunahme der Pay Performance Sensitivität, wobei 98% der Performanceabhängigkeit Aktien und Optionen zugeschrieben werden können.¹¹⁵ Die Zunahme ist vor allem

¹¹³Siehe Hall (2000), Seite 123.

¹¹⁴Siehe Tosi, Werner, Katz und Gomez-Mejia (2000) für eine Metaanalyse.

¹¹⁵Siehe hierzu Hall und Liebman (1998), Seite 685.

6.1. Bestimmungsfaktoren der Kompensation

auf den vermehrten Einsatz von Aktienoptionen zurückzuführen.¹¹⁶ Die Frage der Wirkungsrichtung ist mit der Pay Performance Sensitivität noch nicht beantwortet. Teil III dieser Arbeit greift diese Fragestellung vertiefend auf.

Das Prinzipal-Agent-Modell¹¹⁷ macht eine wichtige Aussagen bezüglich der Pay Performance Sensitivität. Der Output x ist $x = a + \theta$, also abhängig vom Aktivitätsniveau a des Managers und der stochastischen Grösse θ mit $\theta \sim N(0, \sigma)$. Der Lohn $w(x) = f + s \cdot x$ des Managers besteht aus einem Fixlohnanteil f und einer Gewinnbeteiligung¹¹⁸ s , welche die Sensitivität der Managerkompensation im Bezug auf die Unternehmensperformance x bezeichnet. Der Manager hat die exponentielle Nutzenfunktion $U(x) = -e^{\gamma(w-L(a))}$, wobei γ die absolute Risikoaversion bezeichnet und $L(a)$ die konvexe Arbeitsleidfunktion darstellt. Die optimale Gewinnbeteiligung ist dann $s = \frac{1}{1+\gamma\sigma^2 L''}$. Die optimale Pay Performance Sensitivität ist dann $s = 1$, wenn der Output sicher ist ($\sigma^2 = 0$) oder der Manager risikoneutral ist ($\gamma = 0$). Die Anreizwirkung sinkt mit der Risikoaversion des Managers ($\frac{\partial s}{\partial \gamma} < 0$) und dem Unternehmensrisiko ($\frac{\partial s}{\partial \sigma^2} < 0$); es existiert also ein Zielkonflikt zwischen Risiko und Anreizwirkung.¹¹⁹

6.1.3. Empirische Elastizitäten

Im Folgenden wird ein möglicher empirischer Zusammenhang zwischen der Managementkompensation und der Unternehmensperformance analysiert. Es erfolgt eine Beschränkung auf CEOs. Nach Murphy (1999) wird zwischen ei-

¹¹⁶Siehe hierzu Perry und Zenner (2001). Dabei ist die in der Vergangenheit (USA) vorteilhafte steuerliche Behandlung von Aktienoptionen zu beachten (IRC 162(m)).

¹¹⁷Siehe Kapitel 3.1.

¹¹⁸Auch *Sharing Rate* beziehungsweise *Sharing Percentage* genannt.

¹¹⁹Siehe Murphy (1999).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

ner *expliziten* Relation (Wertveränderung der unternehmensspezifischen Equitybestandteile im Portfolio des Managers) und einem *impliziten* Zusammenhang (Saläranpassung und rechnungslegungsabhängige Vergütungskomponenten) unterschieden. Als abhängige Variablen werden die jährliche prozentuale Veränderung der Gesamtkompensation (zum Grantzeitpunkt) und die Cashkompensation (Salär und Bonuskomponente), also die implizite Relation, untersucht. Die erklärende Variable bildet der Total Shareholder Return (TSR). Damit werden Elastizitäten gemessen.¹²⁰ Zur Berechnung wurde die Standard and Poor's Compustat ExecuComp Datenbank herangezogen. Diese beinhaltet Managementkompensationsmerkmale der 1'500 grössten (nach Marktkapitalisierung) in den USA kotierten Unternehmen und umfasst den S&P 500, den S&P Mid-Cap 400 und den S&P Small-Cap 600 von 1992 (ab 1993 *Veränderung*) bis 2006.¹²¹ Alle aus der Datenbank gewonnenen Merkmale in USD wurden auf das Jahr 1992 deflationiert; siehe Tabelle 6.1. Renditeangaben wurden in reale Renditen transformiert. Die Datenreihe stammt von der Federal Reserve Bank of St. Louis.¹²²

Abbildung 6.2 zeigt die Entwicklung der geschätzten Elastizitäten über den Zeitraum 1993-2006 über alle Branchen des S&P 1500 für beide abhängigen Variablen. Abbildung 6.3 zeigt ausgewählte Branchen (Bergbau/Verarbeitende Industrie, Versorger und Finanzinstitute) mit dem Total Grant Value als ab-

¹²⁰Dieser Ansatz ist etwa bei Coughlan und Schmidt (1985) zu finden.

¹²¹ExecuComp Datenbank Version Oktober 2007; 215'301 Executive-Jahre mit jeweils bis zu 168 Merkmalen; 30'104 verschiedene Executives. Seit dem Fiskaljahr 1993 sind quотиerte Firmen in den USA verpflichtet, der SEC jährlich im Einzelnen Angaben zu der Kompensation der fünf am besten bezahlten Geschäftsleitungsmitglieder zu machen. Diese Informationspflicht umfasst Angaben zum Salär, Bonus, weitere jährliche Kompensation, vinkulierte Aktienzuteilungen, langfristige Bonuspläne, Optionszuteilungen und sämtliche anderen Kompensationszahlungen. Zu Industrieklassifikation (12 Kategorien) siehe French (2009).

¹²²Series ID: CUUR0000SA0, US-City Average, All Items, Base Period of Series 1982-1984.

6.1. Bestimmungsfaktoren der Kompensation

hängiger Variable und Abbildung 6.4 die Veränderung der Cashvergütung als abhängiger Variable.¹²³

Studien zur Pay Performance Sensitivität und Elastizität gemein ist der niedrige Erklärungsgehalt der Unternehmensperformance (niedriger Determinationskoeffizient R^2 , schwacher *linearer* Zusammenhang). Da pro Unternehmen und Jahr meist nur ein Datenpunkt hinsichtlich der Kompensation besteht, kommt ein „Fixed-Effects“ Modell für alle Firmen beziehungsweise für eine Branche zum Einsatz. Im Gegensatz zur Sensitivitätsmessung ist die Messung von Elastizitäten relativ invariant gegenüber der Unternehmensgröße. Allerdings hat die Sensitivitätsmessung den Vorteil der intuitiveren ökonomischen Interpretation: Die Sensitivität bezeichnet die Partizipationsrate des Managers; eine bestimmte Vermögensveränderung der Investoren in Geldeinheiten entspricht einer bestimmten Vermögensveränderung des Managers in Geldeinheiten. Die Vermögensbetrachtung des Managers klammert in den meisten Fällen nicht-spezifisches Unternehmensvermögen aus, da diese Daten kaum zugänglich sind.¹²⁴ Über alle Branchen (Abbildung 6.2) ist eine Abnahme der Elastizitäten zwischen 1993 und 2005 zu beobachten, jedoch mit erheblicher Variabilität von Jahr zu Jahr. Dies deutet auf einen schwachen statistischen Zusammenhang zwischen der Vermögensveränderung der Investoren und der jährlichen Veränderung der Managerkompensation hin.

¹²³Daraus ergibt sich folgende einfache Schätzgleichung: $w_{it} = a_t + b_t \cdot \text{TSR}_{it} + \epsilon_{it}$. w_{it} bezeichnet die jährliche prozentuale Veränderung der Kompensation des CEO von Unternehmung i zum Zeitpunkt t und TSR_{it} den Total Shareholder Return der Unternehmung i zum Zeitpunkt t . Lag-Struktur (zeitliche Versetzung) wurde überprüft.

¹²⁴Siehe Murphy (1999).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

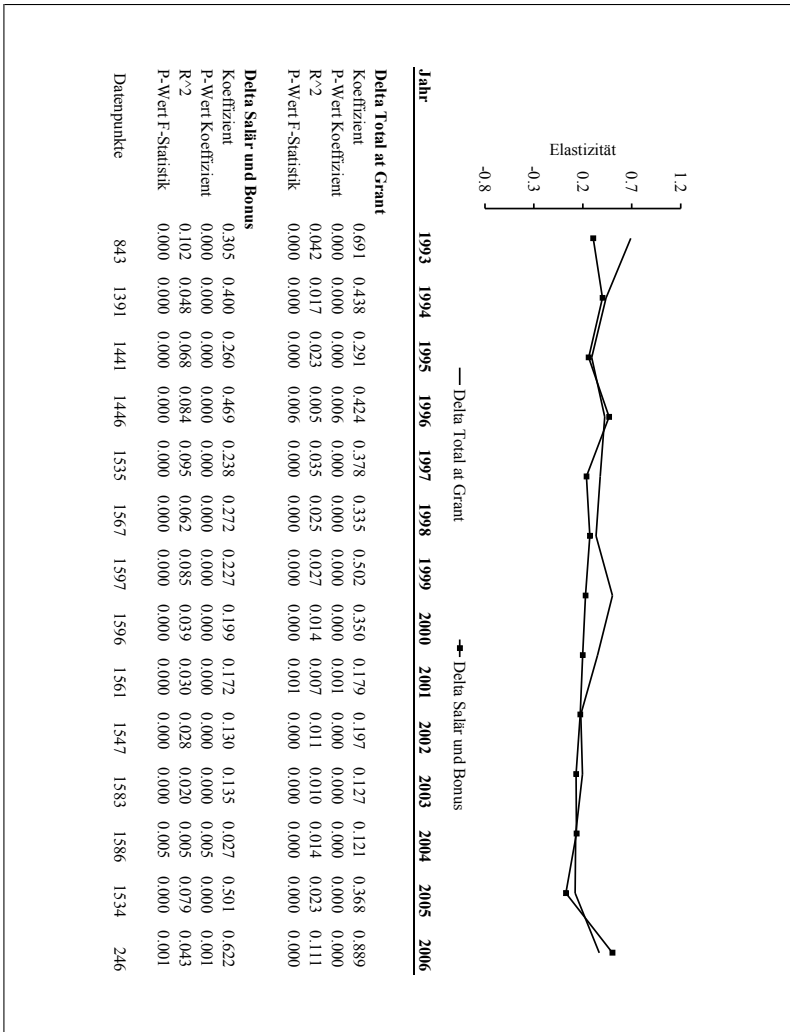


Abbildung 6.2.: CEO Pay Performance Elastizitäten 1993-2006 von Unternehmen des S&P 1500. Geschätzt wurden die Elastizitäten für die jährliche Veränderung des Totals at Grant (sämtliche Vergütungsbestandteile) und der jährlichen Veränderung des Salärs und Bonus mit Total Shareholder Return (TSR) mittels Regressionsrechnung. Im Jahr 1994 bewirkt ein Wachstum des Investorenvermögens um 1% ein 0.40%iges Wachstum der Managercashkompensation. (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P ExecuComp Datenbank)

6.1. Bestimmungsfaktoren der Kompensation

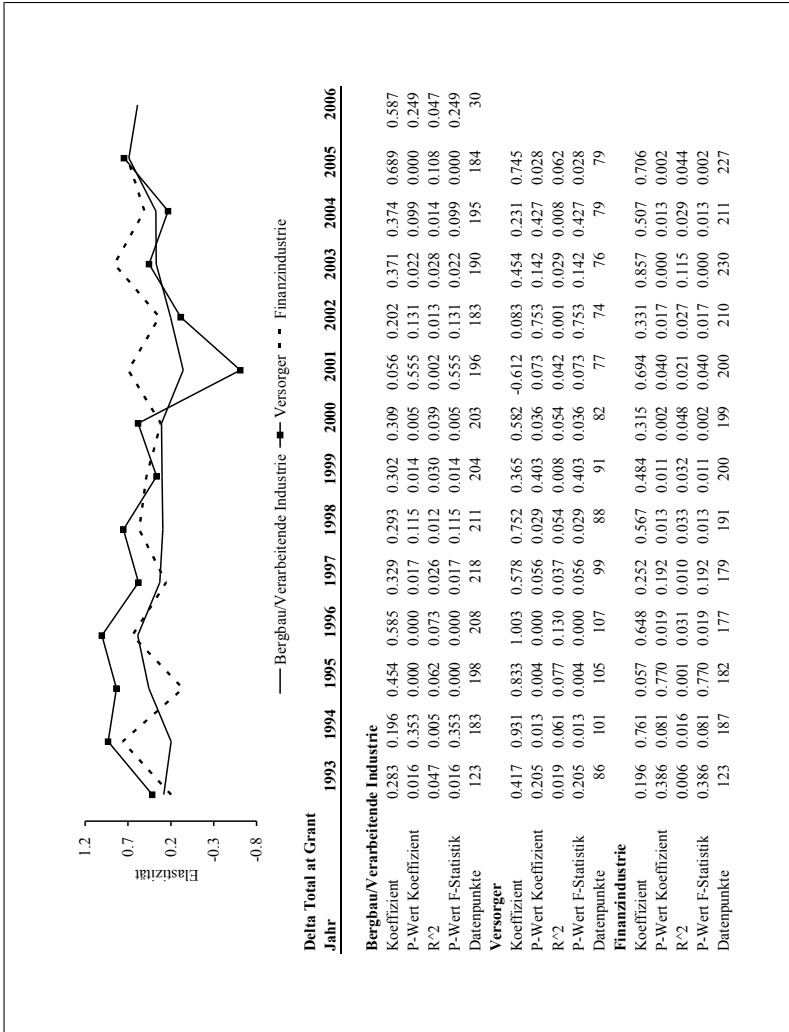


Abbildung 6.3.: CEO Pay Performance Elastizitäten 1993-2005/06 von den **Branchen** Bergbau/Verarbeitende Industrie, Versorger und Finanzindustrie von Unternehmen des S&P 1500. Geschätzt wurden die Elastizitäten für die jährliche Veränderung des **Totals at Grant** (sämtliche Vergütungsbestandteile) mit dem Total Shareholder Return (TSR) als Regressor. (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P Execu-Comp Datenbank)

6. Managementreizvergütung als Korrektiv

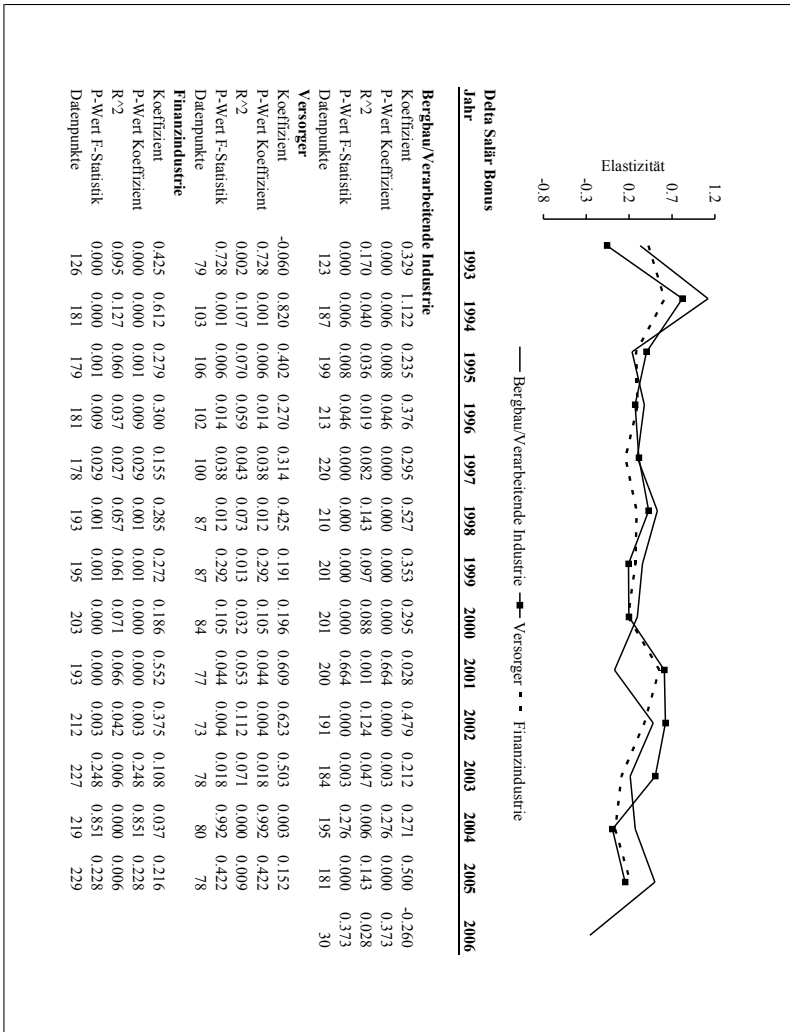


Abbildung 6.4.: CEO Pay Performance Elastizitäten 1993-2005/06 von den **Branchen** Bergbau/Verarbeitende Industrie, Versorger und Finanzindustrie von Unternehmen des S&P 1500. Geschätzt wurden die Elastizitäten für die jährliche Veränderung der **Cash Compensation** mit dem Total Shareholder Return (TSR) als Regressor. (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P ExecuComp Datenbank)

Tabelle 6.1.: Inflationsadjustierung

Jahr	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inflationsrate		2.99	2.56	2.83	2.95	2.29	1.56	2.21
Deflator	1.000	0.971	0.947	0.921	0.894	0.874	0.861	0.842

Jahr	...	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Inflationsrate	...	3.36	2.85	1.58	2.28	2.66	3.39	3.23
Deflator	...	0.815	0.792	0.780	0.763	0.743	0.718	0.696

6.2. Kompensationsplanaufbau

Typischerweise beinhalten Kompensationspakete für Manager ein Basissalär, einen Jahres- (Cash) Bonus, Aktienoptionen und eine langfristige Komponente (zumeist Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien und Pensionszusagen).¹²⁵ Jedes Instrument verfügt über bestimmte Anreizcharakteristiken. Zusätzlich wird die Anreizwirkung von der Parametrisierung des Plans bestimmt. Für die *Bewertung* des Agency-Settings seitens der Investoren ist die Kenntnis der Kosten und der Anreizwirkungen des Kompensationsplans erforderlich. Vorgängig zur Darstellung einzelner Instrumente soll die Struktur und Funktionsweise eines Anreizvergütungssystems anhand der Zerlegung in folgende Hauptelemente beschrieben werden.¹²⁶ Zu diesen Hauptelementen gehören:

- Mittelherkunft: Hier geht es hauptsächlich um die Frage, ob die Instrumente durch Verwässerung des Eigenkapitals oder durch Liquiditätsabfluss finanziert werden. Die entsprechende Plangestaltung hat dabei einen Effekt auf die Kosten, die direkt oder indirekt durch die Investoren zu tragen sind und die verschiedene Anreizwirkung der Instrumente¹²⁷.

¹²⁵Siehe Murphy (1999).

¹²⁶Siehe Abbildung 6.5. Für die Anregung danke ich Herrn Dr. Stephan Hostettler.

¹²⁷Equity versus Cash.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

- Zuteilungskriterien: Die Dimensionen sind rechnungslegungsbasierte versus marktwertorientierte Größen und ex ante versus ex post Verteilungsmechanismen je nach möglicher Individualisierbarkeit der Leistungsmessung.
- Auszahlungsmodalitäten: Verfügungsberechtigung des Rezipienten über die ihm zugesprochene Leistung in zeitlicher Hinsicht und unter dem Aspekt erweiterter Risikotragung (Vermögensübertrag, Sperrfristen, aufgeschobene Vergütung¹²⁸, Bonus-Malus-System¹²⁹).

Anreizwirkungen wie etwa die langfristige Orientierung, tatsächliche Risikoexposition und Kostentransparenz eines Vergütungsplans hängen neben der geeigneten Wahl des Kompensationsinstruments ebenso von der Wahl und Parametrisierung des Leistungskriteriums und des Auszahlungsschemas ab.¹³⁰ Die Analyse eines Vergütungsplans muss neben Begutachtung der Anreizwirkung einzelner Instrumente auch die Zuteilungs- und Auszahlungsmechanismen umfassen. Die Elemente - Mittelherkunft, Zuteilungskriterien und Auszahlungsmodalitäten - können als Baukasten aufgefasst werden, dessen Bestandteile in relativer Unabhängigkeit zusammengesetzt werden können, um die gewünschten Anreizwirkungen zu erzielen. Im Folgenden werden diese Bausteine und Planinstrumente ausführlicher dargestellt, um sie als Anlagekriterium für den Investor zu etablieren.

¹²⁸Die sogenannte Deferred Compensation.

¹²⁹Malus bezeichnet einen negativen Bonus. Gemeint ist eine symmetrische(re) Partizipation des Managers am Unternehmenserfolg vor allem bei rechnungslegungsbasierten Leistungsindikatoren.

¹³⁰Siehe Bebchuk, Fried und Walker (2002), „The devil is in the details“, Seite 791.

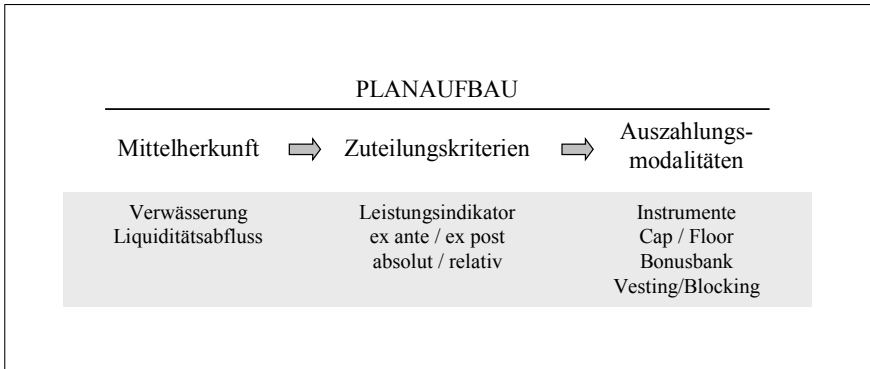


Abbildung 6.5.: Kompensationsplanaufbau. Wichtige Aspekte variabler Kompensationspläne lassen sich in drei Elemente einteilen: (1) Mittelherkunft: erfolgt die Mittelbeschaffung über Verwässerung oder Liquiditätsabfluss; (2) Zuteilungskriterien: Folgt der Leistungsindikator Marktwertgrößen oder ist er rechnungslegungs basiert; orientiert er sich an absoluten Werten, oder relativ zu einem Benchmark; (3) Auszahlungsmodalitäten: Verfügungsberechtigung des Rezipienten. (Quelle: eigene Darstellung)

Abbildung 6.6 kategorisiert ausgewählte¹³¹ Kompensationsplankomponenten anhand der Dimensionen Performancegrösse und Vermögenshebel. Mit Performancegrösse ist einerseits die Art der Zuteilung gemeint, andererseits der Treiber des Instrumentes selbst. Der Vermögenshebel ist das Mass für die Veränderung des (firmenspezifischen) Managervermögens in Relation zur Veränderung des Investorenvermögens. Ein Eigentümerunternehmer hätte demnach den Vermögenshebel von eins (angenommen, sein einziger Kompensationsbestandteil bestünde aus dem Eigenkapital).

¹³¹Ansinnen ist es nicht, eine umfassende Darstellung vorhandener Kompensationsplankomponenten zu liefern, sondern die grundsätzliche Wirkungsweise der Managementkompensation als Kontrollmechanismus aufzuzeigen.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

Es wird deutlich, dass sowohl das Instrument in seiner Beschaffenheit selbst, die Art der Zuteilung sowie die Auszahlungsparameter Einfluss nehmen auf die Positionierung der entsprechenden Kompensationsplankomponente.

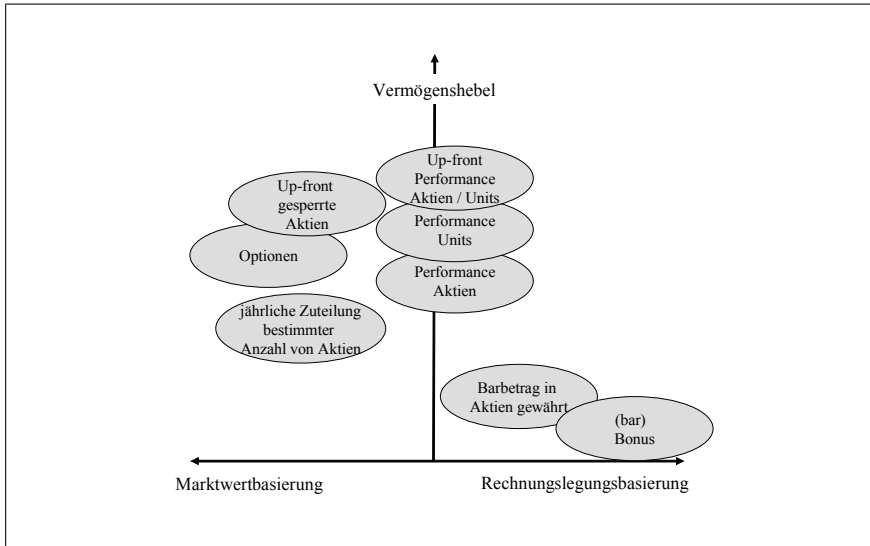


Abbildung 6.6.: Klassifikation wichtiger Kompensationsinstrumente. Die Abszisse zeigt mögliche Ausprägungen der Bemessung der variablen Kompensationsbestandteile. Die Ordinate nimmt Bezug auf den Vermögenshebel. Dieser weist die Veränderung des (firmenspezifischen) Managervermögens in Relation zur Veränderung des Investorenvermögens aus. Es ist jedoch zu beachten, dass je nach parametrischer Ausgestaltung der Zuteilung der Vermögenshebel einzelner Instrumente variieren kann. (Quelle: eigene Darstellung)

6.2.1. Mittelherkunft

Die Kompensationsinstrumente können im Wesentlichen auf zwei Arten finanziert werden: Einerseits durch Verwässerung des Eigenkapitals, andererseits durch Liquiditätsabfluss. Die Ausgabe von Aktien und Optionen ist nicht zwingend mit einer Verwässerung des Eigenkapitals verbunden. Diese tritt nicht ein, wenn sie auf dem Markt zurückgekauft werden und erst dann dem Manager übereignet werden.¹³² Kommt es jedoch zu einer Neuausgabe von Aktien (auch bei Optionsausübung), führt dies zu einer Verwässerung des bestehenden Aktienkapitals (Dilution). Die Verwässerung bemisst also den *Preis* für die Kompensation. Natürlich betrifft die Verwässerung neben den Altaktionären auch das Management, bei der Bewertung seiner Anteile. Primär von Interesse für das Management ist jedoch der für ihn kompensationsrelevante Vermögenstransfer.

Zum besseren Verständnis diene folgende formale Darstellung: Eine Unternehmung mit N ausgegebenen Aktien, welche zum Zeitpunkt der Optionszuteilung jeweils den Wert S_0 haben, gibt M Optionen mit dem Ausübungspreis K aus. Sei S_T der Wert der Aktie zum Zeitpunkt der Ausübung unabhängig von der tatsächlichen Ausübung. Dann beträgt durch eine Ausübung der Optionen der Cashflow $M \cdot K$ und der Aktienpreis $\frac{N \cdot S_T + M \cdot K}{N + M}$. Die Auszahlung an den Optionshalter ist dann $\frac{N \cdot S_T + M \cdot K}{N + M} - K$ beziehungsweise $\frac{N}{N + M} [S_T - K]$. Der Wert jeder Option mit Ausgabe neuer Aktien ist daher $\frac{N}{N + M}$ einer regulären Option (ohne Neuausgabe). Die Gesamtkosten (bei Abstraktion von Incentivierungseffekten) ist daher das M -fache davon.¹³³ Die Implikationen

¹³²Bei Optionen durch sogenannte Covered Warrants, also gedeckten Optionen.

¹³³Siehe Hull (2006).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

der nicht liquiditätswirksamen Ausgabe von Kompensationsbestandteilen ist zu beachten.¹³⁴

6.2.2. Zuteilungskriterien

Die Zuteilung umfasst einerseits zur Bestimmung verwendete Leistungskennzahlen, andererseits auch einen ex ante definierten Anteil an einem Bonuspool.¹³⁵ Neben der direkten Gewährung von zum Beispiel Equityinstrumenten kann deren Zuteilung von der Erreichung bestimmter Erfolgsziele abhängig gemacht werden.¹³⁶ Die zur Messung verwendeten Leistungskennzahlen können dann etwa die Höhe eines Cashbonus oder die Anzahl gewährter Aktien oder Aktienoptionen bestimmen. Die Leistungskennzahlen teilen sich in rechnungslegungs-basierte und marktwertbasierte Kennzahlen auf.¹³⁷ Für beide Formen der Leistungsmessung sind absolute und relative Betrachtungen möglich.

6.2.2.1. Rechnungslegungs-basierte Leistungskennzahlen

Der variable Kompensationsbestandteil (etwa ein Cash Bonus) kann auf einer oder mehreren (ex ante festgelegten) rechnungslegungs-basierten Finanzkenn-

¹³⁴ Je nach Offenlegungspflicht können über die Verwässerung Vermögenstransfers versteckt werden; daneben ist vor allem in Start-ups aufgrund eingeschränkter Liquidität die Vergütung durch Equityinstrumente stark verbreitet (gewesen). Weitere Literatur zur Verwässerung: siehe Huson, Parrino und Starks (2001), DeFusco, Johnson und Zorn (1990), Aboody (1996).

¹³⁵ Dieses sogenannte Targetbonusprinzip sei der Vollständigkeit halber genannt, wird aber nicht weiter behandelt. Eine Bonuspoollösung ist dann von Vorteil, wenn individuelle Leistungsmessung erschwert ist und adverse Anreize schafft zum Beispiel bei Teamproduktion. In eine ähnliche Richtung weist diskretionärer Handlungsspielraum (subjektive Einschätzung der individuellen Leistung aufgrund vordefinierter Ziele).

¹³⁶ In Deutschland schreibt das Gesetz (KonTraG) Erfolgsziele sogar als Bestandteil aktienbasierter Vergütung etwa im Unterschied zu den USA vor.

¹³⁷ Es existieren aber auch Mischformen, wie etwa ökonomische Gewinngrößen, die etwa bei der Kapitalkostensatzbestimmung auch Marktwertelemente umfassen oder zum Beispiel Gewinn je Aktie.

zahlen (zum Beispiel Nettoverkäufe, Vorsteuergewinngrößen wie Ebit, Residualgewinngrößen¹³⁸, Verhältnissen wie Gewinn auf das Anlagevermögen oder Gewinn bezüglich der Nettoverkäufe), strategischen Größen oder KPIs, welche die termingerechte Auftragsbefriedigung, Kundenzufriedenheit, Anlagensicherheit messen, beruhen. Sind für die Bestimmung des variablen Kompensationsbestandteils mehrere Komponenten massgeblich, ist eine additive oder multiplikative Verknüpfung denkbar. Rechnungslegungsbasierte Leistungskennzahlen bieten zwar den Vorteil, dass Handlungen und ihre Wirkung von den Entscheidungsträgern leichter verstanden werden, sind jedoch als ex post Grösse nicht unbedingt kongruent mit wertschaffenden Massnahmen und überdecken meist kurze Zeitintervalle (vor allem auf Jahresbasis). Dies kann dazu führen, dass langfristig an sich lohnende Investitionsentscheidungen zugunsten kurzfristiger Buchgewinne unterbleiben (*Management Myopia*); es besteht eine Diskrepanz zwischen der Korrelation von rechnungslegungs-basierten Performancekennzahlen und dem Unternehmenswert in der kurzen und der langen Frist.¹³⁹ Hinzu kommt die Möglichkeit der einfacheren Manipulierbarkeit der Leistungsgrößen durch Veränderung der Rechnungslegungsmethoden oder durch nicht periodengerechte Umsatzverbuchung. Rechnungslegungsbasierte Anreizsysteme vermögen jedoch Geschäftsbereichsleistungen dezidiert zu ermitteln.¹⁴⁰

¹³⁸Zum Beispiel Economic Value Added[®]. Im Wesentlichen: Betriebsergebnis nach Steuern abzüglich dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (WACC) bezogen auf das betriebliche Nettovermögen.

¹³⁹Kritiker von performanceorientierten Anreizsystemen betonen, dass der externe Managerarbeitsmarkt als Kontrollinstrument schon allein für effiziente Ressourcennutzung Sorge, vgl. Kapitel 2.3.2.2.

¹⁴⁰Siehe Hostettler (2002), Seite 300f.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

6.2.2.2. Marktwertbasierte Leistungskennzahlen

Marktwertbasierte Leistungskennzahlen (Aktienpreis, TSR) sind im Gegensatz zu rechnungslegungsbasierten Kennzahlen durch stärkere Volatilität erzeugende exogene Faktoren gekennzeichnet, welches allerdings durch eine Indexierung gemildert werden kann. Ein weiteres Problem mit marktwertorientierten Anreizsystemen stellt die Schwierigkeit dar, Geschäftsbereichsleistungen, und darüber hinaus, individuelle Leistungen zu honorieren, da sich die Bewertung immer auf die Entität¹⁴¹ bezieht. In Managementteams kann es daher zu Trittbrettfahrerverhalten kommen.

Marktwert- als auch rechnungslegungsbasierte Kennzahlen weisen spezifische Vor- und Nachteile auf. Die Wahl der Leistungskennzahl erfolgt also aus einer Menge imperfekter Elemente. Meist erfolgt die Bestimmung des kurzfristigen variablen Kompensationsbestandteils rechnungslegungsbasiert (vergangenheitsorientiert); hingegen die Zuteilung des längerfristigen variablen Kompensationsbestandteils (meist Aktien und Optionen) marktwertbasiert (zukunftsorientiert mit Bewertung des strategischen Wertes). Holmström (1979) erklärt dieses Phänomen mit dem aus der Prinzipal-Agent-Beziehung erwachsenden Problem statistischer Inferenz. Vom Output kann nicht uneindeutig auf die Managementaktionen geschlossen werden kann. Trotzdem liefert die Outputgröße (beziehungsweise der Unternehmenswert, ausgedrückt als Aktienkurs) eine gewisse Indikation über die Handlungen des Managers. Mit anderen Worten hängt der Output von der Managerhandlung ab, ist jedoch

¹⁴¹ Abgesehen von der Möglichkeit, durch Spin Offs oder Equity Carve Outs quasi eine Geschäftsbereichsbewertung zu erhalten. Beim Spin Off handelt es sich um eine Ausgliederung aus dem Konzern. Bestehende Aktionäre erhalten Aktien an der Tochtergesellschaft zugeteilt. Es erfolgt eine Platzierung der gesamten Anteile des Tochterunternehmens an der Börse. Hingegen wird in der Regel bei einem Equity Carve Out (eine Form der Desinvestition) nur eine Minderheit der Anteile des Tochterunternehmens an der Börse im Zuge einer Neuemission veräußert.

von einer statistischen Grösse überlagert. Die Hinzunahme weiterer Indikatoren, wie etwa rechnungslegungsbasierter Kennzahlen, können das statistische Inferenzproblem weiter reduzieren, indem sie den Rückschluss von der Outputgrösse auf die Managerhandlung plausibilisieren (*Informativeness Principle*).

6.2.2.3. Zielperformance

Zur Bestimmung der Zielperformance existieren verschiedene Standards. Zielbestimmung mittels *Budgetplanung* misst die Performance relativ zu Unternehmensplanzahlen, ähnlich bei *Vorjahreszielen*. Mitunter erfolgt die Zielfestlegung losgelöst von Markt- oder Buchwerten und liegt im *freien Ermessen* des Vorgesetzten. Relative Leistungsmessung erfolgt im Vergleich zu *Peer-groups*, wobei ihre Auswahl qualitativen Kriterien genügen muss. Als *fixe Standards* gelten Performanceanforderungen wie zum Beispiel $x\%$ ROA.¹⁴² Zu den *kapitalkostenbasierten* Kenngrössen zählen Residualgewinngrössen. Insbesondere budget- und vorjahresabhängige Zielvereinbarungen unterliegen dem Problem von Fehlanreizen, wenn die Bonusplanbegünstigten selbst am Planungsprozess teilhaben. Das Problem tritt bei fixen Standards in schwächerer Form bei der erstmaligen Zielvereinbarung auf.

6.2.2.4. Relative Leistungsmessung

Insbesondere der marktwertorientierten Beteiligung inhärent ist die Problematik externer Faktoren, die unabhängig von der individuellen Managerleistung in die Preisbildung der entsprechenden Beteiligungsinstrumente mit einfließen, die jedoch der direkten Kontrolle der Entscheidungsträger entzogen

¹⁴²Return on Assets; $ROA = (\text{betrieblicher}) \text{ Nettogewinn} / \text{Anlagevermögen}$

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

sind.¹⁴³ Zu nennen wären hier etwa Branchen- beziehungsweise Konjunkturzyklen und entsprechende marktkorrelative β -Faktoren.¹⁴⁴ Die relative Leistungsmessung entspricht daher einer um die systematischen Risiken bereinigten Performance.¹⁴⁵

Die Leistungsmessung sollte daher auf Kennzahlen beruhen, die vom Manager beeinflusst werden können.¹⁴⁶ Dies impliziert eine Immunisierung gegen Faktoren wie Wechselkursrisiken, Zinsrisiken, Rohmaterialpreisschwankungen. Teils erfolgt eine Absicherung dieser Risiken durch das Unternehmensrisikomanagement. Ein möglicher Weg der relativen Leistungsmessung, externe Effekte (etwa Kapitalmarkt- und Produktmarktrisiken) also in der Managementkompensation zu neutralisieren, ist eine Indexierung. Dies kann beispielsweise über einen indexierten Ausübungspreis für Optionen geschehen. Bei der Konstruktion eines solchen Index ist darauf zu achten, dass es letztlich um die Isolation des Managementbeitrags zum Unternehmenswert geht.¹⁴⁷ Es stellt sich die Frage nach Marktwert- oder Gleichgewichtung

¹⁴³An dieser Stelle sei die unternehmens*externe* relative Leistungsmessung näher beleuchtet. Zu der unternehmens*internen* relativen Leistungsmessung zählt der Vergleich der Managerleistung zu anderen Managern in derselben Unternehmung; siehe Lazear und Rosen (1981). Dies geschieht etwa in Form einer Beförderung. Siehe dazu auch die Ausführungen in Kapitel 3.1.

¹⁴⁴Hier verstanden als systematisches Risiko hinsichtlich einer bestimmten Branche. $\beta_{Bj} = \frac{\text{COV}(R_{jt}, R_{Bt})}{\text{VAR}(R_{Bt})}$. β_{Bj} bezeichnet den Quotient der Kovarianz der Rendite des entsprechenden Unternehmens (R_j) mit der Rendite einer bestimmten Branche (R_B) und der Varianz der Branchenrendite (R_B).

¹⁴⁵Zur relativen Leistungsmessung (*Relative Performance Evaluation*) siehe Gibbons und Murphy (1990) und Holmström (1999).

¹⁴⁶Ein zentrales Ergebnis aus dem Artikel von Holmström (1979), weitere Literatur siehe Rappaport (1999), Aggarwal und Samwick (1999b). Kontrovers dazu siehe Garvey und Milbourn (2006): alternative Beschäftigungsmöglichkeiten (Outside Options) sind ebenso marktsensitiv. Bei einer Markthausse steigt der Preis für den Manager, daher ist eine Indexierung aus Retentionsgründen nicht geboten. Bei einer Marktbaiss muss gewissermassen durch die Indexierung die Partizipationsbedingung eingehalten werden. Resultat ist ein sogenanntes asymmetrisches Benchmarking.

¹⁴⁷Für die Anregung zu diesem Aspekt danke ich Stephen F. O'Byrne.

der Vergleichsunternehmen innerhalb des Index. Bei Gleichgewichtung aller Indexunternehmen wird sichergestellt, dass dem Wertbeitrag jedes Managementteams das gleiche Gewicht zugeordnet wird. Die relative Leistung kann innerhalb des Index mittels Rang oder prozentualer Mehrrendite bestimmt werden. Da der ökonomische Wertbeitrag zwischen den Rängen stark variieren kann, sollte der Methode prozentualer Mehrrendite der Vorzug gegeben werden. Einen weiteren Entscheidungspunkt bildet die Anzahl der Unternehmen innerhalb der Vergleichsgruppe. Hierbei besteht ein Trade-Off zwischen der Korrelation und Verlässlichkeit der Verteilungsgrößen. Ein wichtiger Korrekturfaktor bildet das vom Management eingegangene Risiko zur Erwirtschaftung der Rendite. Es sollte demnach eine Trennung von Risiko und Managementleistung erfolgen. Dies kann durch entsprechend risikoadjustierte Renditen erfolgen.¹⁴⁸ In der einfachen Gegenüberstellung von relativer und absoluter Performancemessung weisen beispielsweise indizierte Call-Optionen einen geringeren Wert auf als nicht indizierte. Dieser Umstand ist bei der Kalibrierung relativer Kompensationsinstrumente im Hinblick auf die erwartete Gesamtvergütung zu beachten.¹⁴⁹

6.2.3. Auszahlungsmodalitäten

6.2.3.1. Bonusbank

Eine sogenannte Bonusbank¹⁵⁰ erlaubt auch bei kurzfristigen Leistungsintervallen zur Bonusbestimmung die Sicherstellung der Langfristigkeit. Dabei werden positive Boni im Anschluss an das Leistungsintervall nicht vollständig (zum Beispiel $\frac{1}{3}$) ausbezahlt, sondern durch die Einbehaltung eines Teils

¹⁴⁸Vergleich hierzu auch die Performancemessung von Portfoliomanagern.

¹⁴⁹Siehe Meulbroek (2001).

¹⁵⁰Ein solches System wird auch als Bonus-Malus-System oder Clawback-System bezeichnet; zur Bonusbank siehe Hostettler (2002), Seite 308.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

(zum Beispiel $\frac{2}{3}$) ein Anreiz zur Nachhaltigkeit geschaffen.¹⁵¹ Der einbehaltene Teil geht als Saldo in die Folgeperiode über und wird mit einem Bonus oder einem allfälligen Malus verrechnet. Von der Summe wird dann wiederum $\frac{1}{3}$ in Periode 2 ausbezahlt. Die Gefahr einer Bereicherung durch die Ausweisung von höheren Leistungsindikatoren zulasten künftiger (negativer) Leistungsindikatoren kann mit einem solchen System verringert werden, da es die indirekte Verlustbeteiligung des Managements ermöglicht. In der Praxis bedeutet ein negativer Saldo eine Nullauszahlung und den Vortrag auf die Folgeperiode(n). Eine Auszahlung erfolgt nur bei positivem Saldo. Bei regulärem¹⁵² Ausscheiden des Managers aus der Unternehmung erfolgt die Auszahlung des Restguthabens; bei negativem Saldo ist jedoch keine Zahlung des Managers an die Unternehmung zu leisten. Wird der Bonus beziehungsweise Malus mittels einer ökonomischen Gewinngrösse bestimmt, ist bei Verzinsung der jeweiligen -positiven wie negativen- Saldi mit dem risikolosen Zinssatz bei nichtnegativem Endsaldo bei Ausscheidung der kumulierte ausbezahlte Prämienwert und die direkte Gewinn- und Verlustbeteiligung identisch. Bei negativem Endsaldo ist der kumulierte ausbezahlte Prämienwert höher als die direkte Gewinn- und Verlustbeteiligung, da der Endsaldo vom Manager nicht an die Unternehmung zu bezahlen ist. Das System erlaubt zumindest partiell eine Verlustbeteiligung. Eine weitere Milderung der Haftungsproblematik verschafft die Einbringung eines Anfangsguthabens seitens des Managers.¹⁵³ Bei einem Bonus-Malus-System muss beachtet werden, dass die Managementkompensation neben der Interessenangleichung zwischen Investoren und dem Management auch die Aufgabe der Motivation zu erfüllen

¹⁵¹ Je niedriger der Auszahlungsanteil, desto stärker die Langfristorientierung.

¹⁵² Selbstgewolltes vorzeitiges Ausscheiden aus der Unternehmung seitens des Managers kann den Verfall des Restguthabens bedeuten. Damit kann sichergestellt werden, dass die Mechanik der Bonusbank durch Ausscheiden aus dem Unternehmen nicht unterminiert wird.

¹⁵³ Siehe Laux (2006), Seite 631f.

hat. In Situationen sehr hoher negativer Salden kann es unter Umständen sehr viele Perioden (positiver) Boni erfordern, bis wieder ein positiver Saldo und damit eine Auszahlung resultiert. Mitunter verliert dann ein solches System seine Bindungs- und Motivationswirkung auf die Rezipienten.¹⁵⁴

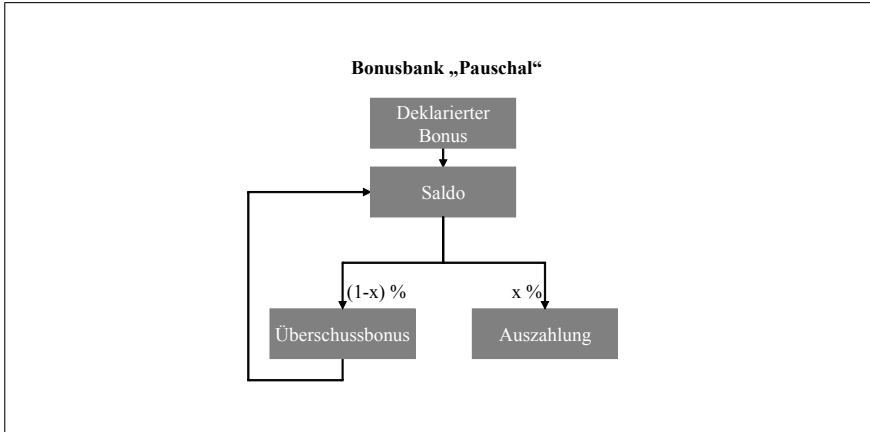


Abbildung 6.7.: Bonusbank Schema. Die Abbildung zeigt die Basisvariante einer Bonusbank. Ein bestimmter Anteil des Saldos gelangt zur Auszahlung. Der Teil, der nicht zur Auszahlung gelangt, wandert zurück in das Bonusbankguthaben für die nächste Auszahlungsperiode, wird jedoch mit einem allfälligen Malus verrechnet. Auf diese Art lässt sich eine Verlustpartizipation des Managers implementieren. (Quelle: eigene Darstellung)

6.2.3.2. Auszahlungsfunktion

Gebräuchlich sind sogenannte Cap und Floor Elemente in der Bonusauszahlungsfunktion. Erreicht die Leistungsgröße den Floor nicht, wird weder ein Bonus ausbezahlt, noch ist ein Malus zu tragen. Übertrifft die Leistungsgröße den Cap, verharrt die Bonusfunktion auf ihrem dort erreichten Maximalni-

¹⁵⁴Abbildung 6.7 zeigt das Basisauszahlungsschema einer Bonusbank.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

veau. Zwischen Floor und Cap spricht man von der Incentivierungszone.¹⁵⁵ Cap und Floor Elemente in der Bonusfunktion begrenzen zwar das Risiko für den Manager nach unten und für den Eigentümer nach oben, doch fehlt für den Manager ein Anreiz zu unternehmenswertsteigerndem Verhalten, wenn der Wert der Leistungsgrösse sich ausserhalb von der Incentivierungszone weit von Cap oder Floor befindet. Schlechte Leistung wird nicht sanktioniert, gute Leistung nicht honoriert. Befindet sich die Leistungsgrösse jedoch nahe den Incentivierungsgrenzen, bestehen vermehrt Anreize zur Manipulation, zum Beispiel durch Projektverschiebung zwischen den Rechnungslegungsperioden.¹⁵⁶

6.2.3.3. Auszahlungsspezifika Equityinstrumente

Mit *Grant* wird der das Beteiligungspaket betreffende Zeitpunkt des Vertragschlusses mit Regelungen zum Vermögensübergang (Vesting¹⁵⁷), Sperrfristen (Blocking¹⁵⁸), Laufzeiten¹⁵⁹ und Ausübungsbestimmungen¹⁶⁰ bezeichnet.¹⁶¹ *Fixed Number Grant* bezeichnet die zum Zeitpunkt des Grants vereinbarte Anzahl von Aktien oder Optionen. Der effektive Wert zum Zeitpunkt des Vestings ist dann abhängig vom Preis zum Zeitpunkt der Zuteilung. Es besteht damit eine grössere Kompensationssensitivität im Vergleich zu einem *Fixed Value Grant*. Massgebend ist hier ein zum Zeitpunkt des Grants vereinbarter Geldbetrag. Die Anzahl der Aktien oder Optionen ist dann abhängig vom

¹⁵⁵Siehe dazu Abbildung 6.8.

¹⁵⁶Siehe beispielsweise Holmström und Milgrom (1987) beziehungsweise Holthausen und Larcker (1995). Empirische Evidenz für den Transfer von Aufwendungen zwischen Rechenschaftsperioden in Abhängigkeit des Bonusplans findet Healy (1985).

¹⁵⁷Vesting bezeichnet den Zeitpunkt des effektiven Vermögensübertrags der Instrumente.

¹⁵⁸Frist zwischen Grant und erster Verkaufsmöglichkeit (Handelbarkeit) der übertragenen Instrumente.

¹⁵⁹Frist zwischen Grant und Auslauf der Instrumente. Typischerweise gültig für Optionen.

¹⁶⁰Zeitpunkt, zu dem die Führungskraft zum Beispiel die Option verkauft.

¹⁶¹Siehe Abbildung 6.9.

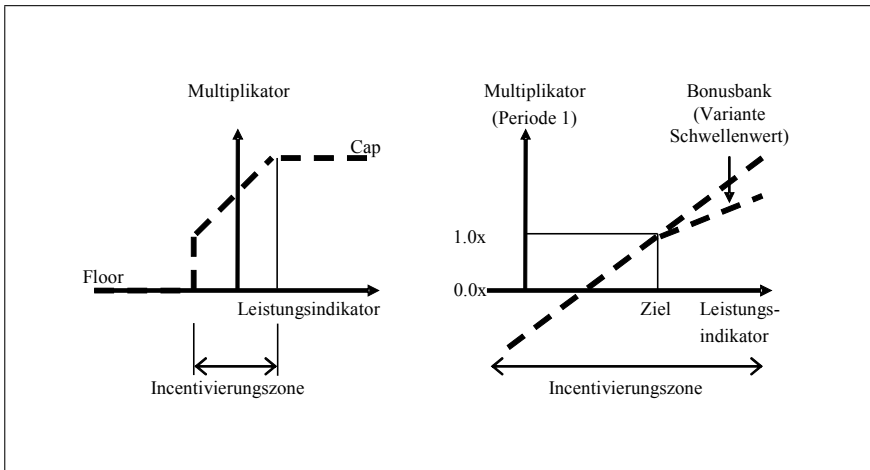


Abbildung 6.8.: Varianten Auszahlung. Links Bemessungsschema mit begrenzter Incentivierungszone. Eine Leistungsindikatorgröße unterhalb des Floors wird nicht sanktioniert, oberhalb des Caps nicht honoriert; an den Grenzen kommt es daher zu Anreizverzerrungen. Rechts unbegrenzte (Parameter sollten daher das Ergebnis einer sorgfältigen Kalibration sein) Incentivierungszone mit Bonusbanksystem in der sogenannten Schwellenwertvariante, bei der oberhalb eines Zielwertes ein definierter Anteil zur Sicherung der Langfristigkeit einbehalten und mit allfälligen zukünftigen Mali verrechnet wird (als Eigentümerabsicherung). (Quelle: eigene Darstellung)

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

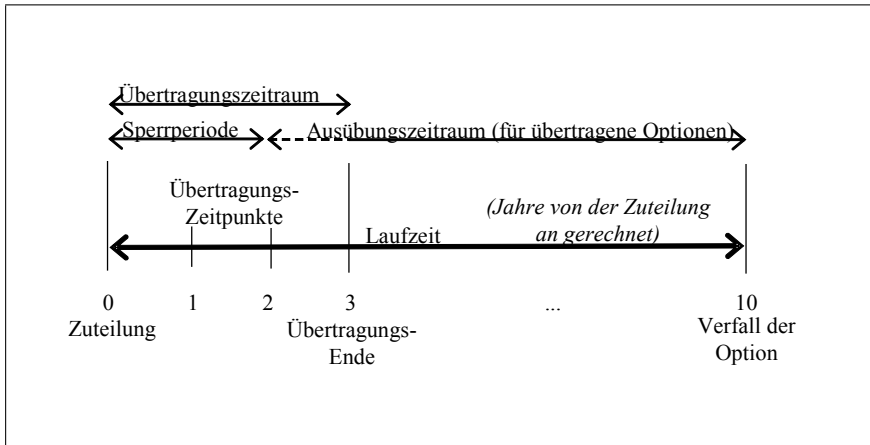


Abbildung 6.9.: Parameter Aktienoptionszuteilung. Häufig sind bei Equityzuteilungen bestimmte Sperrperioden vorgesehen. Im Falle eines Fixed Value oder Fixed Number Grants (hier für Aktienoptionen) erstreckt sich die Zuteilung über den sogenannten Übertragungszeitraum. Sperrperioden und gestreckte Übertragungszeiträume gewährleisten eine gewisse Langfristorientierung des Rezipienten. Der Ausübungszeitraum bezieht sich auf sogenannte amerikanische Optionen. (Quelle: eigene Darstellung)

Preis zum Zeitpunkt der Zuteilung. Beim *Mega-* oder auch *Up Front Grant* findet das Vesting des gesamten im Grant zugesprochenen Beteiligungspakets an einem einzigen Zeitpunkt statt. Die Art des Grants hat Implikationen bezüglich der Hebelwirkung (damit ist die Veränderung der Managervermögenskomponente in Relation zur Veränderung des Investorenvermögens gemeint) und Langfristorientierung.¹⁶² Tabelle 6.2 zeigt einen indikativen Vergleich der Wertentwicklung der Vermögenskomponente in Abhängigkeit von Art des Grants (Fixed Number, Fixed Value, Megagrant)¹⁶³ und Kapitalinstrument (Aktien, Optionen). Up Front Grants sind am sensitivsten bezüglich der Performance, vor Fixed Number Grants und Fixed Value Grants. Bei Optionen ist der Vermögenshebel grösser als bei Aktien.¹⁶⁴

¹⁶²So spricht sich etwa Ethos, eine schweizerische Stiftung für nachhaltige Entwicklung, für die Ausgabe mehrerer kleinerer Pakete anstatt eines grossen aus; nach der Sperrfrist kann ein Bezug in Tranchen Langfristigkeit gewährleisten. Siehe Ethos (2009).

¹⁶³Siehe Hall (2000), Seite 126f.

¹⁶⁴Siehe dazu auch Kapitel 6.2.

¹⁶⁵Dass ein *at the money* Fixed Number Options Grant mit steigendem Aktienkurs an Wert gewinnt, zeigt folgende (eigene) Umformung: Aus $c = S_0 \Phi(d_1) - K e^{-r_f T} \Phi(d_2)$ mit $d_1 = [\ln \frac{S_0}{K} + (r_f + \frac{\sigma^2}{2})T] / [\sigma \sqrt{T}]$ und $d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$ folgt bei der at-the-money Call-Option ($S_0 = K$): $c = S_0 [\Phi(d_1) - \Phi(d_2) e^{-r_f T}]$. Da $[\Phi(d_1) - \Phi(d_2) e^{-r_f T}]$ für $S_0 = K$ positiv, folgt $\frac{\partial c}{\partial S} = [\Phi(d_1) - \Phi(d_2) e^{-r_f T}] > 0$. Siehe Referenz in Tabelle 6.2.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

Plan	Definition	Beispiel	Vorteile	Nachteile	Anmerkungen
Fixed Value	Folge jährlicher Grants gleichen Wertes oder Anteils an der Cash Kompensation.	CEO erhält über den Zeitraum von 4 Jahren jährlich USD 1 Mio. in Optionen oder jährlich das 1.2fache der Cash Kompensation.	Maximiert Bindungswirkung: auch wenn Basiswert stark fällt, erhält der Rezipient im folgenden Grant einen beträchtlichen Wert.	Entfaltet im Vergleich die schwächste Anreizwirkung.	Schlecht geeignet für stagnierende Unternehmen, die unternehmerischen Impetus benötigen.
Fixed Number	Folge jährlicher Grants gleicher Anzahl an Optionen.	CEO erhält über den Zeitraum von 4 Jahren jährlich 25'000 at-the-money Optionen.	Grössere Anreizwirkung als Fixed Value Plans, da gute Leistung durch höhere Grantwert belohnt wird. ¹⁶⁵	Entfaltet nicht die Bindungswirkung eines Fixed Value Grants, da Wertzerfallung nach schlechter Performance geringer. Problematisch bei Marktbaiss.	Kann gute Balance zwischen hoher Anreiz- und Bindungswirkung herstellen. Geeignet für post-IPO Start-ups, die Mega Grants benutzen.
Mega Grant	Grosser up-front Grant mit definierter Anzahl und Ausübungspreis anstatt jährlich drehender Zuteilungen.	CEO erhält 100'000 at-the-money Optionen im ersten Jahr und keine weiteren Optionszuteilungen in den folgenden drei Jahren.	Entfaltet hohe Anreizwirkung.	Gefahr des Verlustes der Bindungswirkung, falls Aktienpreis stark fällt. CEO könnte das Unternehmen verlassen, wenn es nicht zu einem Repricing kommt.	Nicht geeignet für post-IPO High-Tech Start-ups mit volatilem Kursverlauf, wenn Schlüsselpersonen an das Unternehmen gebunden werden müssen.

Table 6.2.: Zuteilungsmodi Aktienoptionen. (Quelle: eigene Darstellung nach Hall (2000), Seite 129.)

6.3. Ausgewählte Instrumente

In Ergänzung zu vorgängig dargelegter Planstruktur wird im Folgenden auf besondere Aspekte wichtiger Instrumente eingegangen.¹⁶⁶

6.3.1. Basissalär

Bei tendenziell geringer¹⁶⁷ werdendem Anteil des Basis- beziehungsweise Fixsalärs an der Gesamtvergütung bildet es gleichwohl den Kern jedes Vertrages zwischen den Investoren und dem Manager. Häufig wird auch die Zielhöhe der variablen Vertragsbestandteile als Vielfaches des fixen Jahressalärs ausgedrückt. Daher hat die Höhe des Basisgehalts einen multiplikativen Effekt auf die zu erwartende Gesamtkompensation des Managers. Der risikoaverse Manager bewertet eine zusätzliche Geldeinheit im Fixlohn höher als eine zu erwartende Geldeinheit in den variablen Gehaltskomponenten. Unter anderem im Zuge einer Beförderung kann es zu einer Neuverhandlung des Basissalärs kommen. Dem Basissalär kann daher auch eine Anreizwirkung zugesprochen werden.¹⁶⁸

6.3.2. Eigenkapitalinstrumente I: Equity allgemein

Aktienbasierte Managementvergütung umfasst sowohl reelle, wie auch virtuelle Equityinstrumente.¹⁶⁹ Zu den realen Instrumenten zählen Aktien, Aktienoptionen und in Deutschland auch die Sonderform der Wandelschuldverschreibung (Optionsanleihe). Die Bedienung realer Equityinstrumente erfolgt

¹⁶⁶Sofern nicht vermerkt, beziehen sich die Angaben auf US-amerikanische Usancen.

¹⁶⁷Zu beachten sind die Unterschiede unter anderem zum Basisanteil in den verschiedenen Branchen. Siehe dazu die Abbildung 6.10 (Finanzbranche), Abbildung 6.11 (Bergbau/Verarbeitende Industrie), Abbildung 6.12 (Versorger) und Abbildung 6.13 (übrige Branchen).

¹⁶⁸Siehe dazu auch die Ausführungen zur Tournament Theory in Kapitel 3.1.

¹⁶⁹Siehe Kramarsch (2004), Seite 128.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

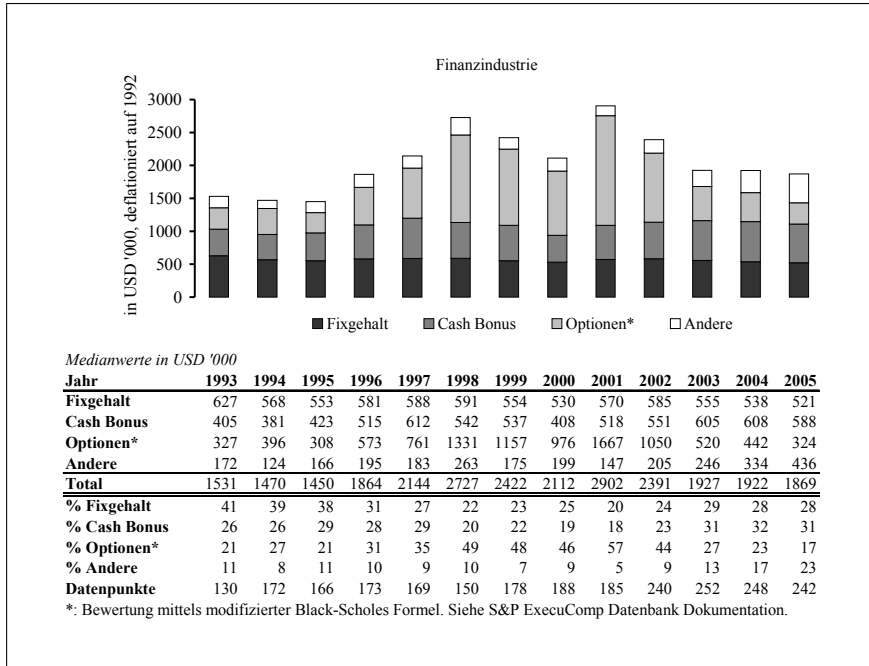


Abbildung 6.10.: CEO Kompensationskomponenten in der Finanzindustrie (SIC: 60-69), 1993-2005 von Unternehmen des S&P 1500, deflationiert auf USD des Jahres 1992. Der angegebene Optionswert bezieht sich auf die im relevanten Jahr zugeteilten Optionen (und nicht den realisierten Optionswerten). Die Bewertung erfolgt anhand eines modifizierten Black-Scholes Ansatzes (Reduktion der Laufzeit der Option um 30%). (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P ExecuComp Datenbank)

6.3. Ausgewählte Instrumente

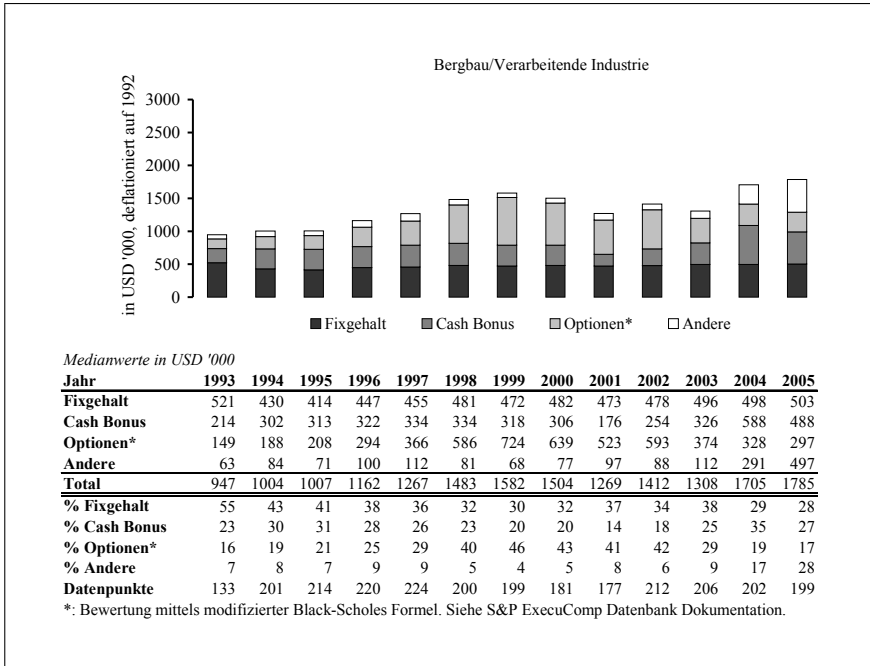


Abbildung 6.11.: CEO Kompensationskomponenten im Bergbau/Verarbeitende Industrie (SIC: 10-29), 1993-2005 von Unternehmen des S&P 1500, deflationiert auf USD des Jahres 1992. Der angegebene Optionswert bezieht sich auf die im relevanten Jahr zugeteilten Optionen (und nicht den realisierten Optionswerten). Die Bewertung erfolgt anhand eines modifizierten Black-Scholes Ansatzes (Reduktion der Laufzeit der Option um 30%). (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P ExecuComp Datenbank)

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

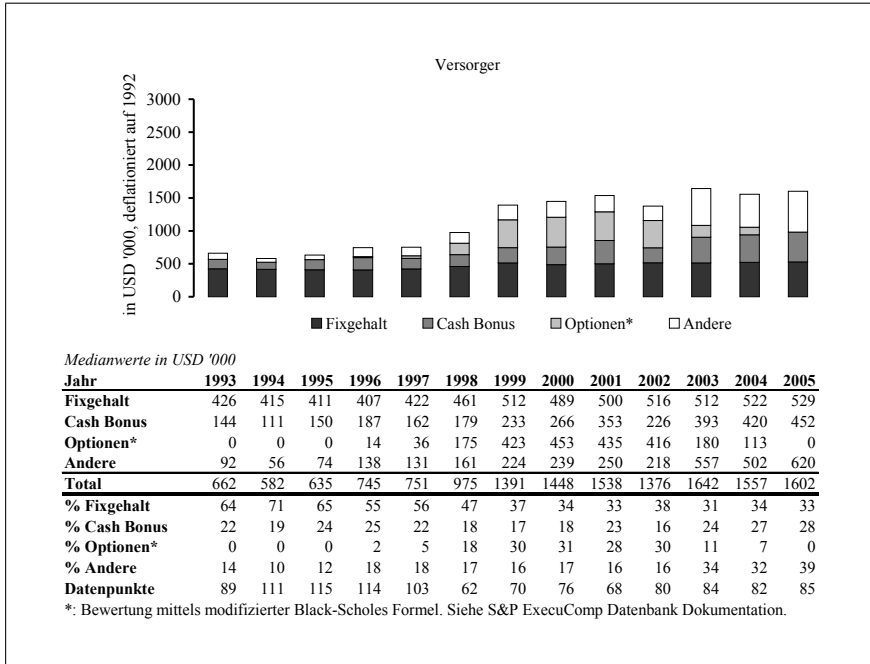


Abbildung 6.12.: CEO Kompensationskomponenten von Versorgern (SIC: 49), 1993-2005 von Unternehmen des S&P 1500, deflationiert auf USD des Jahres 1992. Der angegebene Optionswert bezieht sich auf die im relevanten Jahr zugeteilten Optionen (und nicht den realisierten Optionswerten). Die Bewertung erfolgt anhand eines modifizierten Black-Scholes Ansatzes (Reduktion der Laufzeit der Option um 30%). (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P ExecuComp Datenbank)

6.3. Ausgewählte Instrumente

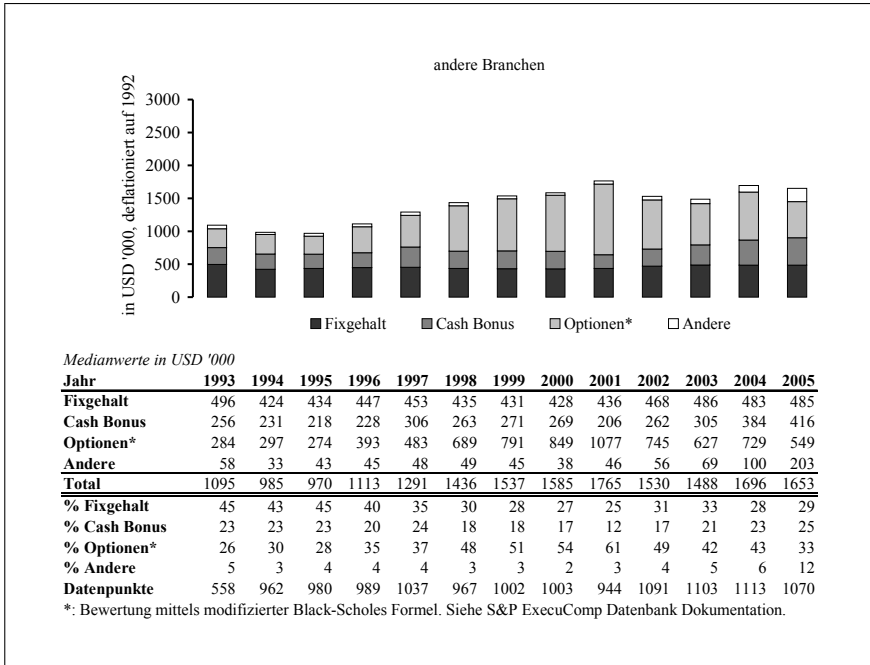


Abbildung 6.13.: CEO Kompensationskomponenten übriger Branchen (ohne SIC: 10-29, 49, 60-69), 1993-2005 von Unternehmen des S&P 1500, deflationiert auf USD des Jahres 1992. Der angegebene Optionswert bezieht sich auf die im relevanten Jahr zugeteilten Optionen (und nicht den realisierten Optionswerten). Die Bewertung erfolgt anhand eines modifizierten Black-Scholes Ansatzes (Reduktion der Laufzeit der Option um 30%). (Quelle: eigene Kalkulation und Darstellung, Datenbasis S&P ExecuComp Datenbank)

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

mittels Aktien oder Bezugsrechten auf Aktien. Die Bedienung virtueller Equityinstrumente erfolgt im Gegensatz dazu in Geld, sie replizieren die Wertentwicklung von realen Aktien- oder Optionsplänen. Beispiele für virtuelle Equityinstrumente sind Wertsteigerungsrechte (SARs) oder Phantompläne (für Aktien oder Optionen). Equityinstrumente erfassen den strategischen¹⁷⁰ Wert einer Unternehmung besser als rechnungslegungsbasierte Cashboni. Sie können daher als Ergänzung im Kompensationspaket betrachtet werden, da bei Equityinstrumenten die erwartete Performance bewertet wird. Die Belohnung erfolgt also zum Zeitpunkt der Erwartungsbildung. An der Erfüllung dieser Erwartungen wird sich das Management messen lassen müssen, während rechnungslegungsbasierte Instrumente ein Abbild der vergangenen Performance sind.¹⁷¹ Der Aktienkurs ist als aggregierter Leistungsindikator zu verstehen und eignet sich daher nicht für die Erfassung von einzelnen Unternehmensbereichen.¹⁷² Je nach Ausgestaltung der Equityinstrumente kann der Vermögenstransfer zwischen Investor und Manager liquiditätsneutral¹⁷³ geschehen, was vorteilhaft für die Unternehmung sein kann.

¹⁷⁰Gaver und Gaver (1995) finden eine positive Korrelation von Wachstumspotentialen und Einsatz wertorientierter Kompensationselemente. Bizjak, Brickley und Coles (1993) finden positive Korrelation von hohen Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Management und Einsatz langfristiger Kompensationselemente.

¹⁷¹Cashbonus und Equityinstrumente (Aktien und Optionen) können als Komplemente aufgefasst werden. Der Cashbonus dient dabei einer Kurzfristorientierung, während der Equityteil das Ziel einer längerfristigen Wertsteigerung wahrt. Es stellt sich allerdings das Problem illiquider Aktienmärkte mit Auswirkungen auf die Effizienz der Bewertung. Oft ist die aktienbasierte Managementvergütung Teil des *Long Term Incentive* (LTI). Performance Share Plans stellen unter gewissen Umständen eine Kombination aus Rechnungslegungsbasierung und Marktbewertung dar. Siehe dazu auch Kapitel 6.2.2.

¹⁷²Siehe hierzu die Möglichkeiten des Equity Carve Outs beziehungsweise Spin Outs in Kapitel 6.2.2.

¹⁷³Wie in Kapitel 6.2.1 dargelegt.

Aktienbasierte Kompensationsbestandteile erhöhen das firmenspezifische Finanzvermögen des Managers und schaffen damit eine Verknüpfung zwischen dem Managervermögen und dem Unternehmenswert. Diese sogenannte Pay Performance Sensitivität¹⁷⁴ kann als Weg aufgefasst werden, Agency-Kosten zu senken. Die damit notwendig einhergehende Übernahme von unsystematischem Risiko seitens des Managers kann zu einer unterschiedlichen firmenspezifischen Risikotoleranz von Managern und Investoren führen.¹⁷⁵ Da der Wert einer Aktienoption mit dem Renditerisiko des Basiswertes steigt, können diese als Kompensationsbestandteil genutzt werden, um die Risikoaversion des Managers zu reduzieren und ein für die Investoren optimales¹⁷⁶ Risikoniveau zu erreichen.¹⁷⁷ Man spricht in diesem Zusammenhang von der Schaffung von Konvexität im firmenspezifischen Vermögensportfolio des Managers. Durch seine Risikoaversion ist der Wert der Equityinstrumente für den Manager mit einem Discount verbunden, hinzu kommen häufig Verfügungsbeschränkungen in zeitlicher (Restricted Stock Plans) Hinsicht. Insbesondere von Sperrfristen geht eine erhebliche Bindungswirkung für das Management aus.¹⁷⁸

6.3.2.1. Phantom Aktien

Der Führungskraft werden in sogenannten Phantomplänen fiktive Aktien zugesprochen.¹⁷⁹ Der Vorteil besteht darin, dass incentivierungsrelevante, nicht

¹⁷⁴In den 1990ern ist eine Zunahme der Sensitivität der Kompensation in Abhängigkeit der Unternehmensperformance zu beobachten. Hauptsächlich verantwortlich dafür ist die Zunahme von Aktien und Aktienoptionen in Kompensationsplänen.

¹⁷⁵Vgl. auch Kapitel 5.3.

¹⁷⁶Aus dieser Perspektive sind zum Teil Optionspläne und auch allgemein Anreizpläne (Investment Banking) zu beobachten, welche dieses Ziel zu pervertieren scheinen.

¹⁷⁷Siehe Agrawal und Mandelker (1987). Die Autoren beobachten einen positiven Zusammenhang zwischen dem Aktienoptionsanteil des Managerkompensationspakets und Investitionsverhalten, welches das Renditerisiko des Unternehmens steigert.

¹⁷⁸Siehe dazu die Ausführungen in Kapitel „Auszahlungsspezifika Equityinstrumente“ in Kapitel 6.2.3.3.

¹⁷⁹Siehe Kramarsch (2004), Seite 143.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

jedoch die gesellschaftsrechtlichen (Stimmrechte) und kapitalspezifischen Eigenschaften auftreten. Die Finanzierung erfolgt zulasten des Unternehmensgewinns über den Personalaufwand, Verwässerung tritt nicht ein. Phantompläne eignen sich besonders dann zur Incentivierung, wenn das Unternehmen nicht börsennotiert ist und somit kein Marktpreis für das Eigenkapital existiert. Phantompläne eignen sich daher auch zur Bewertung von Geschäftseinheiten. Zur Berechnung des Unternehmenswertes können verschiedene Bewertungsmodelle herangezogen werden, auf die jedoch nicht im Einzelnen eingegangen werden soll.

6.3.2.2. Wertsteigerungsrechte (SARs)

Bei sogenannten SARs handelt es sich im Wesentlichen um eine *Cash-settled Stock Option*.¹⁸⁰ Bei diesen virtuellen Aktienoptionen bekommt der Rezipient bei Kurssteigerungen die Differenz zwischen aktuellem Aktienkurs und Ausübungspreis am Verfallstag. Verwässerungseffekte treten bei Wertsteigerungsrechten nicht auf, es kommt über den Personalaufwand zur direkten (transparenten¹⁸¹) Belastung des Unternehmensergebnisses.

6.3.3. Eigenkapitalinstrumente II: Aktienoptionen im Speziellen

Im Investoreninteresse stehen Wertsteigerungen des Unternehmens. Aus Anreizüberlegungen sind daher allein *Call*-Optionen (Kaufoptionen) für die Kompensationspolitik relevant. Diese geben dem Besitzer das Recht, (in Abhängigkeit des Bezugsverhältnisses) eine bestimmte Anzahl Aktien zu einem bestimmten Preis (Ausübungspreis) zu einem bestimmten (bei *europäischen*

¹⁸⁰Siehe Muurling und Lehnert (2004).

¹⁸¹Die Kurssteigerung ist natürlich erst am Verfallstag bekannt und nicht bei der Zuteilung.

Optionen) Zeitpunkt zu erwerben.¹⁸² Nach der Black-Scholes/Merton Call-Optionspreisformel beträgt der Wert eines Calls c

$$c = S_0 \Phi(d_1) - K e^{-r_f T} \Phi(d_2) \quad (6.1)$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_0}{K} + (r_f + \frac{\sigma^2}{2})T}{\sigma \sqrt{T}} \quad (6.2)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} \quad (6.3)$$

wobei S_0 den Aktienpreis zum Zeitpunkt Null (bei Bewertung), $\Phi(x)$ die Verteilungsfunktion einer standardnormalverteilten Zufallsvariable, K den Ausübungspreis und r_f den für den Bewertungshorizont T als konstant angenommenen risikolosen Zinssatz bezeichnet.¹⁸³ Führt der Manager mit Aktienoptionen seines Unternehmens nun eine vom Kapitalmarkt als positiv erachtete Massnahme durch, führt dies durch eine Übernachfrage nach den Unternehmenstiteln zu einem steigenden Aktienpreis und wirkt sich auch positiv auf den Preis der Call-Option aus

$$\Delta := \frac{\partial c}{\partial S} = \Phi(d_1) > 0 \quad (6.4)$$

wobei Δ die Sensitivität des Optionspreises bezüglich des Aktienpreises angibt. Eine Massnahme, die zu steigendem S führt und dadurch das Vermögen der Eigentümer mehrt, zahlt sich auch für den Manager aus.¹⁸⁴ Sie schaffen eine direkte Verbindung zwischen dem erwarteten Managementvermögen und dem Vermögen der Investoren. Der Optionshalter partizipiert überdies überproportional an Unternehmenswertsteigerungen. Für eine optimale Incenti-

¹⁸²Von einer Dividendenzahlung sei hier abstrahiert. Grundlegend zur Optionspreisbewertung siehe Black und Scholes (1973) und Merton (1973).

¹⁸³Siehe zum Beispiel Hull (2006).

¹⁸⁴Siehe Abbildung 6.14.

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

vierungsgestaltung darf es dem Manager nicht gestattet sein, sich privat über den Kapitalmarkt abzusichern (Hedging). Ist diese Möglichkeit dennoch gegeben, oder kann das Verbot nicht überwacht werden, büssen kapitalmarktabhängige und damit handelbare Incentivierungsstrategien an Wirkung ein.¹⁸⁵

In den 1980er und 1990er war bei US-amerikanischen börsennotierten Unternehmen ein markanter Anstieg bei der Verwendung von Aktienoptionen zu verzeichnen. Sie stellten einige Jahre die grösste einzelne Kompensationskomponente unter Managern in den USA.¹⁸⁶ Meist wurden Executive Stock Options (ESOs)¹⁸⁷ zugeteilt, die eine drei- bis vierjährige Vermögensübertragung (Vesting) vorsahen und Laufzeiten zwischen fünf und zehn Jahren hatten. Der Ausübungspreis war in der Regel am Geld (at the money). Die Bewertung von ESOs unterscheidet sich von frei handelbaren Aktienoptionen. ESOs weisen meist eine längere Laufzeit auf und unterliegen besonderen Restriktionen hinsichtlich der Transferierbarkeit und des Vermögensübertrags. Typischerweise besteht eine Diskrepanz zwischen den Kosten, die eine Optionsausgabe durch Verwässerung des Aktienkapitals für die Anteilseigner mit

¹⁸⁵Siehe Ofek und Yermack (2000); offener Verkauf von Positionen kann durch Minimalbestände verhindert werden, nichtdeklarierte Verkäufe werden von der SEC in den USA als (illegaler) Insiderhandel aufgefasst. Teilweise ist jedoch die Möglichkeit gegeben, diese Bestimmungen mit weniger streng regulierten Finanzinstrumenten wie Equity Swaps und Collars zu umgehen. In einem Equity Swap werden zukünftige Erträge von einem Finanzinstrument (zum Beispiel Unternehmensaktien) gegen die eines anderen getauscht (zum Beispiel ein Aktienindex). Ein Collar umfasst gleichzeitig folgende Positionen: Put-Option long und Call-Option short auf die Unternehmensaktie. Zwar hat die SEC 1994 und 1996 das Reportingfordernis für diese Instrumente formal verstärkt, jedoch bezweifeln Bettis, Bizjak und Lemmon (2001) die Effektivität dieser Bestimmungen.

¹⁸⁶Siehe Hall und Liebman (1998) und zum Beispiel Abbildung 6.10.

¹⁸⁷In den USA wurde bis anhin zwischen Qualified Stock Option Plans (QSOP; genießen begünstigte steuerliche Behandlung), Non-Qualified Stock Option Plans (NQSOP; genießen keine begünstigte steuerliche Behandlung) und Incentive Stock Option Plan (ISOP; Besteuerung erst nach Veräusserung der bezogenen Aktien nach Kapitalgewinnsteuer) unterschieden.

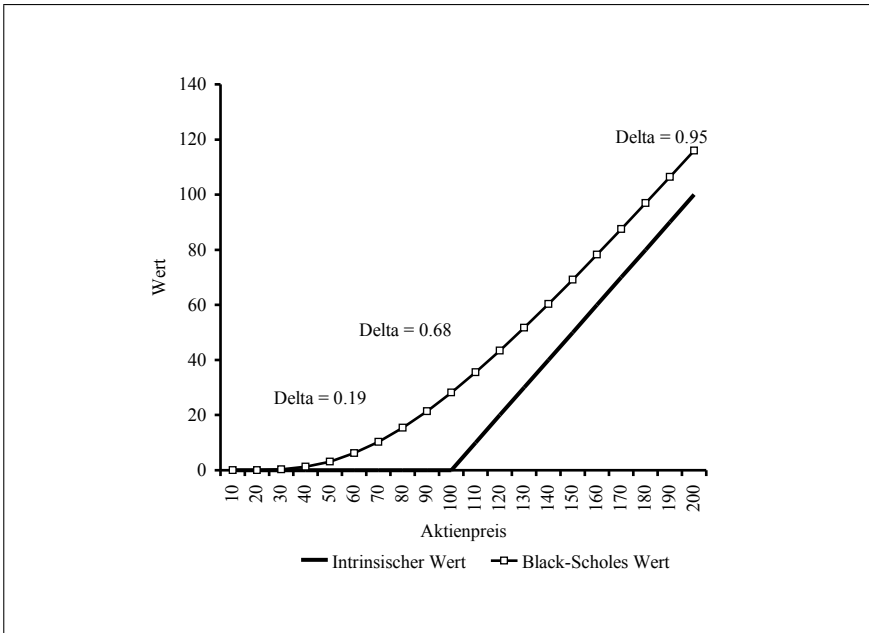


Abbildung 6.14.: Sensitivität Aktienoptionen. Parameterannahmen: Ausübungspreis 100, annualisierte Volatilität 25%, risikofreier Zinssatz 3%, Laufzeit 5 Jahre, keine Dividendenzahlung erwartet. In Geldeinheiten beziehungsweise Prozenten. Das Beispiel verdeutlicht die variierende Sensitivität des Black-Scholes Optionswertes in Abhängigkeit vom Kurs des Basiswertes. (Quelle: eigene Darstellung)

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

sich bringt, und dem Wert, welche die Optionen für den undiversifizierten Manager darstellen. Für die Unternehmen vorteilhafte Buchhaltungsvorschriften haben in der Vergangenheit die Ausgabe von Aktienoptionen erleichtert, da sie nicht nur nicht liquiditätswirksam, sondern auch kostenneutral erfolgen konnte. Da der Motivationsaspekt schwer messbar ist, bleibt die Frage nach der ökonomischen Effizienz von Mitarbeiteroptionsprogrammen. Die häufige Verwendung von Optionen mit fixem Ausübungspreis (am Geld am Tag der Zuteilung) als Incentivierungsinstrument im Vergleich zu beispielsweise indexierten Optionen, mag zum Teil aus der (nicht mehr seit IFRS 2) günstigeren buchhalterischen Behandlung herrühren, ist jedoch auch aus einem Incentivierungskalkül vertretbar.¹⁸⁸

Aktienoptionspläne sehen typischerweise einen zeitlich gestaffelten Vermögensübergang an den Manager vor (Vesting), verbunden mit dem Recht auf volle Ausübung erst nach einer bestimmten Sperrfrist (Blocking).¹⁸⁹ Aktienoptionen entfalten für die Begünstigten oftmals eine nicht unerhebliche Bindungswirkung an das Unternehmen, da die Ansprüche des Begünstigten bei Verlassen der Firma verfallen würden.¹⁹⁰ Die Laufzeit beträgt meist zwischen fünf und zehn Jahren.¹⁹¹ Aktienoptionen als Incentivierungsinstrument sind bis anhin weit verbreitet, da sie Unternehmenswertsteigerungen überproportional an den Optionshalter weitergeben (Hebeleffekt).

Der Einsatz von ESOs hat neben der unmittelbaren Veränderung der Kompensationsstruktur auch Auswirkungen auf die Kapitalstruktur, die Erfolgsrechnung und Investitionsentscheidungen. Mitarbeiteroptionspläne können,

¹⁸⁸Siehe beispielsweise Hall und Murphy (2000).

¹⁸⁹Siehe auch die Ausführungen zu den Grantparametern in Kapitel 6.2.3.3.

¹⁹⁰Siehe Hall und Murphy (2003).

¹⁹¹Siehe Brenner, Sundaram und Yermack (2000).

bei umsichtigem Einsatz, als Instrument zur Interessenangleichung zwischen Investoren und Management eine wichtige Rolle spielen. Umgekehrt besteht bei inadäquatem Einsatz die Gefahr von der Vernichtung von Unternehmenswert, Überbezahlung und Demoralisierung der Rezipienten und sogar Konkurs.¹⁹² Im Falle von Aktienoptionen ist das Vega, also die Ableitung der Call-Optionspreisformel nach der Volatilität σ des Underlyings, positiv. Ein eigennutzenmaximierender Manager könnte daher durch sein Investitionsverhalten das Renditerisiko des Basiswertes erhöhen und damit den Wert der eigenen Optionen steigern. Die Struktur der Managementkompensation kann jedoch Anreize geben, das Risiko im Vergleich zum für den Investor optimalen Risikoniveau zu erhöhen (wie im Falle von Aktienoptionen) oder zu reduzieren (wie im Falle von Insider Ownership).¹⁹³ Der Vermögenszuwachs der Eigentümer setzt sich aus Aktienkurssteigerungen und Dividendenzahlungen zusammen. Da für Optionen jedoch nur Kurssteigerungen von Relevanz sind, kann die Ausgabe von Managementoptionen als Incentivierungsinstrument zu einer restriktiveren Dividendenpolitik und verstärkten Aktienrückkäufen führen.¹⁹⁴ Kompensationsverträge können diesem Effekt in der Form Rechnung tragen, als dass der Ausübungspreis um die Höhe der Dividendenzahlung herabgesetzt wird, „saubere“ Aktienpreise gebildet werden, oder die Dividenden zuzüglich Verzinsung dem Rezipienten gutgeschrieben werden.¹⁹⁵

6.3.3.1. Wert versus Kosten

Bewertungsbesonderheiten Bei der Black-Scholes Optionspreisbestimmung muss beachtet werden, dass über die Laufzeit konstante Dividendenzahlungen, ein konstanter risikoloser Zinssatz und eine konstante Volatilität der

¹⁹²Ein guter Überblick findet sich in Muurling und Lehnert (2004).

¹⁹³Siehe auch Coles, Daniel und Naveen (2006) und Hall (2000), Seite 122.

¹⁹⁴Siehe Grullon und Michaely (2002).

¹⁹⁵Siehe Yermack (1995).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

Renditen des Basiswertes angenommen werden. Bei den zum Teil lang laufenden Manageroptionen können diese Annahmen mitunter nicht aufrecht erhalten werden. Aus Diversifikationsüberlegungen besteht teils eine beträchtliche Differenz zwischen den Kosten¹⁹⁶, die eine ausgegebene Option für die Unternehmung verursacht und dem Wert, welchen sie für die Führungskraft darstellt. Eine Option sollte daher nur ausgegeben werden, falls der Incentivierungseffekt über den Opportunitätskosten liegt, die durch die Ausgabe der Option für die Unternehmung entstehen. Diese Opportunitätskosten bemessen sich aus dem Preis, den ein wohldiversifizierter Investor für die Option bezahlen würde, welcher in bestimmten Fällen weit über dem Wert liegen kann, den ein mit überproportional hohem physischen und humanen Kapital an der emittierenden Unternehmung engagierter Manager dieser beimisst.¹⁹⁷ Spezifische Eigenschaften von Mitarbeiteroptionen können durch Modellmodifikation Berücksichtigung finden.¹⁹⁸ Der Wert der Option für den Halter hängt unter anderem von der Risikoaversion, dem Vermögen, dem Anteil des Vermögens, der in die Unternehmung investiert ist und der erwarteten Verweildauer im Unternehmen ab.¹⁹⁹ Dieser Umstand erschwert die empirische Bearbeitung, da der Datenzugang insbesondere zur Risikoaversion, Vermögen und erwarteter Verweildauer im Unternehmen von Führungskräften starken Einschränkungen unterliegt.

Value to the Executive Die internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS 2, SFAS 123 R) verlangen zunehmend die Offenlegung von Aktien-

¹⁹⁶Zu beachten sind einerseits buchhalterische, andererseits Verwässerungseffekte; siehe hierzu Gillan (2001).

¹⁹⁷Siehe Meulbroek (2001) und Hall und Murphy (2002).

¹⁹⁸Mitarbeiteroptionen sind nicht handelbar und verfallen, falls der Rezipient das Unternehmen vor dem Vesting verlässt; dies kann zum Beispiel durch entsprechende *Abgangsraten* im Binomialmodell berücksichtigt werden. Siehe beispielsweise Ammann und Seiz (2005) oder Carpenter (1998).

¹⁹⁹Siehe Lambert, Larcker und Verrecchia (1991).

optionsplänen als Vergütungselement als Teil der finanziellen Berichterstattung. Die Kosten des Optionsplans müssen dabei neben dem inneren auch den Zeitwert enthalten. SFAS 123 stellt Anforderungen an die Optionspreisbewertungsmethodik, welche zum Beispiel Mitarbeiterabgänge und andere Unterschiede zu frei gehandelten Optionen berücksichtigt. In den meisten Fällen besteht aber trotzdem eine Differenz zu den (Opportunitäts-) Kosten, welche der Firma durch die Ausgabe der Mitarbeiteroptionen entstehen und dem Wert, welcher der undiversifizierte Mitarbeiter dieser beimisst. Das Dilemma besteht darin, dass die Incentivierung gerade eine Übernahme idiosynkratischen Risikos erfordert. Insiderverkäufe von Aktien müssen nicht unbedingt als Verkaufssignal für den wohldiversifizierten Investor interpretiert werden. Auch eine unterbewertete Aktie kann aus Gründen der Portfoliooptimierung der Führungskraft abgestossen werden müssen.²⁰⁰ Bestimmende Faktoren für den Value to Executive sind im Wesentlichen die Kovarianzstruktur der von der Führungskraft gehaltenen Eigenkapitalinstrumente sowie die für die Bewertung von Optionen massgebenden Parameter wie die Haltedauer und der risikofreie Zinssatz.²⁰¹

Aktienoptionen und Verwässerung Die Ausübung regulärer Optionen bleibt ohne Auswirkungen auf die ausgegebenen Aktien. Im Unterschied dazu kommt es bei ESOs häufig zu einer Neuausgabe von Aktien bei Optionsausübung. Dies führt zu einer Verwässerung²⁰² des Aktienkapitals (Dilution). Dabei kann zwischen der *Basic Dilution*, der *Full Dilution* und der *Potential Dilution* unterschieden werden.²⁰³ Die Basic Dilution ergibt sich aus dem Quotient

²⁰⁰Siehe Meulbroek (2001).

²⁰¹Siehe Kahl, Liu und Longstaff (2003). Weitere Literatur zu Value to the Executive siehe Lambert, Larcker und Verrecchia (1991), Kahl, Liu und Longstaff (2003), Meulbroek (2001), Hall und Murphy (2002), Carpenter (1998), Ingersoll (2006).

²⁰²Siehe dazu auch die Ausführungen in Kapitel 6.2.1.

²⁰³Siehe Gillan (2001).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

aus Optionsgrant und ausgegebenen Aktien. Full Dilution ist der Vermögenswert, welcher bei Ausübung aller Mitarbeiteroptionen von den Eigentümern an die Mitarbeiter transferiert wird. Die Potential Dilution berücksichtigt für die Unternehmung mögliche Optionsgrants. Sie kann für die Basis- und die Full-Variante errechnet werden.

6.3.3.2. Ausgestaltung und Zuteilung

Indexierte Optionen Aus Anreizüberlegungen ist es vorteilhaft, den Agenten nur möglichst gering solchen Risikofaktoren auszusetzen, welche nicht von ihm kontrolliert werden können, wohl aber einen Einfluss auf seine Vergütung haben. Da die Preisentwicklung des Basiswertes zu der entsprechenden Aktienoption Marktfaktoren und Industriezyklen (also Marktaufwärts- und Abwärtsbewegungen) unterliegen kann, kann es von Vorteil sein, dieses systematische Risiko durch eine Indexierung²⁰⁴ (zum Beispiel an einen Branchenindex) des Ausübungspreises der Aktienoption zu eliminieren und gleichzeitig das idiosynkratische (d.h. das firmenspezifische) Risiko beizubehalten. Die Incentivierungswirkung bliebe auch bei sinkenden Märkten ohne ein sonst unter Umständen notwendig erscheinendes Repricing erhalten.²⁰⁵ Die Bewertung von indexierten Optionen folgt dem Ansatz von Margrabe:²⁰⁶

$$C_t = e^{-q_s T} [S_t \Phi(d_1) - H_t \Phi(d_2)] \quad (6.5)$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_t}{H_t} + \frac{1}{2} \sigma_a^2 T}{\sigma_a \sqrt{T}} \quad (6.6)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_a \sqrt{T} \quad (6.7)$$

²⁰⁴Zu beachten sind auch die Ausführungen zur Indexierung in Kapitel 6.2.2.

²⁰⁵Siehe Rappaport (1999).

²⁰⁶Siehe für die formale Darstellung Johnson und Tian (2000a) und auch Johnson und Tian (2000b); grundlegend: Margrabe (1978).

$$\sigma_a = \sigma_S \sqrt{1 - \rho^2} \quad (6.8)$$

Neben der Koppelung des Ausübungspreises an einen (Branchen-) Index sind auch Knock-in Barrier Optionen und Step-up Optionen im Rahmen von Kompensationspaketen denkbar. Bei Knock-in Barrier Optionen ist das Vesting an das Erreichen eines bestimmten Zielkurses des Basiswertes gekoppelt; der Ausübungspreis kann sich jedoch darunter befinden. Bei der Step-up Optionen steigt der Ausübungspreis um einen zum Grantzeitpunkt festgelegten periodischen Prozentsatz. Die geringe Verbreitung von indexierten Optionen lag vor allem an der im Vergleich nachteilhaften Rechnungslegungs- und Steuerpraxis.

Resetting Wenn die Option stark aus dem Geld ist, verliert sie ihre Incentivierungswirkung, da $\Delta \rightarrow 0$.²⁰⁷ Diese Eigenschaft führt in der Praxis mitunter zu einer Neubewertung (Resetting) des Ausübungspreises. Zwar wäre eine Erhöhung des Ausübungspreises theoretisch denkbar, so lässt sich empirisch jedoch starke Evidenz für einen negativen Zusammenhang zwischen Aktienkursperformance und die Wahrscheinlichkeit für ein Resetting (tieferer Ausübungspreis) finden; eine Heraufsetzung des Ausübungspreises ist kaum zu beobachten. Je schlechter die Aktienkursperformance, desto wahrscheinlicher ein Resetting des Ausübungspreises nach unten; sogar nach Korrektur der Industrieperformance.²⁰⁸ Auch besteht empirische Evidenz für die überproportional hohe Neuzuteilung von Aktienoptionen nach einem Aktiencrash bei Firmen mit schlechter Aktienkursperformance.²⁰⁹ Nichtsdestotrotz kann selbst aus einem ex ante Standpunkt ein antizipiertes Resetting nutzensteigernde Effekte nicht nur für das Management, sondern auch für die Anteils-

²⁰⁷Siehe Formel 6.4.

²⁰⁸Siehe Brenner, Sundaram und Yermack (2000).

²⁰⁹Zum Aktiencrash 1987 siehe Saly (1994).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

eigner haben.²¹⁰ Das Phänomen des Resettings lässt sich bei kleinen, jungen, schnell wachsenden Firmen stärker beobachten.²¹¹ Carter und Lynch (2001) und Chidambaran und Prabhala (2003) finden keinen Zusammenhang zwischen Agency-Problemen und Resetting.

Aus Incentivierungsüberlegungen sollte unterschieden werden zwischen systematischen Marktabwärtsbewegungen und idiosynkratischen Faktoren, welche den Basiswert haben sinken und die Option wertlos haben werden lassen. Die oben genannte Indexierung des Ausübungspreises könnte, zumindest bei Marktabwärtsbewegungen, die Notwendigkeit einer diskretionären Neufestsetzung des Ausübungspreises verringern. Indexierten Optionen wurde in den USA jedoch eine aus Rechnungslegungssicht unvorteilhafte Behandlung im Vergleich zu Optionen mit fixiertem Ausübungspreis gewährt.

Discountoptionen und Premiumoptionen Discountoptionen und Premiumoptionen sind durch einen Ausübungspreis unter (zum Zeitpunkt der Vergabe also *in the money*) beziehungsweise über dem Aktienkurs (zum Zeitpunkt der Vergabe also *out of the money*) am Übertragungszeitpunkt charakterisiert. Eine Premiumoption erfordert das Überschreiten einer bestimmten Preisschwelle des Basiswertes, damit die Option einen intrinsischen Wert erlangt. In der akademischen Literatur finden sich viele Befürworter, die den Incentivierungsaspekt betonen.²¹²

Rückdatierung (Backdating) Mit Backdating wird eine Optionsausgabepraxis benannt. Nach Phasen steigender Aktienkursverläufe wird eine Optionszuteilung rückdatiert auf einen Zeitpunkt vor dem Kursanstieg mit ei-

²¹⁰Siehe Acharya, John und Sundaram (2000).

²¹¹Siehe Chidambaran und Prabhala (2003).

²¹²Siehe Rappaport (1999).

nem im Nachhinein niedrigeren Ausübungspreis (Ausgabe „at the money“). Dadurch ist eine im Wissen des positiven Kursverlaufs garantierte Wertsteigerung der Option erreicht und der Begünstigte erzielt einen für ihn vorteilhaften Buchgewinn (der sowohl den inneren, wie auch den Zeitwert betrifft), da die Option zum Zeitpunkt der eigentlichen Zuteilungsentscheidung mit den entsprechenden Parametern im Geld ist. Sie ist dann *illegal*, wenn sie vor Aktionären und Steuerbehörden verborgen wird, Dokumente gefälscht werden, oder die Praxis den Verbuchungsvorschriften nicht genügt. Da durch passende Rückdatierung eine at-the-money Option de facto im Geld ist, hätte sie selbst vor der Verschärfung der Rechnungslegungsvorschriften (also schon unter APB 25) als Ausgabe deklariert werden müssen. Zudem erfüllen unter IRC 162(m) nur at-the-money Optionen (zum Zeitpunkt der Zuteilung) die Kriterien für leistungsabhängige Bezahlung von Führungskräften, was eine vorteilhafte Steuerbehandlung sowohl für die Firma, als auch für die Rezipienten hat. Diese Umstände förderten nicht zwingend die Offenlegung der Optionsvergabepraxis und damit eine korrekte Verbuchung. Die Rechnungslegungsvorschriften variieren international. In den USA ist mit dem Sarbanes-Oxley Act²¹³ im Jahr 2002 die Meldefrist für Optionszuteilungen seitens der Unternehmen von einem Jahr auf zwei Tage verkürzt worden. Heron und Lie²¹⁴ finden empirische Evidenz für abnormale Aktienrenditen vor und nach Optionszuteilungsdaten. Je länger die Meldefrist für die Zuteilung, desto grösser die abnormalen Renditen. In der Schweiz fehlte auch mit der Corporate Governance Richtlinie vom Juli 2002, welche für an der Schweizer Börse SWX kotierte Unternehmen verpflichtend ist, eine Offen-

²¹³Seit dem 29. August 2002 müssen Optionszuteilungen innerhalb von zwei Arbeitstagen der SEC mitgeteilt werden. Bis dahin genügte eine Mitteilung an die SEC und die Aktionäre bis 45 Tage nach dem Ablauf des Geschäftsjahres. Die SEC veröffentlicht diese Mitteilung einen Arbeitstag nach Erhalt.

²¹⁴Siehe Heron und Lie (2007) sowie Narayanan und Seyhun (2005), Aboody und Kasznik (2000), Yermack (1997).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

legungspflicht für Zuteilungsdaten von Mitarbeiteroptionen. Einzig die von den Geschäftsleitungsmitgliedern gehaltenen Optionen sind im Jahresbericht detailliert zu veröffentlichen. Dieses Erfordernis erlaubt jedoch mitunter den Rückschluss auf den Zuteilungszeitpunkt unter Berücksichtigung der Laufzeit der Optionen. Die Bestimmungen bezüglich Offenlegung wurden mit dem Inkrafttreten der Artikel 663b^{bis} und Artikel 663c Obligationenrecht (OR) per 01.01.2007 verschärft. Im Vorfeld festgelegte Zuteilungstermine für Aktienoptionen können ein Mittel sein, um Schwierigkeiten im Kontext der Optionszuteilungsverbuchung zu vermeiden. In der Hochphase der New Economy war es in der High-Tech Branche durchaus üblich, Bewerber Optionszuteilungen mit einem Ausübungspreis zu garantieren, der auf das monatliche Kurstief referenzierte.

Springloading bzw. Bulletdodging Neue Informationen führen zu Aktienkursbewegungen. Springloading bezeichnet die Praxis, vor der Bekanntgabe (unerwarteter) positiver Unternehmensmeldungen eine Optionszuteilung vorzunehmen und damit instantane Wertsteigerungen auf die Optionen zu erreichen. Mit Bulletdodging bezeichnet man das Hinauszögern einer Optionszuteilung auf einen Zeitpunkt nach Bekanntgabe (unerwarteter) schlechter Unternehmensnachrichten. Durch Ausnutzung dieser Informationsasymmetrien (welche einer *Good Governance* nicht entsprechen) werden Wertverluste auf Optionen vermieden.

6.3.3.3. Rechnungslegung und Steuern

Steueraspekte bei Aktienoptionen Hall und Murphy (2003) vertreten die These, dass die Zuteilung von Aktienoptionen nicht unabhängig von der jeweils vorherrschenden Steuerbehandlung und Rechnungslegungspraxis ist. Der Steueraspekt betrifft beide, ausgebende Firma und Rezipienten. Auf

Firmenseite ist relevant, ob und in welchem Umfang Optionen als Kompensationsausgabe qualifiziert werden und damit den steuerbaren Gewinn schmälern können. Für den Empfänger der Option ist neben dem Besteuerungszeitpunkt (Zuteilung, Ausübung) von Interesse, ob der realisierte Gewinn als Kapitalgewinn oder Erwerbseinkommen besteuert wird. Nach 1993 wurde in den USA mit der Bestimmung IRC 162(m) die Abzugsfähigkeit nicht-leistungsabhängiger Löhne für die „Proxy-named Executives“²¹⁵ (typischerweise die fünf höchstbezahlten Angestellten) über eine Mio. USD ausgeschlossen. Dies hatte zur Folge, dass insbesondere bei Firmen mit Führungskräften, deren Gesamtkompensation über diesem Schwellenwert lag, die Pay Performance Sensitivität durch einen vermehrten Einsatz von Aktienoptionen (welche als leistungsabhängig gewertet werden) anstieg.²¹⁶ Die Optionsausgabe allein führt nach US-Gesetzgebung weder für die ausgebende Firma, noch für den Optionsempfänger zu einer Steuerforderung. Relevant ist der Ausübungszeitpunkt der Aktienoptionen. Handelt es sich um „qualifizierte“ Aktienoptionen (Incentive Stock Options beziehungsweise ISOs), wird die Differenz zwischen Ausübungspreis und dem Preis bei Verkauf der durch die Optionen erhaltenen Aktien als Kapitalgewinn besteuert. Die Firma kann jedoch den durch die Führungskraft erzielten Kapitalgewinn nicht als Kompensationsausgabe deklarieren. Anders bei nicht-qualifizierten Aktienoptionen. In diesem Fall wird der Führungskraft die Differenz aus Aktienkurs und Ausübungspreis als Einkommen (und damit in der Regel höher als der Kapitalgewinn) besteuert. Für die Unternehmung besteht hingegen die steuerliche Abzugsfähigkeit. Die meisten Optionen werden als nicht-qualifizierte Optio-

²¹⁵In den USA muss Aktionären börsennotierter Unternehmen vor jeder regulären oder ausserordentlichen Hauptversammlung ein sogenanntes Proxy Statement zur Verfügung gestellt werden. Es soll den Aktionären als Entscheidungsgrundlage dienen und muss alle relevanten Informationen (dazu zählen auch Informationen zur Vergütung) beinhalten.

²¹⁶Für eine detaillierte Diskussion siehe Perry und Zenner (2001).

6. Managementanreizvergütung als Korrektiv

nen ausgegeben, da zum einen für qualifizierte Aktienoptionen Restriktionen beispielsweise bezüglich der Haltedauer der damit erworbenen Aktien gelten und zum anderen keine steuermindernde Abzugsfähigkeit für die Firma besteht.

Rechnungslegungsaspekte bei Aktienoptionen Einnahmen und Ausgaben werden bei Unternehmen meist gesondert für die Rechnungslegung und die Steuerberechnung geführt.²¹⁷ In den USA erlässt das FASB (Financial Accounting Standards Board) als Nachfolger des APB (Accounting Principles Board) Regeln oder gibt Empfehlungen bezüglich der Behandlung von Mitarbeiter-Optionen. Zwischen 1972 und 1995 galt APB Opinion 25, wonach für Aktienoptionen die Differenz aus Marktpreis der Aktie und Ausübungspreis (intrinsischer Wert) als Ausgabe zu verrechnen war, sofern die Anzahl und der Ausübungspreis der Optionen fixiert waren. Demzufolge bestand bei einem Ausübungspreis, welcher gleich oder grösser dem Aktienpreis ist, keine Pflicht zur Deklaration einer Ausgabe. Anders hingegen bei indexierten Optionen, da der Ausübungspreis zum Zeitpunkt der Ausgabe noch nicht fixiert war.²¹⁸ Auch Aktienoptionen, welche erst bei Erreichen vorher festgesetzter Ziele zugesprochen wurden, konnten nicht kostenneutral verbucht werden, da die Anzahl zum Zeitpunkt der Ausgabe noch nicht fixiert war. Eine Veränderung dieser Rechnungslegungspraxis erfolgte 1995, als mit FAS 123 die Verbuchung des Marktwertes (Berechnung etwa mit Hilfe der Black-Scholes Bewertungsmethode oder des Binomialmodells) der ausgegebenen Optionen empfohlen wurde.²¹⁹ Allerdings konnte weiterhin unter APB Opinion 25 verbucht werden, jedoch nur unter der Bedingung der zusätzlichen Veröffentli-

²¹⁷Siehe Hall und Murphy (2003).

²¹⁸Bei indexierten Optionen hängt der Ausübungspreis von einem Index ab. Der Ausübungspreis verändert sich daher während der Laufzeit der Option.

²¹⁹Yermack (1998) findet Anzeichen, dass Firmen den Wert der ausgegebenen Optionen durch geeignete Parameterwahl minimieren.

6.3. Ausgewählte Instrumente

chung des Marktwertes der Optionszuteilung in einer Fussnote im Finanzbericht. Erst im Jahr 2003, nach mehreren Rechnungslegungsskandalen, gingen über 200 Firmen zur Verbuchung nach FAS 123 über.²²⁰ Im Dezember 1998 wurde von der FASB das sogenannte Variable Accounting eingeführt, wonach sich bei einem Resetting des Ausübungspreises die buchhalterischen Kosten an dem realisierten Aktienkurs orientierten. Zuteilungen, welche eine Barausschüttung vorsehen, werden vierteljährlich nach Marktwerten bewertet. Anders verhält es sich bei performance-basierten Auszahlungen, die in Aktien getätigt werden. Dort erfolgt eine Aufrechnung der Marktwerte während der Vesting-Periode.²²¹

²²⁰Verpflichtend wurde FAS 123 für börsennotierte Aktiengesellschaften in der dem 15. Juni 2005 folgenden Rechnungsperiode. Für private Aktiengesellschaften gilt die dem 15. Dezember 2005 folgende Rechnungsperiode.

²²¹Weitere Literatur siehe Johnson und Tian (2000a), Healy (1985).

7. Kompensationsexzesse

Es haben sich drei Theoriestränge entwickelt, die das Phänomen von zum Teil extrem hoher Managementvergütung erklären. Nach der Anreizvergütungshypothese ist eine unter Umständen auftretende extrem hohe Vergütung notwendig und gerechtfertigt, um den Interessengegensatz zwischen Investoren und Managern zu mildern. Eine andere Theorierichtung vergleicht den Markt um Managertalent mit der Ökonomie der Superstars. Beiden genannten Erklärungsansätzen gemein ist die Annahme von Marktpreisen, die für einen bestimmten Manager bezahlt werden. Anders hingegen bei der Ausplünderungshypothese. Diese unterstellt bestimmten Managern eine besondere Machtfülle, welche es ihnen ermöglicht, sich Investorenvermögen im Sinne einer ökonomischen Rente anzueignen (*Rent Extraction*). Die Darstellung der drei Theorierichtungen erfolgt im Exzerpt.

7.1. Anreizvergütungshypothese

Nach der *Anreizvergütungshypothese* wird eine unter Umständen auftretende extrem hohe Kompensation für notwendig befunden, um die Interessen zwischen Management und Investoren, besonders bei breit gestreuten Publikumsgesellschaften, anzugleichen.²²² Managementkompensationsverträge sind so zu gestalten, dass sie einerseits die Überwachungs-, Kontrollkosten

²²²Siehe Bebchuk, Fried und Walker (2001) und Jensen und Meckling (1976).

7. *Kompensationsexzesse*

und die Kosten bei Nichterfüllung gering halten, andererseits ein effizientes Managerverhalten im Sinne der Aktionäre begünstigen. Dazu werden kurz-, mittel- und langfristige Anreize gesetzt. Die resultierende Höhe der Managerkompensation entspringt nach der Anreizvergütungshypothese nicht einer schwachen Corporate Governance Struktur, sondern entspricht Marktbedingungen. Demgegenüber impliziert das Prinzipal-Agent-Modell²²³, dass nicht primär die absolute Höhe der Vergütung, als vielmehr die Struktur (Output-sensitivität) für die Anreizwirkung eine zentrale Rolle einnimmt.

7.2. **Ökonomie der Superstars**

Die *Ökonomie der Superstars*²²⁴ analysiert das Phänomen der in Einzelfällen auftretenden extrem hohen Gagen für Sportler, Künstler, Schriftsteller und Schauspieler. Einer angenommenen Normalverteilung des Talents steht eine extrem rechtsschiefe Verteilung der Einkommen gegenüber, das Einkommen konzentriert sich auf die talentiertesten Personen. Kleine Talentunterschiede führen zu hohen Einkommensunterschieden.²²⁵

Zieht man zur Erklärung exzessiv hoher Managementkompensation die Ökonomie der Superstars heran, bestünde bei positiven Skaleneffekten in der Produktion die Bereitschaft seitens der Investoren, die überdurchschnittliche Fähigkeit eines Managers zur Unternehmenswertsteigerung in einer noch grösseren Kompensationssteigerung zu vergüten. Gerade im Hinblick auf die Ausplünderungshypothese ist jedoch fraglich, ob der Arbeitsmarkt für Ma-

²²³Siehe Kapitel 3.1.

²²⁴Siehe Rosen (1981).

²²⁵„If a surgeon is 10 percent more successful in saving lives than his fellows, most people would be willing to pay more than a 10 percent premium for his services. A company involved in a USD 30 million law suit is rash to scrimp on the legal talent it engages.“
Siehe Rosen (1981), S. 846.

nagertalent von ähnlicher Effizienz geprägt ist wie der für Superstars. Die von Rosen entwickelte Theorie zur Ökonomie der Superstars kann demnach nur begrenzt auf den Managerarbeitsmarkt übertragen werden. Schauspieler haben in der Regel weniger Einfluss auf die Personen, die die Gagen festsetzen. Im Gegensatz dazu ist der Verwaltungsrat nicht immer unabhängig vom Management (*Interlocking Boards, Grey Directors*).

7.3. Ausplünderungshypothese

Nach der *Ausplünderungshypothese* erlaubt die besondere Machtfülle des Managements eine Aneignung von Investorenvermögen (*Rent Extraction*). Nach Bebchuk, Fried und Walker (2002) äussert sich dies durch verstärkten Einsatz von Optionskomponenten im Managementkompensationspaket und dem Fehlen von Indexierung, der häufigen Ausgabe von at-the-money Optionen (ungeachtet industriespezifischer Besonderheiten oder unterschiedlicher Risikoaversion der Manager), Repricing und Hedging firmenspezifischer Vermögenspositionen. Ein Indikator für den Grad der CEO-Machtfülle und CEO-Kompensation sind Anti-Takeover Klauseln, die Präsenz institutioneller und grosser Investoren.²²⁶ Um unangemessen hohe Vergütungen vor den Aktionären zu verschleiern, werden komplexe Kompensationspläne gewählt, die es dem Management erlaubt, trotz schlechter Performance monetäre Vorteile zu erlangen.²²⁷ Die Ausplünderungshypothese bestärkt die These, dass die Vereinbarung von Höhe und Struktur des Managerkompensationspakets selbst ein Agency-Problem darstellt, welches in Abhängigkeit der übrigen

²²⁶Allgemeiner zeigen Core, Holthausen und Larcker (1999), dass Unternehmen mit schwächeren Governance Strukturen grössere Agency-Probleme haben, Unternehmen mit grösseren Agency-Problemen höhere Kompensation beziehen und eine schlechtere Performance aufweisen.

²²⁷Siehe Morgan und Poulsen (2001), Seite 490 und Campbell und Wasley (1999).

7. *Kompensationsexzesse*

Corporate Governance Kontrollmechanismen entsprechende Agency-Kosten verursacht.²²⁸

²²⁸Siehe Bebchuk und Fried (2003).

8. Korrektivkontrolle

Kompensationsexzesse und jüngste Entwicklungen im Zuge der Finanzkrise zeigen die Notwendigkeit neuen Korrekturbedarfs auch im Kontext der Anreizvergütung. Dies geschieht zum einen indirekt auf der Ebene des Aktienrechts, zum anderen durch direkte gesetzliche Vorgaben bezüglich der Vergütungspraktiken im Falle von Unternehmen, welche staatliche Rettungspakete in Anspruch nehmen. Auf aktienrechtlicher Ebene umfasst dies in einem ersten Schritt die Offenlegung und als weiteren Schritt die Abstimmungsregelungen zur Verwaltungsrats- beziehungsweise Geschäftsleitungsvergütung. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die Folgen von Vergütungspraktiken mit stark asymmetrischer Risikotragung längst nicht mehr nur von den Investoren, sondern bei systemrelevanten Instituten auch von den Steuerzahlern zu tragen sind. Dies verleiht der Corporate Governance eine über die private Unternehmung hinausgehende Dimension. Bei einigen staatlichen Hilfspaketen geht der jeweilige Staat als neuer bestimmender Bankaktionär hervor. Als Miteigentümer nimmt er zum Teil direkten Einfluss auf die Vergütungspakete.

8.1. Offenlegung

Es muss zwischen Kodices, Richtlinien und gesetzlichen Regelungen bezüglich der Offenlegung von Managementvergütungen unterschieden werden. Während Kodices meist nur empfehlenden Charakter haben, sind Richtlinien in

8. Korrektivkontrolle

dem Sinne strenger, als dass Private einzuhaltende „Spielregeln“ bestimmen können. So kann beispielsweise ein Börsenbetreiber durch die von ihm erlassenen Richtlinien die Einhaltung bestimmter Regelungen zur Offenlegung als Kotierungsbedingung definieren. Die freiwilligen²²⁹ Selbstbeschränkungen durch Kodices und auch Richtlinien sollen dazu beitragen, unerwünschte, strengere staatliche gesetzliche Vorschriften abzuwenden. Die akademische Literatur nennt Argumente für und gegen die Offenlegung von Vergütung:²³⁰

- Für die Offenlegung börsennotierter Unternehmen spricht der angestrebte Interessenausgleich zwischen Aktionären und dem Management, das Transparenzerfordernis seitens der Eigentümer über die Vergütungskosten, die Tatsache, dass nur durch Transparenz Kontrolle erfolgen kann, Transparenz das Vertrauen seitens der Investoren fördere, dass die Offenlegung internationalem Trend entspreche.

- Als Gegenargumente zur Offenlegung werden genannt: Schutz der Privatsphäre der Manager²³¹, durch Offenlegung der Vergütungspolitik als Geschäftsgeheimnis könne ein Wettbewerbsnachteil erfolgen, das Abwerben von Kader werde einfacher, Unternehmensklima bei Vergütungsdisparität (intern wie extern) könne gestört werden, gegenseitiges Hochschaukeln der Vergütung bei Vergleich zu anderen Unternehmen. Insbesondere kritisiert wird Kompensationsbenchmarking. Wenn jedes Unternehmen seine Führungsspitze überdurchschnittlich entlohnen möchte, führt dies zu einer steigenden Durchschnittskompensation.

²²⁹Hat ein Börsenbetreiber eine entsprechende Richtlinie erlassen, dann müssen Unternehmen, welche nicht offenlegen möchten, diesen Umstand erklären (Comply or Explain) oder die Börse wechseln.

²³⁰Zu den Argumenten siehe Gächter (2008), Seite 206.

²³¹Hier wird jedoch entgegengehalten, dass das Einkommen an sich aber nicht besonders schützenswert sei.

Es folgt eine Darstellung der offenlegungsrelevanten Regelungen exemplarisch für die Schweiz, Deutschland und die USA.

8.1.1. Schweiz

Bis zur Änderung des Obligationenrechts Anfang 2007 konnten Verwaltungsratsmitglieder ihre Vergütungen grundsätzlich selbst beziehungsweise gegenseitig festlegen. Es bestanden nur schwache gesetzliche Schutzvorkehrungen: eine Ausstandspflicht, die nachträgliche Genehmigung durch ein neben- oder übergeordnetes Organ, das Kriterium der Marktüblichkeit der Vergütung. Diese Schutzvorkehrungen wahrten nur im beschränkten Masse das Aktionärsinteresse. Es existierte keine Pflicht zur Offenlegung gesonderter Angaben über die Vergütung von Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitgliedern. Dieser Umstand wurde durch die Richtlinie betreffend Corporate Governance (RLCG) und die Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT) der SWX verbessert. Eine solche Regelung bedeutet die freiwillige Selbstbindung des Unternehmens an die Bestimmung der Richtlinie²³². Die Richtlinie folgte dem Prinzip „Comply or Explain“: Abweichungen von den Bestimmungen müssen explizit im Jahresabschluss begründet werden. Die Bestimmungen gingen dem Gesetzgeber aber nicht weit genug. Er bemängelte die fehlende demokratische Legitimierung und wollte eine Verschärfung der Sanktionsmöglichkeiten erreichen. Mit den neuen Transparenzvorschriften bezüglich Vergütung und Beteiligung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung börsennotierter Gesellschaften soll eine Stärkung der *ex post* Kontrollfunktion der Aktionäre (gegenüber Verwaltungsrat und Vergütungsausschuss) erreicht werden. Gleichzeitig besteht ein Anreiz für angemessene Vergütungen *ex ante*. Diese Transparenzbestimmungen erlauben

²³²Die als solche keine Gesetzeskraft hat.

8. Korrektivkontrolle

die Vergütung zumindest ansatzweise als Anlagekriterium zu berücksichtigen. Die entsprechenden Artikel 663b^{bis} ²³³ und Artikel 663c²³⁴ Obligationenrecht (OR) traten per 01.01.2007 in Kraft. Die Transparenzvorschriften der RLCG wurden mit Inkrafttreten des Gesetzes (da die Bestimmungen über die RLCG hinausgehen) hinfällig.

8.1.2. Deutschland

Im Zuge der Diskussion um exzessive Managementvergütung erliess die EU-Kommission im Dezember 2004 eine Empfehlung an die Mitgliedstaaten zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung.²³⁵ Gemäss dieser Empfehlung soll die Vergütungspolitik offengelegt und von der Jahreshauptversammlung bindend oder konsultativ²³⁶ (man beachte zum Teil beträchtliche Unterschiede bezüglich vergütungsrelevanter Rechtsnormen in den EU-Staaten) genehmigt werden, die Vergütung der Mitglieder der Unternehmensleitung individuell offengelegt und Regelungen aktienbasierter Vergütung der bindenden Abstimmung durch die Jahreshauptversammlung vorgelegt werden. Dem daraufhin in Deutschland erlassenen und seit August 2005 geltenden Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) zur Folge müssen nach §285 Nr. 9 Handelsgesetzbuch (HGB) sämtliche Kapitalgesellschaften im Anhang zur Bilanz für die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans, eines Aufsichtsrats, oder eines Beirats die Gesamtbezüge und bei börsennotierten Aktiengesellschaften zusätzlich unter Namensnennung die Bezüge jedes einzelnen Vorstandsmitglieds veröf-

²³³Betrifft Offenlegung von Vergütungen.

²³⁴Betrifft Offenlegung von Beteiligungen; auch Wandel- und Optionsrechte jedes gegenwärtigen Mitglieds unter anderem des Verwaltungsrats, Geschäftsleitung (Organpersonen).

²³⁵(2004/913/EG), ABL L 385/55 vom 29. Dezember 2004

²³⁶Die Idee der Konsultativabstimmung ist es, ein (passives) Misstrauensvotum seitens der Aktionäre gegenüber Führung zu ermöglichen, wodurch Anpassungsdruck auf die Führung entstünde durch Signalwirkung auf andere Investorengruppen.

fentlicht werden. Die Offenlegung hat aufgeteilt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie nach Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung zu erfolgen. Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) enthält in Ergänzung zu den verbindlichen Vorgaben des HGB die Empfehlung, nicht nur Vorstands-, sondern auch Aufsichtsratsbezüge offenzulegen. Abweichungen sind dem Grundsatz „Comply or Explain“ unterworfen (§161 AktG). Das VorstOG sieht vor, dass bei börsennotierten Aktiengesellschaften künftig für jedes einzelne Vorstandsmitglied die gesamten Bezüge unter Namensnennung anzugeben sind. Dabei reicht nicht die Gesamtsumme der an ein einzelnes Vorstandsmitglied gezahlten Bezüge. Verlangt wird die Aufschlüsselung in erfolgsunabhängige und erfolgsbezogene Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung (zum Beispiel Aktienoptionen). Diese Aufteilung entspricht der Empfehlung des Corporate Governance Kodex. Ziel des Gesetzes ist die Stärkung der Kontrollrechte der Aktionäre. Es geht um Kontrolle durch Transparenz. Für Jahres- und Konzernabschlüsse können Aktionäre in der Hauptversammlung von der „Opting Out-“ Klausel Gebrauch machen und für maximal fünf Jahre auf die individualisierte Offenlegung der Vorstandsbezüge verzichten.²³⁷ Mit dem VorstOG geht die Regelung in Deutschland mit der individuellen Offenlegung der Geschäftsleitungsvergütungen über die Offenlegungspflichten der Schweiz hinaus.

8.1.3. USA

Die SEC verabschiedete Mitte 2006 die sogenannte Executive Compensation and Related Person Disclosure Rule²³⁸, welche bestehende Regelungen zur Offenlegung verschärft. Neu müssen börsennotierten Gesellschaften ab

²³⁷Nach der Opting Out-Klausel kann die Hauptversammlung eines Unternehmens die Transparenzpflicht aushebeln, wenn mindestens 75% des dort repräsentierten Kapitals für Verschwiegenheit stimmt.

²³⁸SEC Release Nos. 33-8732A; 34-54302A; IC-27444A; File No. S7-03-06

8. Korrektivkontrolle

einer Marktkapitalisierung von USD 700 Mio. jährlich eine „Compensation Discussion and Analysis (CD&A)“ verfassen, die Aufschluss über Ziele der Vergütungspolitik, die Vergütungselemente, die Gründe ihrer Verwendung sowie die Berechnung der Entschädigung (formelbasiert) geben. Bei Optionen ist die Praxis bezüglich Gewährungszeitpunkt und Bewertung zu erläutern. Die CD&A unterliegt im Gegensatz zu der bisher zu erstellendem „Compensation Committee Report“ der Beglaubigungspflicht des CEO und CFO. Im Anschluss an die CD&A ist eine detaillierte, tabellarische und deskriptive Offenlegung folgender Bereiche zu liefern:

- Individuelle Offenlegung der ausgerichteten oder auszurichtenden Vergütungen von CEO, CFO und drei weiteren höchstbezahlten Managementmitgliedern über die vergangenen drei Jahre („Summary Compensation Table“). Bewertung sämtlicher Vergütungselemente: Optionen nach FAS 123 zum Grant Date. Reduzierung des Schwellenwertes für die Erfassung von „Perquisites and other personal benefits“ auf USD 10'000.
- Individuelle Offenlegung aller laufenden Vergütungspläne inklusive geschätzter daraus resultierender Vergütungsströme („Grants of Plan-Based Awards Table“).
- Detaillierte und individuelle Offenlegung des Gesamtbestandes von Aktien und Optionen sowie Ausübung von Optionen und definitiver Erwerb von Aktien („Outstanding Equity Awards at Fiscal Year-End Table“ und „Option Exercises and Stock Vested Table“).
- Pensionierungspläne und nachträgliche Vergütungen („Pension Benefits Table“ und „Nonqualified Deferred Compensation Table“).
- Director Compensation analog „Summary Table“.

8.2. Vergütungsrelevante Abstimmungsregelungen

Die neuesten Vorgaben der SEC sind hinsichtlich des Informationsgehaltes die weltweit wohl strengsten Offenlegungsbestimmungen. Ausländische Gesellschaften (*Foreign Private Issuers*) fallen jedoch nicht unter diese Regelung, sofern sie nach Form 20-F offenlegen.

8.2. Vergütungsrelevante Abstimmungsregelungen

In den 2004 von der OECD veröffentlichten „Grundsätzen der Corporate Governance“ wird gefordert, dass die Aktionäre die Möglichkeit haben sollten, ihre Ansicht zu der in Bezug auf die Vergütungen von Board und Geschäftsführung verfolgten Politik zu äussern. Aktienbasierte Vergütungen von Boardmitgliedern, Geschäftsführung und Arbeitnehmern sollte demnach der Zustimmung durch die Aktionäre bedürfen. Tabelle 8.1 gibt einen Überblick über die derzeitige²³⁹ Situation in den wichtigsten Märkten.

Oftmals wird, im Einklang mit geltendem Recht, der Verwaltungsrat in der Schweiz durch die Generalversammlung qua Statutenregelung zum Selbstkontrahieren ermächtigt.²⁴⁰ Der Verwaltungsrat legt damit seinen Lohn gegenseitig selbst fest. Diese ex ante Zustimmung der Aktionäre stellt jedoch nicht unbedingt eine ex post Rechtfertigung der Vergütung dar. Die Selbstkontrahierung rückt den Verwaltungsrat in die Nähe der Eigentümerposition, jedoch ohne das unternehmerische Risiko mit allen Konsequenzen tragen zu müssen. Die Tatsache, dass die Selbstkontrahierung regelmässig genehmigt wird und nicht gegen exzessive Vergütungen vorgegangen wird, könnte ein Zeichen dafür sein, dass die Aktionäre mit den Vergütungen einverstanden

²³⁹Stand: Ende 2008.

²⁴⁰Zu diesem Absatz siehe Gächter (2008), Seite 227f.

8. Korrektivkontrolle

Tabelle 8.1.: Aktionärsanträge

	Konsultativ- abstimmung des Ver- gütungs- berichts des ver- gangenen Geschäfts- jahres	Bindende Abstim- mung über die Vergü- tungspo- litik (vor- deren Ein- führung)	Abstimmung über die Vergütung des VR (oder Auf- sichtsrats)	Abstimmung über Ver- gütungen der GL	Abstimmung über Be- teiligungs- pläne mit Akti- en/Optionen
Europa					
Österreich	-	-	Ja (1.)	-	Ja
Dänemark	-	Ja (2.)	-	-	Ja
Frankreich	-	-	Ja (3.)	-	Ja
Deutschland	-	-	Ja (1.)	-	-
Niederlande	-	Ja (4.)	Ja	-	Ja
Norwegen	-	-	Ja	Ja (5.)	Ja
Schweden	-	Ja	Ja	-	Ja (6.)
Schweiz	-	-	-	-	-
Grossbritannien	Ja	-	-	-	Ja
Nordamerika					
Canada	-	-	-	-	Ja
USA	- (7.)	-	-	-	Ja
Asien					
Australien	Ja	-	-	-	-
Japan	-	-	Ja (8.)	-	-

1. Nur wenn sich der Gesamtbetrag der Vergütung für den Aufsichtsrat ändert
2. Betrifft nur die variable Vergütung für die Geschäftsleitungsmitglieder
3. Nur für die Verwaltungsratsmitglieder ohne operative Funktion
4. Nur bei Änderungen der Vergütungspolitik
5. Ausser bei anderweitigen Bestimmungen in den Statuten eines Unternehmens
6. Muss von mindestens 90% der vertretenen Stimmen angenommen werden
7. Eine Gesetzesänderung für die Einführung der Konsultativabstimmung über einen Vergütungsbericht ist vorgesehen
8. Bei japanischen Unternehmen mit einer „Kansayaku-“ Struktur (ohne Ausschuss, aber mit einem „Corporate Auditor“)

Quelle: Siehe Ethos (2008).

8.2. Vergütungsrelevante Abstimmungsregelungen

sind. Allerdings bestehen nicht geringe Hindernisse, um eine entsprechende Statutenänderung gemäss Art. 703 OR zu erreichen (Mehrheitserfordernis). Es kommt der Umstand hinzu, dass Depotvertreter im Zweifel für den Verwaltungsrat stimmen. Neben der Vergütung des Verwaltungsrats spielt die Festsetzungskompetenz der Geschäftsleitungsvergütungen eine wichtige Rolle und ist somit für den Investor hinsichtlich des Governance-Settings relevant.

Momentan²⁴¹ läuft die Revision des schweizerischen Aktien- und Rechnungslegungsrechts. Laut Justiz- und Polizeidepartement soll „[m]it einer Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts [...] das Unternehmensrecht umfassend modernisiert und den wirtschaftlichen Bedürfnissen angepasst [werden]. Insbesondere werden die Corporate Governance verbessert, die Kapitalstrukturen und das Rechnungslegungsrecht neu geregelt sowie die Regeln über die Generalversammlung aktualisiert. Die Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts stellt zugleich einen indirekten Gegenvorschlag zur Volksinitiative *gegen die Abzockerei* [im Original in Anführungszeichen] dar.“

Die Offenlegung der Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist ein erster Schritt, die Abstimmung über die Vergütung ein weiterer. Die Abstimmung ist eine der Forderungen der Minder-Initiative.²⁴²

²⁴¹Stand Januar 2009.

²⁴²„Die Volksinitiative *gegen die Abzockerei* [im Original in Anführungszeichen] wurde am 26. Februar 2008 mit 114'260 gültigen Unterschriften bei der Bundeskanzlei eingereicht. Sie will durch eine Verbesserung der Corporate Governance den als überhöht empfundenen Vergütungen des obersten Managements von börsennotierten Aktiengesellschaften einen Riegel vorschieben. Namentlich soll die Generalversammlung über die Gesamtvergütung von Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und Beirat abstimmen und jährlich die Verwaltungsratsmitglieder, den Präsidenten und den Vergütungsausschuss wählen. Abgangsentschädigungen, Vorauszahlungen und Prämien sollen verboten werden.“ (Quelle: Medienmitteilungen des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartement vom 05.12.2008)

8. *Korrektivkontrolle*

Dazu die Medienmitteilungen des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartements vom 05.12.2008 zur Verabschiedung des indirekten Gegenvorschlages zur Minder-Initiative: „Die zusätzlichen Bestimmungen der Vorlage sehen deshalb insbesondere vor, dass die Vergütungen des Verwaltungsrates von börsennotierten Gesellschaften jährlich durch die Generalversammlung genehmigt werden müssen. Ferner soll die Klage auf Rückerstattung ungerichteter Leistungen erleichtert werden. Gäbe die Schweiz ihr liberales Gesellschaftsrecht zugunsten schwerfälliger und restriktiver Vorschriften auf, verlöre sie einen Standortvorteil gegenüber dem Ausland, ist der Bundesrat überzeugt. Die Folge wären vermehrte Gründungen im Ausland, Sitzverlegungen ins Ausland und weniger Zuzüge von Unternehmen in die Schweiz. Damit verbunden wäre der Verlust von Arbeitsplätzen und Steuerausfälle. Bei einer Annahme der Initiative müsste zudem das Aktienrecht erneut vertieft überarbeitet werden, was mit zeitlichen Verzögerungen und Rechtsunsicherheiten verbunden wäre.“

8.3. Finanzkrise und Executive Compensation

Niedrige Zinsen, die Möglichkeit der Kreditvergabe an schlechte Kreditnehmer sowie eine kurzfristig orientierte risikofördernde Kompensationspolitik von Kreditverkäufern und auch Organmitgliedern²⁴³ von Banken hat in den USA eine starke Erhöhung des Immobilienkreditvolumens begünstigt. Hypothekarkredite an Investment Banken optimiert, welche diese Kredite bündelten (Beeinträchtigung der Risikotransparenz) und verbrieften. Die Verbriefung ermöglichte den Verkauf an Investoren weltweit. Das Platzen der

²⁴³Gemeint sind der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung.

Immobilienblase in den USA im Sommer 2007 hatte den Ausfall von Subprime Krediten zur Folge. Die Auswirkungen blieben nicht lokal beschränkt, da durch Weiterverkauf und Verbriefung (als CDO²⁴⁴) Kreditinstitute weltweit involviert waren. Die Fair-Market-Valuation nach IFRS verstärkte die Eigenkapitalauswirkungen und hatte Abschreibungen in grosser Höhe zur Folge. Stark gestiegene Gegenparteerisiken erschwerten selbst das kurzfristige Kreditgeschäft zwischen Finanzinstituten; es folgte der Zusammenbruch des Interbankenmarktes. Staatliche Rettungspakete wurden initiiert, um Bankenpleiten und deren Folgen für die Realwirtschaft abzuwenden, mit dem Ziel, das Vertrauen der Marktteilnehmer wiederherzustellen. Damit einher gehen weltweite Regulierungsbemühungen der Geld- und Kapitalmärkte, diese beziehen auch die *Executive Compensation* mit ein. Die Regulierung betrifft primär die Unternehmen, die staatliche Hilfen in Anspruch nehmen.

Die Darstellung staatlicher vergütungsrelevanter Massnahmen erfolgt exemplarisch für Deutschland, UK und die USA.

8.3.1. Deutschland

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) sieht neben anderen Massnahmen (Kreditbürgschaften zur Verbesserung der Banken-Refinanzierung, Staatsbeteiligungen bei angeschlagenen Instituten beziehungsweise Rekapitalisierung, Übernahme von Risikoaktiva) auch Vergütungsauflagen für Banken vor, welche Stabilisierungsmassnahmen in Anspruch nehmen; diese werden in der Finanzmarkt-Stabilisierungsfonds-Verordnung (FMStFV) konkretisiert. Zu den Auflagen gehören Gehaltsobergrenzen, Verzicht auf Boni und eine generelle Anpassung der Vergütungssysteme. Die Gehaltsbegrenzung richtet

²⁴⁴Collateralized Debt Obligation; ein strukturiertes Kreditprodukt, Spezialform eines forderungsbesicherten Wertpapiers.

8. Korrektivkontrolle

sich an Organmitglieder (Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder). Die Überprüfung und Anpassung der Vergütungssysteme muss hinsichtlich ihrer Anreizwirkung, unter Einbezug des Risikos, der Langfristigkeit und der Angemessenheit erfolgen. Sie bezieht sich nicht nur auf neue, sondern auch auf die Überprüfung alter Vergütungsverträge. Die Verordnung umfasst auch die Reglementierung von Abfindungen, Zahlungen von Vergütungsbestandteilen aus freiem Ermessen und nachträglichen Änderungen von Bestimmungen zu variablen Vergütungen (zum Teil keine Änderung bereits bestehender Regelungen). Für Auflagen hinsichtlich der Veröffentlichung der Vergütung ergibt sich keine Änderung aus dem FMStFV für börsennotierte Aktiengesellschaften (vgl. VorstOG).

8.3.2. UK

Auch in Grossbritannien wurden von der Regierung Massnahmen zur Stabilisierung der Kapitalmärkte und der Bankinstitute verabschiedet. Im Zuge dessen veröffentlichte die für die Bankenaufsicht zuständige Financial Services Authority (FSA) im Oktober 2008 Vergütungsrichtlinien und empfahl eine freiwillige Überprüfung der Vergütungspolitik aller Bankinstitute. Bankinstitute hingegen, welche staatliche Hilfen in Anspruch nehmen, müssen Anpassungen der Organvergütung hinnehmen. Im Unterschied jedoch zu Deutschland macht die FSA keine Angaben zu Gehaltsobergrenzen. Die FSA gibt Empfehlungen für eine aus ihrer Sicht „Good Practice“ in Sachen Vergütungspolitik, die Bankinstitute allgemein adressieren. Diese Empfehlungen betreffen im Einzelnen die Performancemessung (neben Gewinn auch die Berücksichtigung von Risikoaspekten, keine Einperiodenbetrachtung), die Vergütungsstruktur (auch langfristige Komponenten), die Regelungen von Pensionszusagen und anderen zeitlich verschobenen Vergütungsbestandteilen (die Empfehlungen zur Deferred Compensation umfassen auch Bonus Bank Re-

gelingen, um die Vergütung längerfristig auszurichten) und die Corporate Governance (geschäftsbereichsunabhängige Bewertung von Performance und Risiko) im Weiteren.

8.3.3. USA

Im Oktober 2008 wurde in den USA der Emergency Economic Stabilization Act (EESA) verabschiedet, der insbesondere die US-Notenbank autorisiert, Problem-Aktiva von in den USA gegründeten und regulierten Banken zu übernehmen. Der EESA beinhaltet auch Vergütungsauflagen (für CEO, CFO und die drei weiteren am höchsten bezahlten Executives) für Banken, die Problemaktiva über 300 Mio. USD an die Notenbank auslagern. Im Einzelnen geht es um die Begrenzung von Bonuszahlungen, um unnötige und exzessive Finanzrisiken einzudämmen.²⁴⁵ Sind Bonuszahlungen aufgrund nicht korrekter Jahresabschlüsse erfolgt, werden diese zurückgefordert. Bestehende Abgangspämienvereinbarungen („Golden Parachutes“) sind während der Dauer der Inanspruchnahme der Hilfen unzulässig, neue Zusagen haben zu unterbleiben. Des Weiteren erfolgt eine Verschärfung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Aufwendungen für Executive Vergütung. Der maximale Abzugsbetrag wird von 1 Mio. USD auf 0.5 Mio. USD abgesenkt (pro Person und Jahr). Die Abzugsfähigkeit performancegetriebener Vergütung wird aufgehoben.²⁴⁶

²⁴⁵Siehe EESA (2008). Als Erfordernis wird genannt: „incentive compensation for senior executives does not encourage unnecessary and excessive risks that threaten the value of the financial institution risks“.

²⁴⁶Vgl. dazu auch Kapitel 6.3.3.3.

8.3.4. Kritische Würdigung

Bei einigen staatlichen Hilfspaketen geht der jeweilige Staat als neuer bestimmender Bankaktionär²⁴⁷ hervor. Es ist legitim, dass er als Miteigentümer einen Einfluss auf die Vergütungspakete nimmt. Die neuen Vergütungsregeln sollen nur für solche Institute gelten, die Geld vom Staat erhalten. Es handelt sich nicht um generell einzuführendes Recht. Die prinzipienbasierten Konzepte der englischen FSA und teils auch des US-amerikanischen Schatzamts lassen genügend Flexibilität für den Einzelfall. Da mit der Finanzkrise das Prinzipal-Agent-Problem nicht verschwunden ist, muss eine Deckelung der Bezüge kritisch hinterfragt werden. Eine Deckelung der Managementvergütung erscheint politisch opportun, aus Anreizüberlegungen ist sie jedoch fraglich. Eingriffe in die Vergütungspraxis einzelner Banken könnte Einfluss auf deren Wettbewerbsfähigkeit haben. Bei Bonuszahlungen (beziehungsweise Zahlungen, die unter diesem Begriff firmieren) von Instituten, die Finanzhilfen in Anspruch nehmen, wird deutlich, dass Managementkompensation auch mit politischen Kosten (öffentliche Ablehnung) einhergeht.²⁴⁸ Man bedenke, dass auch Finanzinstitute öffentlicher Hand keine Garantie für ein funktionierendes Risikomanagement bieten.²⁴⁹ Deutlich wurde, dass durch Fehlanreize eine stark asymmetrische Risikotragung erzeugt wurde und Individuen auf Anreize stark reagieren. Die Folgen dieser Verträge zwischen Anteilseignern und Entscheidungsträgern haben - und das gibt der Situation

²⁴⁷Shleifer und Vishny (1997), Seite 739 interpretieren die (Teil-)Verstaatlichung einer privaten Publikumsgesellschaft als Zeichen mangelhafter Corporate Governance.

²⁴⁸Zu beobachten etwa bei der US-amerikanischen AIG und der schweizerischen UBS.

²⁴⁹Zum Beispiel in Deutschland die Bayerische Landesbank (BayernLB) und die Landesbank Sachsen (Sachsen LB). Die BayernLB hatte ein starkes Exposure gegenüber US-amerikanischen Subprime Immobilienkrediten. Infolge von Wertberichtigungen wurden milliardenschwere Eigenkapitalspritzen notwendig. Im Falle der Sachsen LB führten ausserbilanziell geführte Zweckgesellschaften, die am US-Hypothekarmarkt investiert und nicht im Risikoanalysesystem der Sachsen LB erfasst waren, zur Schieflage und schliesslich zur Übernahme durch die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW).

8.3. Finanzkrise und Executive Compensation

eine besondere Dimension - nicht nur die Investoren, sondern im Falle systemrelevanter²⁵⁰ Institute auch die Steuerzahler zu tragen. Eine Korrektur betrifft vor allem das Auseinanderklaffen des Zeitpunktes der Belohnung und der Realisierung des Profits. Auf eine zeitliche und inhaltliche Kongruenz der Erfolgsmessung mit den eingegangenen Risiken ist hinzuwirken.

²⁵⁰Dies gilt auch schon im Fall *angenommener* Systemrelevanz.

9. Managementkompensation: Beurteilungskriterien

Aufgrund der Unmöglichkeit eines kompletten Vertrages zwischen Investor und Manager werden dem Manager Residualrechte am Finanzkapital eingeräumt. Das Managerinteresse ist nicht deckungsgleich mit dem Investoreninteresse. Während die Unternehmenswertsteigerung im Zentrum des (Eigenkapital-) Investoreninteresses steht, ist es dem Manager durch den ihm zugewilligten diskretionären Handlungsspielraum möglich, eigene Interessen zu verfolgen und seinen Nutzen zu maximieren. Der Manager verfolgt die Maximierung seiner Kompensation und seines Handlungsspielraums (Entrenchment) sowie die Minimierung des eigenen firmenspezifischen Risikos.²⁵¹ Die Corporate Governance umfasst Kontrollmechanismen, die geeignet sind, die einer solchen Situation inhärenten Agency-Kosten zu reduzieren. Die Managementkompensation ist auch einer dieser Kontrollmechanismen.²⁵² Das Zusammenspiel der Corporate Governance Kontrollmechanismen sollte bei der Evaluation des Managementkompensationssystems beachtet werden, ebenso wie branchenspezifische Faktoren, welche auf die Agency-Konstellation Einfluss nehmen. So kann etwa in Wachstumsbranchen von einer höheren Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Managern ausgegangen werden,

²⁵¹Wie in Kapitel 5 dargelegt.

²⁵²Siehe Kapitel 2.3.

9. Managementkompensation: Beurteilungskriterien

welches für einen intensiveren Einsatz von marktwertbasierten Kompensationsinstrumenten spricht. Demnach existiert kein „Standard-“ Kompensationsplan. Der Investor sollte bei der Begutachtung eines Kompensationsplans einer Zielunternehmung die folgenden Aspekte mit einbeziehen. Zentral ist die Verknüpfung des Managervermögens mit dem Investorenvermögen (Vermögenshebel). Daraus leitet sich die unternehmensspezifische Risikoexposition des Managers, der Grad der Interessenübereinstimmung in temporärer Hinsicht (Risiko und Zeithorizont) und der Wert des Kompensationspakets für den Manager und die Kosten daraus für die Unternehmung (Wert und Kosten) ab. Vorliegendes Kapitel bildet die Synthese aus Teil II der Arbeit und adressiert die

Forschungsfrage 1: „Welches sind die Merkmale für ein gutes Kompensationsystem?“

Forschungsfrage 2: „Was sind die Lehren aus der Finanzkrise bezüglich zukünftiger Managementkompensationsmechanismen?“.

9.1. Vermögenshebel

Die zwischen Investor und Manager herrschende Beziehung kann als Prinzipal-Agent-Situation interpretiert werden. Es besteht ein Problem statistischer Inferenz, da vom Output aufgrund überlagernder Grössen nicht eindeutig auf die Managerhandlung geschlossen werden kann. Das Inferenzproblem kann reduziert werden, indem der Manager mittels solcher Indikatoren belohnt wird, welche einen Rückschluss von der Outputgrösse auf die Managerhandlung erlauben. Zu diesen Indikatoren zählen rechnungslegungs-basierte und marktwertbasierte Kennzahlen. Zwar bieten marktwertbasierte „Indikatoren“ (Managerbeteiligung) eine direkte Verknüpfung zum Investorenvermögen

gen, doch propagiert das *Informativeness Principle* eine zusätzliche Verwendung rechnungslegungsbasierter Vergütung, zumal individuelle Managerleistung (zum Beispiel einzelner Geschäftsbereiche) dezidierter ermittelt werden kann und der entsprechende Rezipient auch einen massgeblichen Einfluss auf die Zielgrösse hat. Die Bestimmung des kurzfristigen variablen Kompensationsbestandteils mittels rechnungslegungsbasierter (Vergangenheitsorientierung) Kennzahlen, die Zuteilung des längerfristigen variablen Kompensationsbestandteils (meist Aktien und Optionen) durch marktwertbasierte (zukunftsorientiert mit Bewertung des strategischen Wertes) Kennzahlen findet darin ihre theoretische Fundierung. Rechnungslegungs-basierte Kennzahlen sollten kongruent mit dem Unternehmenswert sein (zum Beispiel Residualgewinngrössen). Bei rechnungslegungs-basierten Indikatoren ist die einfachere Manipulierbarkeit zu beachten. Die Verwendung relativer Leistungsmessung (Indexierung) ist hervorzuheben, da sie die Managerleistung stärker isoliert. Bei der Optimierung des Vermögenshebels ist zu bedenken, dass der aus dem theoretischen Modell abgeleitete Optimalwert²⁵³ von der (individuellen) Risikoaversion des Managers und vom Unternehmensrisiko abhängt. Der Vermögenshebel ist das Mass für die Veränderung des (firmenspezifischen) Managervermögens in Relation zur Veränderung des Investorenvermögens.

Die Finanzkrise zeitigt Auswirkungen auf die Bestimmungen zur Managementkompensation in der Finanzindustrie und vermutlich auch darüber hinaus. Auch wenn die wissenschaftliche Ursachenforschung zu diesem Zeitpunkt noch am Anfang steht und eine monokausale Erklärung sicher zu kurz greift, so ist dennoch deutlich geworden, dass Menschen auf (finanzielle) Anreize reagieren. Aufgrund der in der Finanzindustrie möglichen Hebelwirkung, gepaart mit der Systemrelevanz, können Fehlanreize dort grösseren Schaden

²⁵³Siehe Kapitel 6.1.2.

9. Managementkompensation: Beurteilungskriterien

anrichten als in anderen Branchen. Volumengetriebene Kommissionen, die den Risikoaspekt nicht angemessen berücksichtigen und die „Belohnung“ sehr kurzfristig misst und ausbezahlt, sind ein solches Beispiel für Fehlanreize. Die Verknüpfung des Manager-²⁵⁴ und Investorenvermögens ist in einem solchen Fall allenfalls mässig. Ein gutes Beispiel für eine starke Verknüpfung zwischen Investoren- und Managervermögen lässt sich im Hedgefondbereich²⁵⁵ finden: starkes Eigeninvestment des Managers, „Flat Fee“ beispielsweise 2% von Assets under Management (AuM) und 20% Partizipation oberhalb der relevanten Benchmark in Verbindung mit einer High-Water-Mark²⁵⁶ Klausel.

9.2. Risiko und Zeithorizont

Die Interessenangleichung zwischen Investoren und Managern schliesst auch die Harmonisierung der Risikopräferenzen mit ein. Die Verknüpfung des Managervermögens mit dem Investorenvermögen führt zu einer hohen unternehmensspezifischen Risikoexposition des Managers und daraus abgeleitet zu einer höheren unternehmensspezifischen Risikoaversion des Managers im Vergleich zum wohldiversifizierten Investor. Teile der akademischen Literatur vertreten daher die Meinung, die Risikopräferenz des Managers durch den Einsatz von Aktienoptionen zu steigern (da der Wert der Aktienoptionen mit dem Renditerisiko steigt). Der Investor sollte den Einsatz von Aktienoptionen sorgfältig hinsichtlich der Kosten (Verwässerung) und der Anreize mit Blick auf das Gesamtkompensationspaket prüfen. Die Verwendung von Aktienoptionen als Kompensationsbestandteil bedeutet nicht per

²⁵⁴ Insbesondere im Finanzbereich geht der für die Unternehmensentwicklung signifikante Handlungsspielraum über die Geschäftsleitung hinaus und umfasst auch einzelne Wertpapierhändler und Portfoliomanager. Im Normalfall gehören der CEO und CFO zu den am besten verdienenden Mitarbeitern in einem Unternehmen; anders im Finanzbereich.

²⁵⁵ Von Ponzi-Schemes sei abgesehen.

²⁵⁶ Es wird nur eine Performancegebühr oberhalb dieser Marke fällig.

se, dass sie aus Gründen der Risikoangleichung des unterdiversifizierten Managers stattfindet. In der Vergangenheit haben unter anderem vorteilhafte Rechnungslegungsvorschriften²⁵⁷ und eine intransparente Berichtspflicht zur grossen Verbreitung von Optionsprogrammen geführt; unter Umständen auch aufgrund der Machtposition des Managers, wie in Kapitel 7.3 dargelegt (Ausplünderungshypothese). Phänomene, wie das Backdating im Zusammenhang mit Aktienoptionen, veranschaulichen ein de facto Ausserkraftsetzen der Risikoexposition des Managers.²⁵⁸

Insbesondere die Finanzindustrie ist dabei, Systeme zu etablieren, die eine Gewinn- und Verlustpartizipation erlauben, die über die in der Vergangenheit dominierende Jahresperiode hinausgehen. Gemeint sind sogenannte Clawback- beziehungsweise Bonus-Malus-Systeme.²⁵⁹ Jedes Auszahlungssystem mit Verlustvortrag bietet jedoch de facto nur eine begrenzte Verlustpartizipation des Managers; hinzu kommen aversive Risikoanreize, da ein Teilnehmer in einem solchen System mit einem stark negativen Saldo höhere Risiken eingehen wird, um wieder in die Gewinnzone zu gelangen (in der Finanzbranche auch *Trader's Option* genannt). Auch bleibt einem Teilnehmer eines solchen Systems immer noch die Möglichkeit, die Unternehmung zu verlassen, ohne dass er einen Verlustvortrag auszugleichen verpflichtet wäre.²⁶⁰ Die Finanzkrise hat zudem deutlich gemacht, dass der Risikoaspekt, der mitunter aus einem Kompensationssystem mit erwächst, über das Investorenvermögen hinaus eine (angenommene) Systemrelevanz haben kann. Der Markt versagt in seiner Abstrafungsfunktion schlechter Corporate Governance, da angenom-

²⁵⁷Siehe Kapitel 6.3.3.3.

²⁵⁸Siehe Kapitel 6.3.3.

²⁵⁹Siehe Kapitel 6.2.3.

²⁶⁰Der Ausgleich negativer Saldi ist beim Verlassen der Unternehmung (zum Beispiel im Falle der Kündigung) arbeitsrechtlich fraglich.

9. Managementkompensation: Beurteilungskriterien

men wird, dass das Gegenparteiisiko nicht aufgefangen werden könnte.²⁶¹ Können die Akteure eines systemrelevanten Institutes damit rechnen, dass sie einen „Too Big to Fail“ Status haben, impliziert dies ebenso Fehlanreize in Richtung übermässiger Risiken.

9.3. Wert und Kosten

Kompensationsinstrumente werden primär durch Verwässerung des Eigenkapitals oder durch Liquiditätsabfluss finanziert. Die Kosten für die Ausgabe von Eigenkapitalinstrumenten kann mittels des Opportunitätskostenprinzips ermittelt werden. Demgegenüber steht die (schwer messbare) Anreizwirkung und der Wert, den die Kompensation für den Manager darstellt. Die Auferlegung unsystematischer Risiken, Sperrfristen, Clawback-Systeme und anderer Bedingungen führt für den risikoaversen Manager zu einem niedrigeren Wert, den er diesen Kompensationsplaninstrumenten im Vergleich zu den Kosten, die für die Unternehmung entstehen, beimisst. Der Investor sollte neben der absoluten Höhe der möglichen Vergütung vor allem den relativen Vermögenstransfer begutachten. Beim (positiven) Werthebel geht es um die Frage, welcher Anteil von der Unternehmenswertsteigerung dem Manager zugute kommt (Sharing Percentage). Der optimale Grad der Verwässerung hängt auch von der Liquiditätssituation der Unternehmung ab.

²⁶¹ So geschehen bei der AIG; anders Lehman Brothers.

10. Zusammenfassung Teil II

Die unter anderem aus Spezialisierungsgründen hervorgehende Trennung von Eigentum und Kontrolle an Publikumsgesellschaften verschafft dem Manager einen diskretionären Handlungsspielraum, welcher es ihm ermöglicht, eigene, nicht zwingend im Investoreninteresse stehende Ziele zu verfolgen. Der Manager wird versuchen, seinen Handlungsspielraum zu erweitern, um in diesem seine Vergütung zu maximieren und sein firmenspezifisches Risiko zu minimieren. Die Corporate Governance kann als ein System aufgefasst werden, diese sogenannte Managerial Welfare Maximization einzudämmen und die damit verbundenen Agency-Kosten zu reduzieren. Die Managementkompensation ist auch ein wichtiger Kontrollmechanismus, der geeignet ist, den originären Interessenkonflikt zwischen den Investoren und dem Management zu adressieren, indem das Managervermögen mit dem Investorenvermögen verknüpft wird. Dieses ist eine der zentralen Schlussfolgerungen der Prinzipal-Agent-Theorie. Die Empirie zeigt branchenspezifische und zeitabhängige Elastizitäten. Die Vergütung selbst stellt eine der zu maximierenden Zielgrößen des Managers dar, deren Festsetzung *zusätzlich* ein Agency-Problem ist. Es wurde aufgezeigt, dass ein Vergütungsplan in die Elemente Mittelherkunft, Zuteilungskriterien und Auszahlungsmodalitäten unterteilt werden kann. Die Finanzierung kann grundsätzlich über Liquiditätsabfluss oder Verwässerung des Eigenkapitals (Dilution) geschehen. Der Allokation steht eine Vielzahl verschiedener Leistungskriterien bereit. Der Auszahlungsmodus kann teils erheblichen Einfluss auf die Angleichung der Interessen

10. Zusammenfassung Teil II

haben. Zusätzlich müssen die Erfordernisse der Rechnungslegung und Steuergesetzgebung beachtet werden.

Zur Erklärung des Phänomens teils extrem hoher Managementvergütung dienen die Anreizvergütungshypothese, die Ökonomie der Superstars und die Ausplünderungshypothese. Nach der Anreizvergütungshypothese wird eine unter Umständen auftretende hohe Kompensation für notwendig befunden, um die Interessen zwischen Management und Investoren anzugleichen. Unter der Bezeichnung „Ökonomie der Superstars“ ist die Bereitschaft seitens der Investoren umschrieben, die überdurchschnittliche (erwartete) Fähigkeit eines Managers zur Unternehmenswertsteigerung mit einer noch grösseren Kompensationssteigerung zu vergüten. Nach der Ausplünderungshypothese erlaubt die besondere Machtfülle des Managements die Aneignung von Investorenvermögen und erklärt damit das Phänomen teils extrem hoher Managementvergütung.

Fälle exorbitanter Managementvergütung und Fehlanreize, welche die Finanzkrise mit begünstigt haben, machen deutlich, dass der Kontrollmechanismus der Managementvergütung nicht ohne Korrektiv auskommt. Bemühungen in Richtung Transparenzverbesserung (Offenlegung) und erweitertes Mitspracherecht der Investoren (Abstimmung über Vergütungsfragen) verdeutlichen diesen Umstand.

Teil II der Arbeit schliesst mit wichtigen Dimensionen, nach denen ein Managementkompensationsplan begutachtet werden sollte. Diese umfassen den Vermögenshebel, das Risiko und den Zeithorizont, den Wert für den Manager und die Kosten für die Unternehmung.

Der folgende dritte Teil der Arbeit geht der Frage nach, ob Investoren die aus bestehenden oder erwarteten Kompensationsplänen resultierenden Kosten und Anreizwirkungen in korrekter Weise antizipieren und die Ausgestaltung der Managementkompensation einen im Asset Pricing zu berücksichtigenden Risikofaktor darstellt.

Teil III.

Managementkompensation als Anlagekriterium

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Im ersten Teil dieser Arbeit wurde aufgezeigt, dass Corporate Governance letztlich ein Mechanismus ist, dessen Ziel die Sicherstellung einer angemessenen risikoadjustierten Rendite des von den Investoren zur Verfügung gestellten Kapitals ist.²⁶² Die Corporate Governance umfasst eine Reihe von Kontrollmechanismen, die die Möglichkeit des Managers einschränken können, sich auf Kosten der Investoren zu bereichern. Sie dient daher der Reduktion von Agency-Kosten. Die Managementkompensation stellt auch einen dieser Kontrollmechanismen dar.

Der zweite Teil dieser Arbeit hat Konstruktionsmerkmale und die Wirkungsweise der Managementkompensation aufgezeigt. Aufgrund der Humankapitalbindung und seines unternehmensspezifischen Finanzkapitals ist der Manager unterdiversifiziert und hat im Vergleich zu einem Investor eine niedrigere Risikotoleranz. Dies kann zu einem niedrigeren erwarteten Free Cash Flow führen. Zusätzlich hat der Manager ausserdem ein Interesse daran, den Free Cash Flow nicht vollumfänglich an die Investoren zurückzugeben. Diese

²⁶²Siehe Shleifer und Vishny (1997) und die Ausführungen dazu in Kapitel 2.2 in Teil I.

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Agency-Kosten können, wie in Kapitel 5 dargelegt, den Unternehmenswert beeinträchtigen. Die Ausgestaltung der Managervergütung kann Auswirkungen auf die Risikofähigkeit²⁶³ und die Verwendung des Free Cash Flow haben und steht damit in einer direkten Beziehung zum Unternehmenswert.

Im dritten Teil dieser Arbeit geht es im Kern darum, ob ein empirischer Zusammenhang zwischen der Kompensation als Kontrollmechanismus und der Unternehmensperformance²⁶⁴ besteht. Mit anderen Worten: Stellt die Managementkompensation einer Publikumsgesellschaft ein Kriterium dar, welches ein Investor im Zuge des Anlageprozesses beachten sollte? Antizipieren Investoren die aus bestehenden oder erwarteten Agency-Konstellationen entstehenden Kosten in korrekter Weise und stellt die Ausgestaltung der Managementkompensation einen im Asset Pricing zu berücksichtigenden Risikofaktor²⁶⁵ dar? Zur Darstellung gelangen Preisreaktionen, Veränderungen der Operating Performance, das Abstimmungsverhalten zu Planvorschlägen und implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken sowie der Themenkomplex Insider Ownership.

11.1. Kompensationsplanimplementierung und Kompensationsplanalternation

Die akademische Literatur zum Zusammenhang zwischen Kompensationsplänen und Unternehmensperformance lässt sich in drei Gruppen einteilen:

²⁶³Siehe Jensen und Murphy (1990a).

²⁶⁴Unternehmensperformance bezieht sich in diesem Kontext auf den Unternehmenswert, operative Kennzahlen sowie die Renditeverteilung.

²⁶⁵Es besteht eine direkte inverse Beziehung zwischen der Risikoprämie und dem Marktwert der Unternehmung. Wird die Risikoprämie durch entsprechende Kontrollmechanismen reduziert, erhöht sich der Unternehmenswert und vice versa.

11.1. Kompensationsplanimplementierung und Kompensationsplanalternation

1. Eine Kompensationsplaneinführung ist als Signal für die bestehende oder erwartete Unternehmensperformance zu interpretieren. Dies kann zweierlei bedeuten:
 - a) Einer Kompensationsplaneinführung folgt eine Outperformance. Dem Management wird ein gewisser Einfluss auf den Entscheid einer Planeinführung unterstellt. Da es über private Information bezüglich der folgenden Unternehmensperformance verfügt, wird die Planeinführung als Signal verstanden (*Signalling*), dass das Management eine Performanceverbesserung erwartet. Es wird der Planeinführung nur dann forcieren, wenn es selbst davon profitiert (*Self-Selection*). Die erwartete zukünftige Performanceverbesserung führt zur Planeinführung.
 - b) Gerade aufgrund finanzieller Schwierigkeiten des Unternehmens werden Kompensationspläne lanciert, die starke Anreize für eine Performanceverbesserung bieten sollen.²⁶⁶
2. Einer Kompensationsplaneinführung folgt eine abnormale Unternehmensperformance. Die Planeinführung führt aufgrund der Veränderung der Agency-Kosten zu einer Performanceveränderung (Interessenangleichungshypothese beziehungsweise Verschanzung des Managers).
3. Es besteht kein messbarer Effekt zwischen einer Kompensationsplaneinführung und der Unternehmensperformance. Andere Corporate Governance Kontrollmechanismen dominieren.

Es folgt eine Beschreibung der wichtigsten Studien und im Anschluss daran die überblicksartige Darstellung in tabellarischer Form.²⁶⁷

²⁶⁶Gilson und Vetsuypens (1993) belegen eine signifikante Zunahme von Aktienoptionsplänen in Firmen, welche sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden.

²⁶⁷Siehe Tabellen 11.2 bis 11.4.

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

11.1.1. Signalling-Theorie

Brooks, May und Mishra (2001) analysieren die Performancewirkung von rechnungslegungs-basierten Anreizplänen anhand einer 175 US-Unternehmen umfassenden Stichprobe aus den Jahren 1971-1980. Die Autoren gehen von einem Performanceproblem beziehungsweise einem Signal für nachfolgende Performanceverbesserung aus. Positive abnormale Renditen zum Ankündigungszeitpunkt des rechnungslegungs-basierten Anreizplans enthüllen die zuvor private Information des Managements, dass mit einer Performanceverbesserung zu rechnen ist. In diesem Sinne erfolgt eine Selbstselektion der Unternehmen. Ihre Ergebnisse sind konsistent mit der Signalling-Hypothese. Evidenz für eine Interessenangleichung zwischen Management und Investoren spielt für die Autoren nur eine Nebenrolle.

Brickley, Bhagat und Lease (1985) analysieren wertsteigernde Effekte, die aus Kompensationspläneinführungen langfristiger Plankomponenten²⁶⁸ resultieren können.²⁶⁹ Der wertsteigernde Effekt aus Steuergesichtspunkten kann auf zweierlei Arten auftreten: Eine Umstrukturierung des Managementkompensationspakets kann unter Umständen bei unveränderter Nachsteuerentlohnung des Managers eine reduzierte Bruttolohnzahlung für das Unternehmen hervorrufen. Eine Reduzierung des Bruttolohns erhöht den Residualanspruch der Investoren. Ebenso kann ein steueroptimierter Kompensationsplan bei gleichen Kosten für das Unternehmen die Nachsteuerauszahlung für den Manager erhöhen. Dadurch steigt die Attraktivität des Unternehmens auf dem Managerarbeitsmarkt. Die Autoren berechnen anhand einer

²⁶⁸Als langfristig werden Aktienoptionsprogramme, SARs (*Stock Appreciation Rights*), gesperrte Aktien (*Restricted Stock*), Phantompläne (*Phantom Stock*) und Performancepläne (Zuteilung von Aktien oder Aktienoptionen in Abhängigkeit von der Erreichung rechnungslegungs-basierter Kennzahlen) verstanden.

²⁶⁹Siehe hierzu Brickley, Bhagat und Lease (1985), Seite 118.

11.1. Kompensationsplanimplementierung und Kompensationsplanalternation

Event-Studie die abnormalen Renditen, welche aus den Kompensationsplaneinführungen resultieren. Die Nullhypothese lautet dabei $H_0 : \alpha_j = 0$ („Eine Kompensationsplaneinführung zeitigt keine abnormale Rendite“). Ferner verwenden sie das CAPM als Marktmodell (mit der Regressionsgleichung: $R_{jt}^e = \alpha_j + \beta_j R_{Mt}^e + \epsilon_{jt}$).²⁷⁰ Sie finden (schwache) empirische Evidenz für einen positiven Effekt²⁷¹ auf den Unternehmenswert durch die Kompensationsplaneinführung.²⁷² Der Untersuchungsrahmen erlaubt hingegen keine Unterscheidung zwischen Steuer- und Interessenangleichungseffekten. Da die Autoren unterschiedliche Arten der Kompensationsplanausgestaltung beobachten und die gemessene kumulierte abnormale Rendite unabhängig von der Art der Kompensationsplanstruktur ist, folgern sie, dass die jeweiligen Kompensationsplancharakteristiken den unternehmensspezifischen Erfordernissen angepasst sind. Eine Kompensationsplanankündigung könnte aber auch als Zeichen verstanden werden, dass das Management als Insider ihrer Unternehmung mit besserer Performance rechnet und daher einem Kompensationsplan wohlwollend gegenübersteht und die Einführung forciert, um selbst davon zu profitieren. Die Kausalität zwischen Kompensationsplan und Unternehmensperformance bleibt ungeklärt.

Tehranean und Waegelein (1985) untersuchen die Performanceimplikationen der Einführung von kurzfristigen Kompensationsplankomponenten.²⁷³ Die Resultate zeigen signifikante positive kumulative abnormale Renditen um die

²⁷⁰Mit R_{jt}^e : dividendenadjustierte Überrendite (nach Abzug des risikolosen Zinssatzes; „Excess Return“) der Unternehmung j über den Zeitraum t ; R_{Mt}^e : Marktüberrendite (nach Abzug des risikolosen Zinssatzes; „Market Excess Return“); ϵ_{jt} : Störterm mit

$$E(\epsilon_{jt}) = 0; \alpha_j = E(R_{jt}^e) - E(\beta_j R_{Mt}^e); \beta_j = \frac{\text{COV}(R_{jt}^e, R_{Mt}^e)}{\text{VAR}(R_{Mt}^e)}.$$

²⁷¹Mittels der Messung kumulierter abnormaler Renditen (CARs: *Cumulative Abnormal Returns*) nach einer Kompensationsplanankündigung.

²⁷²Vgl. Larcker (1983).

²⁷³Siehe Tehranean und Waegelein (1985).

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Ankündigung kurzfristiger²⁷⁴ Kompensationsplankomponenten. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Ankündigung und Einführung kurzfristiger Kompensationsplankomponenten nach einer positiven Performancephase stattfindet und dass die Preisanpassung nach Ankündigung über einen Zeitraum von mehreren Monaten andauert.

11.1.2. Alignmenthypothese

Die Studie von Coughlan und Schmidt (1985) wertet die Veränderung in der Managementkompensation in 249 US-Unternehmen aus. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass der Verwaltungsrat den Kontrollmechanismus der Managementkompensation im Einklang mit dem Investoreninteresse einsetzt, um das Management zu disziplinieren.

Abowd (1990) untersucht bei 250 US-Unternehmen in den Jahren 1981-1986 den Zusammenhang zwischen der Veränderung in der Pay Performance Sensitivität und der nachfolgenden Operating- beziehungsweise und Aktienkursperformance. Der Autor findet einen Zusammenhang zwischen der Erhöhung der Sensitivität des Kompensationspakets hinsichtlich der Unternehmensperformance und der nachfolgenden Aktienkursperformance. Diese Studie stützt die Interessenangleichungshypothese.

²⁷⁴Folgende Kriterien finden Anwendung: (1) Die massgebliche Periode zur Bonusermittlung beträgt ein Jahr. (2) Es werden rechnungslegungs-basierte Performancekennzahlen zur Bonusermittlung verwendet. (3) Die Bonuszuteilung und -festsetzung findet durch ein von den Empfängern unabhängiges (zumindest ist die Personalunion ausgeschlossen) Kompensationskomitee statt. (4) Die Empfänger sind in Positionen, in denen mindestens die kurzfristige Beeinflussbarkeit der Performancekennzahlen (vornehmlich durch operative Managemententscheidungen) gegeben ist.

11.1. *Kompensationsplanimplementierung und Kompensationsplanalternation*

Leonard (1990) findet Anfang der 1980er Jahre höhere ROE (Return on Equity) bei Unternehmen, die langfristige Kompensationspläne implementiert haben im Vergleich zu Unternehmen ohne langfristige Managementkompensationspläne. Mitte der 1980er Jahre waren dann langfristige Managementkompensationspläne in Grossunternehmen eher Regel denn die Ausnahme.²⁷⁵

Lewellen, Loderer, Martin und Blum (1992) vertreten die These, dass Managementkompensationspakete derart strukturiert seien, um die Agency-Kosten zu reduzieren. Die Studie umfasst 49 Fortune 500 Industrieunternehmen (USA, 1964-1969). Sie kommen zu dem Schluss, dass ein besser entlohntes Management mit einer höheren Unternehmensperformance (Markt- und Buchwerte) einhergeht.

Wallace (1997) untersucht Unternehmen mit sogenannten Residualgewinnplänen. Diese Anreizsysteme belohnen ein Managerverhalten, welches den Betriebsgewinn abzüglich der Kapitalkosten maximiert. Der Autor untersucht 40 US-Unternehmen, die Residualgewinnpläne implementiert haben und 40 Kontrollfirmen und findet eine Reduktion der Neuinvestitionen, eine verstärkte Rückleitung des Free Cash Flows an die Aktionäre, eine intensivere Kapitalnutzung. Diese Ergebnisse stehen im Einklang mit Handlungen, die den Residualgewinn erhöhen. Der Autor findet eine leichte positive Marktreaktion auf die Einführung solcher Pläne.

Morgan und Poulsen (2001) untersuchen das Abstimmungsverhalten²⁷⁶ von Aktionären zu Kompensationspläneinführungen in Unternehmen des S&P 500 in den 1990er Jahren. Sie finden Evidenz für geringere Zustimmungsraten

²⁷⁵Siehe Leonard (1990), Seite 28.

²⁷⁶Siehe Tabelle 11.1.

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

für Kompensationspläne, die eine übermäßige Verwässerung des Eigenkapitals erwarten lassen (*Dilution Impact*). Unternehmen, welche potentiell höheren Agency-Kosten ausgesetzt sind (Wachstumsunternehmen), finden höhere Zustimmungsraten zu Kompensationsplaneinführungen. Die Autoren finden positive abnormale kumulierte Renditen (CARs) von im Durchschnitt 0.52% für Kompensationsplanankündigungen, welche das CEO-Level betreffen.²⁷⁷ Die Autoren sind der Ansicht, dass aktienbasierte Managementkompensation geeignet ist, die unternehmensspezifischen Agency-Kosten zu reduzieren und den Unternehmenswert zu steigern.

²⁷⁷Siehe Morgan und Poulsen (2001), Seite 506.

11.1. Kompensationsplanimplementierung und Kompensationsplanalternation

Tabelle 11.1.: Planablehnungsgründe

Ablehnungsgrund	Erklärung
Evergreen Provision	Zuteilung von Aktien erfolgt leistungsunabhängig als jährlicher Anteil der ausstehenden Aktien
Verwässerung des Kompensationsplans ist zu hoch	Kompensationsrelevante Aktien bilden signifikanten Anteil an den ausstehenden Aktien; Optionsausübung würde die Stimmrechte der Altanteilseigner signifikant reduzieren
Schwache vergangene Korrelation zwischen Unternehmensleistung und Kompensation	Boni wurden in der Vergangenheit auch angesichts schwacher Unternehmensleistung gewährt
Vorherrschende Kompensation ist bereits über dem Marktniveau	Zusätzliche Kompensationskomponenten würden den Abstand zu den relevanten Vergleichsunternehmen noch vergrößern
Bündelung von Abstimmungsunterlagen	Für die Anteilseigner vorteilhafte Abstimmungsunterlagen werden mit für sie unvorteilhaften gepaart, um Wahrscheinlichkeit zur Zustimmung zu erhöhen
Exzessive Kontrollwechselregelungen	Kontrollwechsel führen zu für das Management sehr vorteilhaften Regelungen, wie sofortiges Vesting ihrer Optionen

Quelle: Auszug aus Morgan und Poulsen (2001), Seite 502.

11.1.3. **Kein Performanceeffekt**

Gaver, Gaver und Battistel (1992) heben in ihrer Untersuchung (209 US-Unternehmen) hervor, dass der Einsatz von langfristigen rechnungslegungs-basierten Kompensationsplänen (1971-1980) Anreize zu Manipulationen im Rechnungswesen schaffe. Nicht der Unternehmenswert wird nachhaltig gesteigert, sondern es werden solche Investitionsprojekte verfolgt, welche die grössten Buchgewinne versprechen. Die Autoren finden keine abnormalen Renditen um das Ankündigungsdatum. Die genaue Definition des Zeitpunktes erweist sich zudem als problematisch. Andere Corporate Governance Kontrollmechanismen (Produktmarktwettbewerb, Managerarbeitsmarkt, Überwachung des Verwaltungsrates, Markt für Unternehmenskontrolle) erzeugen den Autoren zufolge eine starke Interessenangleichung zwischen Managern und Investoren.

Vafeas (2000) untersucht die Performanceauswirkung von Incentivierungsplaneinführungen bei Verwaltungsratsmitgliedern²⁷⁸ im Zeitraum 1989 bis 1995 (in den USA). Der Autor findet keine signifikant von den Kontrollfirmen abweichende Performance für die Unternehmen, die Planlancierungen vornehmen. Als mögliche Gründe werden angeführt: (1) Die Unternehmen verwenden firmenspezifisch optimale Kontrollmechanismen, um Agency-Kosten zu minimieren. Die Einführung von Incentivierungsplänen für Verwaltungsratsmitglieder geschieht demnach zur Deckung von Defiziten im Bündel der bestehenden Kontrollmechanismen, um einer erwarteten Verschlechterung der Performancesituation entgegenzuwirken (und nicht, um die Performance zu verbessern). (2) Die von den Incentivierungsmechanismen ausgehenden Anreize

²⁷⁸Obwohl im Rahmen dieser Arbeit die Kompensation des Verwaltungsrates nicht im Fokus steht, ist diese Betrachtung hier für die Vollständigkeit der mit Kompensationsplaneinführungen verbundenen relevanten Aspekten von Nutzen.

11.2. Implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken

sind zu schwach, um wirksam zu sein. (3) Die Kosten für den Kompensationsplan entsprechen gerade dem durch die Anreizwirkung erzielten Gewinn. (4) Die Vorteilhaftigkeit des Incentivierungsmechanismus stellt sich noch nicht in der Untersuchungsphase ein. (5) Nicht die bloße Einführung eines Incentivierungsplans, sondern seine genaue Ausgestaltung (Anreiz- und Kontrollwirkung seitens des Verwaltungsrates bezüglich der Geschäftsleitung in Situationen wie Unternehmensübernahmen, CEO-Kompensation und -Absetzung respektive -Ernenennung) ist für die Analyse relevant.²⁷⁹

11.2. Implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken

Die Ausarbeitung und Implementierung von Kompensationsplänen verursacht Kosten, die von den Eigenschaften der betreffenden Unternehmung abhängig sind. Es ist daher anzunehmen, dass ihr Einsatz dort zum Tragen kommt, wo die Pläne den höchsten Nutzen bringen. Untersuchungen zeigen, dass Anteilseigner von *High-Investment Opportunity* Unternehmen (niedriges Buch- zu Marktwertverhältnis) eher geneigt sind, einem Pay for Performance Kompensationsplan zuzustimmen, als Anteilseigner von Unternehmen, deren Geschäftsverlauf weniger Unsicherheit bezüglich angemessener und einfacher zu definierender Managementaktionen aufweisen.²⁸⁰ Core, Holthausen und Larcker (1999) finden Evidenz dafür, dass die Höhe der Vergütung vom Ausmass der Agency-Problematik abhängt. Es kann sich für institutionelle Investoren lohnen, Ressourcen einzusetzen, um sich mit den Kompensationsplaneinheiten vertraut zu machen. Es lässt sich ein positiver Zusammenhang zwischen dem Anteil, den institutionelle Investoren halten und der

²⁷⁹Siehe Vafeas (2000), Seite 189f.

²⁸⁰Siehe Morgan und Poulsen (2001), Seite 511.

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Wahrscheinlichkeit eines Kompensationsplanantrags beobachten. Bei Insider Ownership scheint dieser Effekt nicht zu bestehen. Unternehmen mit grossen Wachstumsmöglichkeiten setzen eher eigenkapitalbasierte oder andere Pay for Performance Kompensationspläne ein, als Unternehmen mit geringeren Wachstumsmöglichkeiten.²⁸¹

²⁸¹ Siehe Gaver und Gaver (1993).

11.2. Implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken

Autoren (Jahr); <i>Journal</i> ; Titel	Stichprobe	Kompensations-Performance-plantyp	Methodik; Kontrollvariablen	Resultate; Erklärung	Gruppe
Abowd (1990); <i>Industrial and Labor Relations Review</i> ; Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?	250 US Unternehmen, 1981-1986, 16'000 Manager	Veränderung der Pay Performance Sensitivität	Operating- und Aktienperformance; Regression	Erhöhung der PPS führt zu höherem TSR in der Folgeperiode, Effekt schwächer bei Operating Performance	Interessensgleichungseffekt
Brickley, Bhagat und Lease (1985); <i>Journal of Accounting and Economics</i> ; The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth	1979-1982; USA, 344 Unternehmen	langfristige Kompensationspläne	abnormale Rendite; Ereignisstudie	Einführung langfristiger Performancepläne hat positive Marktreaktion zur Folge, kein Performanceunterschied für verschiedene Plantypen (Hypothese, dass Firmen die Planparameter an ihre Charakteristiken anpassen)	Interessensgleichungseffekt
Brooks, May und Mishra (2001); <i>The Quarterly Review of Economics and Finance</i> ; The Performance of Firms Before and After They Adopt Accounting-Based Performance Plans	175 US Unternehmen; 1971-1980	rechnungsbasierte Anreizpläne	kumulierte abnormale Renditen; Ereignisstudie; Risiko	Unternehmen, die langfristige Anreizpläne einführen, zeigen Überperformance; Planeinführung als Folge eines Performanceproblems (Interessensgleichung) und Signal hinsichtlich Performanceverbesserung (Self-Selection)	Signalwirkung, Interessensgleichungseffekt

(Fortsetzung
nächste
Seite)

Table 11.2.: Kompensationspläne (a). (Quelle: eigene Darstellung.)

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

<i>(Fortsetzung)</i>						
Autoren (Jahr); Journal; Titel	Stichprobe	Kompensations-Plantyp	Performance-mass; Methodik; Kontrollvariablen	Resultate; Erklärung	Gruppe	
Coughlan und Schmidt (1985); <i>Journal of Accounting and Economics</i> ; Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance	1977-1980; 249 US Unternehmen	Veränderung der Executive Compensation	kumulierte abnormale Renditen	Managementkompensation führt zu Interessenausgleichung	Interessenausgleichungseffekt	
Gaver, Gaver und Batschel (1992); <i>The Accounting Review</i> ; The Stock Market Reaction to Performance Plan Adoption	209 US Unternehmen, die Langfristpläne einführen (1971-1980)	langfristige Anreizpläne (rechnungsbasiert)	Tagesrenditen, Ereignisstudie	kein Zusammenhang zwischen Planumführung und Performance; rechnungsbasierte Anreizpläne begünstigen manipulatives Verhalten; marginaler Effekt klein, andere Kontrollmechanismen; „you get what you reward“	kein messbarer Werteffekt	
Lewellen, Loderer, Martin und Blum (1992); <i>Managerial and Decision Economics</i> ; Executive Compensation and the Performance of the Firm	49 Fortune 500 Industrieannehmen (USA, 1964-1969)	Nachsteuerbetrachtung, alle Kompensationsbestandteile der drei höchst bezahlten Executives	interne Profitabilität (ROE); markt- und industrie-reinigte Ownership	positiver Zusammenhang zwischen Executive Pay (unabhängige) and Performance (abhängige Variable); Unterscheidung erwartete und unerwartete Performance	Interessenausgleichung	

(Fortsetzung nächste Seite)

Tabelle 11.3.: Kompensationspläne (b). (Quelle: eigene Darstellung.)

11.2. Implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken

(Fortsetzung) Autoren (Jahr); Journal; Titel	Stichprobe	Kompensations-Performance- mass; Me- thodik; Kontroll- variablen	Resultate; Erklärung	Gruppe
Morgan und Poulsen (2001); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Linking Pay to Performance: Compensation Proposals in the S&P 500	1990er Jahre, USA, S&P 500 Unternehmen, 958 Plananträge	Aktienpläne (restricted), Optionspläne, Performance Unit Pläne, performance-basierter Cash Bonus Plan	positive Marktreaktion auf Pay-for-Performance Pläne; weniger Zustimmung für Pläne mit höherer Verwässerung; Unternehmen, die einen Pay-For-Performance Plan einführen, weisen vorher und nachher eine überdurchschnittliche Performance aus. Signal über zukünftige Performance, wenn Manager Planeinführung beeinflussen können.	Signalwirkung, Interessensangleichung
Tehraniyan und Waeglein (1985); <i>Journal of Accounting and Economics</i> ; Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoption	42 Unternehmen, welche kurzfristige Bonuspläne implementieren (USA, 1970-1980)	kurzfristige Kompensationspläne	kumulierte abnormale Renditen; normale Renditen; Event-Studie	Signalwirkung, Interessensangleichung
Wallace (1997); <i>Journal of Accounting and Economics</i> ; Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?	Unternehmen, die Residualgewinnpläne implementiert haben und 40 Kontrollfirmen, USA, über 10 Jahre, endend im Fiskaljahr 1994	Residualgewinnpläne (Betriebsgewinn abzüglich Kapitalkosten)	Reduktion Neuinvestitionen, verstärkte Rückleitung Free Cash Flow an Shareholder; intensive Kapitalnutzung; einer Planeinführung folgen positive abnormale Renditen; Planeinführung als Signal weiterer Veränderungen in der Unternehmenspolitik; Signal, dass Management Performanaceverbesserung erwartet	Signalwirkung

Tabelle 11.4.: Kompensationspläne (c). (Quelle: eigene Darstellung.)

11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert

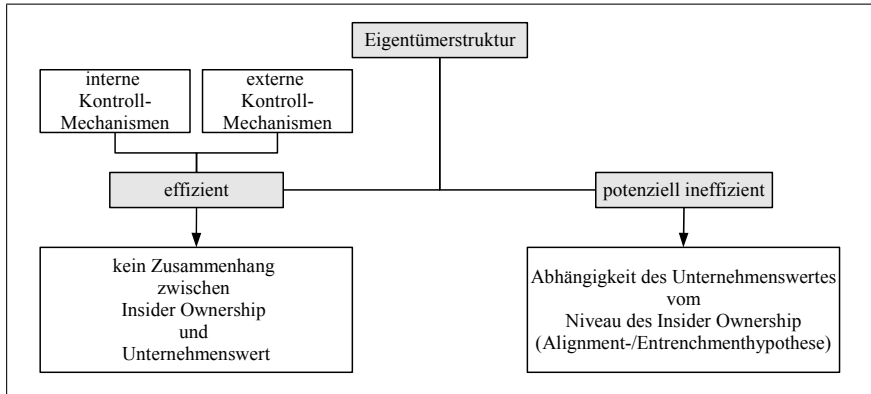


Abbildung 11.1.: Insider Ownership und Unternehmenswert. Die wissenschaftliche Literatur unterscheidet effiziente und ineffiziente Eigentümerstrukturen. Bei der effizienten kann der Unternehmenswert durch Veränderung der Eigentümerstruktur (beispielsweise Erhöhung des Unternehmensanteils, welcher vom Management gehalten wird) nicht optimiert werden. Nach dieser Sichtweise ist die vorherrschende Eigentümerstruktur das Ergebnis von internen und externen Kontrollfaktoren, welche unternehmensspezifische Agency-Kosten minimieren. Anders argumentiert der Literaturzweig, der von einer potenziell ineffizienten Eigentümerstruktur ausgeht. Der *Alignment-* resp. *Entrenchmenthypothese* folgend, besteht ein (linearer oder nichtlinearer beziehungsweise gekrümmter) Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und dem Unternehmenswert. (Quelle: eigene Darstellung)

Die Beteiligung des Managers am Unternehmen ist eine Komponente der Managementkompensation (Equityinstrumente).²⁸² Die Analyse des Zusammenhangs zwischen Insider Ownership²⁸³ und Corporate Performance verdient daher besondere Beachtung bei der Frage, ob die Managementkompensation ein Anlagekriterium für Investoren darstellt. Aufgrund des enormen Umfangs

²⁸²Siehe Kapitel 6.3.2 und 6.3.3.

²⁸³Vergleich auch Property Rights Theory in Kapitel 3.3.

11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert

ges der Forschung in dem Bereich „Insider Ownership“ erfolgt eine Auswahl auf die für den Autor am wichtigsten erscheinenden Studien. Diese Auswahl ist zwangsläufig subjektiv. Die Studien lassen sich in folgende Gruppen einteilen.²⁸⁴

1. Das Niveau des Insider Ownerships (und damit die Shareholderstruktur) wird als optimales Ergebnis eines von *internen* Kontrollmechanismen²⁸⁵ abhängigen Prozesses aufgefasst. Die Eigentümerstruktur wird als effizient betrachtet.²⁸⁶
2. Das Niveau des Insider Ownerships (und damit die Shareholderstruktur) wird als optimales Ergebnis eines von *externen* Kontrollmechanismen (Produktmarkt, Managerarbeitsmarkt, Kapitalmarkt) abhängigen Prozesses aufgefasst.²⁸⁷ Die Eigentümerstruktur wird als effizient betrachtet.
3. Es wird eine (lineare oder nichtlineare) Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Niveau des Insider Ownership postuliert (*Alignmentsthypothese*²⁸⁸ beziehungsweise *Entrenchmenthypothese*²⁸⁹). Die Eigentümerstruktur wird als potentiell ineffizient betrachtet. Messbarkeit ist zum Teil mit einem *Endogenitätsproblem* behaftet.

²⁸⁴Siehe Abbildung 11.1. Obgleich die Zuordnung nicht für alle Studien trennscharf möglich ist, erfolgt der Versuch der Gruppenbildung.

²⁸⁵Vgl. Kapitel 2.3.1.

²⁸⁶Annahme: Maximierung des „...net expected economic value to shareholders after transaction costs (such as contracting costs) and payments to employees.“ Siehe Core, Guay und Larcker (2003).

²⁸⁷Vgl. Kapitel 2.3.2.

²⁸⁸Interessenangleichung zwischen Management und Investor.

²⁸⁹Deutsch: Verschanzung. Managerial Entrenchment bezeichnet den durch den Manager gewünschten Zustand maximaler Handlungsfreiheit durch die Minimierung interner und externer Kontrollmechanismen. Siehe dazu auch Kapitel 5.2.

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Es folgt eine Beschreibung der wichtigsten Studien gefolgt von einer überblicksartigen Darstellung in tabellarischer Form.²⁹⁰

11.3.1. Bestimmungsfaktor: interne Kontrollmechanismen

Die Eigentümerstruktur im Unternehmen ist nach Demsetz und Lehn (1985) das Resultat von ökonomischen Faktoren wie Unternehmensgrösse und Variabilität des rechnungslegungsbasierten Gewinns (letzterer als Proxy für Informationsasymmetrien) sowie der Branche. Firmenspezifische Unsicherheit bezüglich der Investitionsmöglichkeiten kann sich in höheren Monitoringkosten niederschlagen. Das lässt auf eine höhere Konzentration der Eigentümerstruktur schliessen. Umgekehrt reduziert eine staatliche Regulierung die Einflussmöglichkeit des Managers und wirkt wie eine zusätzliche Monitoringinstanz, welche sich aus einer Informationskostenperspektive reduzierend auf die Höhe der erforderlichen interessenangleichenden Managementbeteiligung auswirkt. Es besteht kein Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance, sondern die Eigentümerstruktur ist das Ergebnis eines Optimierungsprozesses in Abhängigkeit von firmenspezifischen Faktoren, welche bestimmte Agency-Kosten verursachen.

Agrawal und Knoeber (1996) verwenden sieben verschiedene Corporate Governance Mechanismen als Kontrollvariablen: Anteil institutioneller Investoren, Anteil von Insidern in der Eigentümerstruktur, Blockholder, Anteil der Outside Directors, Verschuldungsgrad, Managerarbeitsmarkt und Markt für Unternehmensübernahmen. Die Autoren untersuchen 383 US-amerikanische Forbes 800 Unternehmen im Jahr 1987. Sie finden nur für Insider Ownership einen positiven Zusammenhang mit Tobin's Q.²⁹¹ Bei Verwendung der

²⁹⁰Siehe Tabellen 11.5 bis 11.9.

²⁹¹Insider Ownership als OLS-Regressor.

11.3. *Insider Ownership und Unternehmenswert*

anderen Kontrollmechanismen lassen sich keine signifikanten Regressionskoeffizienten messen. Die Autoren begründen die Ergebnisse mit einer optimalen Corporate Governance Struktur, die sich endogen aus einem Gleichgewichtsprozess ergibt.²⁹²

Himmelberg, Hubbard und Palia (1999) verwenden Ownership Paneldaten von 1982 bis 1992. Sie implementieren ein fixed-effect Datenmodell mit Instrumentalvariablen, um unbeobachtete Firmenheterogenität zu berücksichtigen. Die Autoren zeigen, dass beobachtbare Firmencharakteristiken im Kontraktumfeld das Niveau der Managerbeteiligung beeinflussen. Dazu zählen: Unternehmensgrösse, Ratios wie Kapital zu Nettoverkäufen und Forschungsaufwand zu Kapital, um den Einfluss diskretionären Handlungsspielraums zu schätzen sowie die Renditevolatilität, um die Risikoexposition des Managers berücksichtigen.

11.3.2. Bestimmungsfaktor: Marktmechanismen

Einer extremen Sicht nach Fama (1980) zufolge werden die aus Interessenkonflikten zwischen Manager und Investor entstehenden Agency-Kosten durch den Arbeitsmarkt für Führungskräfte nahezu gänzlich eliminiert, da der Manager durch opportunistisches Verhalten eine Entwertung seines Humankapitals befürchten muss. Diese Position abstrahiert von Informations- und Vertragsschlusskosten sowie von Friktionen im Arbeitsmarkt für Führungskräfte und im Markt für Unternehmensübernahmen.

²⁹²Dies entspricht auch der Sichtweise von Demsetz (1983).

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Demsetz und Villalonga (2001) betonen die Wichtigkeit der gleichzeitigen Berücksichtigung von Managerbeteiligung und Eigentümerkonzentration, um die Interessenskomplexität einer gegebenen Eigentümerstruktur adäquat zu erfassen. Die Autoren finden keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Eigentümerstruktur und Firmenwert. Unterschiede in der Eigentümerstruktur (breit gestreut versus konzentriert und hohe versus niedrige Managementbeteiligung) stammen den Autoren zufolge vom Unternehmensumfeld (beispielsweise Regulation oder Skaleneffekte). Ähnlich auch bei Cho (1998) und Loderer und Martin (1997); keine empirische Evidenz für einen Zusammenhang zwischen Managerbeteiligung und Unternehmenswert.

11.3.3. Alignment- bzw. Entrenchmenthypothese

Das Phänomen der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle über die Produktionsmittel findet erstmals Erwähnung bei Berle und Means (1932)²⁹³ und erfuhr weitere unternehmenstheoretische Formalisierung bei Jensen und Meckling (1976). In diesem Forschungsfeld nimmt die Frage nach dem Einfluss von Eigentum an der Unternehmung, welches sich in den Händen des Managements befindet, und dem Unternehmenswert eine zentrale Bedeutung ein. In der englischsprachigen Literatur wird von *Management Ownership* beziehungsweise *Insider Ownership* und *Corporate Performance* gesprochen. Wie zuvor in der Agency-Theorie dargelegt, leitet sich aus der Beteiligung des Managements an der Unternehmung eine Interessenangleichung (*Alignment*) zwischen Investoren und dem Management ab.²⁹⁴

²⁹³Hier mit Fokus auf die breite Streuung des Aktionärskreises und damit einhergehendem schwächeren Monitoring.

²⁹⁴Siehe Kapitel 3.1.

11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert

Jensen und Meckling (1976) postulieren einen positiven linearen Zusammenhang zwischen Insider Ownership und Unternehmenswert aufgrund von der Alignmentwirkung. Nach Morck, Shleifer und Vishny (1988) ist die Beteiligungshöhe des Managements im Durchschnitt ineffizient und widerspricht damit der Markteffizienzhypothese (Querschnittspanel von 1980 mit 371 Fortune 500 Firmen).²⁹⁵ Die Autoren finden einen nichtmonotonen Zusammenhang zwischen Insider Ownership und Firmenwert (gemessen mit Tobin's Q). Im Intervall von 0 – 5% und 25 – 100% scheint sich Insider Ownership positiv auf den Unternehmenswert auszuwirken, während sie eine negative Wirkung im Bereich von 5 – 25% finden. Sie erklären diesen Zusammenhang mit gegensätzlichen Effekten aus Alignment- und Entrenchmentwirkungen. Siehe auch Holderness, Kroszner und Sheehan (1999) und Cui und Mak (2002).

McConnell und Servaes (1990) untersuchen über 1'000 US-amerikanische Firmen (ohne Finanzsektor) in den Jahren 1976 und 1986. Sie finden empirische Evidenz für einen positiven Zusammenhang zwischen Insider Ownership und Unternehmenswert (gemessen mit Tobin's Q) bis zu einem Niveau von 49.4% (1976) und 37.6% (1986). Nach diesen Werten besteht ein leicht negativer Zusammenhang. Die Autoren verwenden Kontrollvariablen wie: Block Ownership, F&E und Werberatios, Verschuldungsgrad, Unternehmensgrösse und Branchenzugehörigkeit. Ähnliche Ergebnisse finden sich bei Barnhart, Marr und Rosenstein (1994). Erweiterung des frühen Modells von 1990 in McConnell und Servaes (1995); Wachstumsfirmen scheinen höhere Niveaus von Insider Ownership zu haben.

Hermalin und Weisbach (1991) finden Hinweise auf Reduktion der Agency-Kosten durch Erhöhung des Insider Ownership von niedrigen Niveaus aus.

²⁹⁵Siehe zum Beispiel Core, Guay und Larcker (2003).

11. *Managementkompensation und Unternehmensperformance*

Für Mehran (1995) sind eigenkapitalbasierte Kompensationspläne und Insider Ownership Substitute. Die Ergebnisse verhalten sich robust für verschiedene Performancemasse. Nach Chung und Pruitt (1996) sind Managerbeteiligung und Unternehmensperformance stark positiv korreliert. Die Autoren betonen, dass von keiner strikten Kausalität ausgegangen werden kann, sondern vermuten eine Endogenität von Unternehmenswert, Managementbeteiligung und Managementkompensation. Ähnliche Ergebnisse finden auch Davies, Hillier und McColgan (2005). Cole und Mehran (1998) finden eine positive Korrelation zwischen Aufstockung der Managementbeteiligung und der Unternehmensperformance.

Es existieren auch Theorien, die zwar davon ausgehen, dass Firmen optimal kontrahieren, aber aufgrund der Unmöglichkeit permanenter Nachverhandlung zumindest temporär vom Optimum abweichen.²⁹⁶ Dies ermöglicht es einigen Managern, Renten auf Kosten der Investoren zu realisieren.

²⁹⁶Siehe Shleifer und Vishny (1997) und Zingales (1998).

11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert

Autoren (Jahr); <i>Jour- nal</i> ; Titel	Stichprobe	Kontroll- mechanismus	Performancemass; Methodik; Kon- trollvariablen	Resultate; Gruppe
Cho (1998); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis	326 Fortune 500 Unternehmen (USA, 1991)	Anteil Aktien gehalten von VR und GL	Tobin's Q; OLS; 2SLS; Investitionen, F&E, CF, Grösse, Marktwert des Eigen- kapitals, Industrie	steigend-fallend-steigender Ef- fekt von Ownership auf Invest- ment, Endogenität; Ownership ist Ergebnis eines Marktgleich- gewichts; Gruppe: Gleichge- wicht externer Kontrollmecha- nismen
Cole und Mehran (1998); <i>Journal of Financial Economics</i> ; The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry	94 Unterneh- men; USA, 1983-1987	grösster von VR und GL gehal- ter Anteil	Aktienrenditen; OLS, Mittelwertvergleich; Anteilseignerstruktur	Insider Ownership und Per- formance korrelieren positiv; Gruppe: Alignmenthypothese
Cui und Mak (2002); <i>Journal of Corporate Finance</i> ; The Relation- ship between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms	1147 Unter- nehmen (USA, 1996, 1998), high R&D, kотиert an NY- SE, AMEX, NASDAQ	Konzentration IO, VR/GL Unterneh- mensanteile	Tobin's Q, ROA; OLS; 2SLS; Grösse, Leverage, Industrie	nichtlinearer w-förmiger Zu- sammenhang zwischen Insider Ownership und Performance; Gruppe: Alignment- und Ent- renchmenthypothese

(Fortsetzung nächste Seite)

Table 11.5.: Studien Insider Ownership (a). (Quelle: eigene Darstellung.)

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Table 11.6.: Studien Insider Ownership (b). (Quelle: eigene Darstellung.)

(Fortsetzung) Autoren (Jahr); Jour- nal; Titel	Stichprobe	Kontroll- mechanismus	Performancemass: Methodik: Kon- trollvariablen	Resultate: Gruppe
Davis, Hillier und Mc- Colgan (2005); <i>Journal of Corporate Finance</i> ; Ownership Structure; Managerial Behaviour and Corporate Value	UK 1995; 802 Unternehmen (ohne Finanzin- sitive)	GL gesamt An- teil am Unter- nehmen	Tobin's Q; OLS; 2SLS; Blockholder, F&E, Werbe- und Investitionsaufwen- dungen, Leverage, Marktwert des Ei- genkapitals, Grösse, Industrie	Endogenität Ownership und Unternehmenswert; „don- ble hump curve“; Gruppe- Alignment- und Entrenchmen- thypothese
Demsetz und Lehn (1985); <i>The Journal of Political Economy</i> ; The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences	Konzentration Anteilseig- nerschaft (Herfindahl- Index)	511 Unterneh- men (USA, 1976-1980)	Aktenrenditen, ROA; OLS	Kein Zusammenhang beob- achtbar; Ownership ist optimal gewählt und wird kontinuier- lich rekabliert (Transaktions- kosten werden vernachlässigt); Gruppe: Gleichgewicht interner Kontrollmechanismen
Demsetz und Villalonga (2001); <i>Journal of Cor- porate Finance</i> ; Owner- ship Structure; Manage- rial Behaviour and Cor- porate Value	US (1976-81); 223 Unterneh- men; Zufallsaus- wahl der Studie Demsetz und Lehn (1985)	Anteile GL kom- biniert	Tobin's Q, Gewinn; OLS-Regression; 2SLS; Blockholder, F&E, Werbe- und Investitionsaufwen- dungen, Leverage, Renditevolatilität, Grösse, Industrie	Ownership wird endogen be- stimmt; Ownership ist Ergeb- nis eines Marktgleichgewichts; Gruppe: Gleichgewicht exter- ner Kontrollmechanismen

(Fortsetzung nächste Seite)

11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert

(Fortsetzung) Autoren (Jahr); <i>Journal</i> ; Titel	Stichprobe	Kontroll- mechanismus	Performancemass; Methodik; Kon- trollvariablen	Resultate; Gruppe
Hermalin und Weisbach (1991); <i>Financial Management</i> ; The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance	142 an der NYSE kotierte Unternehmen (USA, 1971, 1974, 1977, 1980, 1983)	CEO und ehemalige CEO mit Anteilen	Tobin's Q; OLS-Regression; F&E, Werbeaufwand, Grösse	Reduktion der Agency-Kosten bei niedrigem Ownership-Niveau; Endogenität; Gruppe: Alignment- und Entrenchment-hypothese
Himmelberg, Hubbard und Palia (1999); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance	USA (1982 bis 1992; anfangs 398, zuletzt 293 Firmen)	Top Kader: Anteile	Tobin's Q; ROA; OLS-Regression; F&E, Werbeaufwand, Investitions-, Cash Flow-Ratios, Renditevolatilität, Grösse, Industrie	„bell-shaped“ Relation zwischen Managerial Ownership und Performance; erklärt durch unbeobachtete Unternehmensunterschiede; Gruppe: Gleichgewicht interner Kontrollmechanismen
Core und Larcker (2002); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership	195 Unternehmen (USA, 1991-1995)	Target Ownership Plans	ROA, Aktienrenditen; Querschnittsregression; Kontrollfirmen (nach Grösse und Markt- zu Buchwert)	Verwaltungsrat lanciert Target Ownership Pläne, um Anreize und die Corporate Governance zu verbessern, bei temporären Abweichungen vom optimalen Ownershipniveau ist daher Performancewirkung beobachtbar; Gruppe: Gleichgewicht, aber temporär Abweichungen vom Optimum möglich

(Fortsetzung nächste Seite)

Table 11.7.: Studien Insider Ownership (c). (Quelle: eigene Darstellung.)

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

<i>(Fortsetzung)</i> Autoren (Jahr); Jour- nal; Titel	Stichprobe	Kontroll- mechanismus	Performancemass: Methodik: Kon- trollvariablen	Resultate: Gruppe
Holderness, Kroszner und Sheehan (1999); <i>The Journal of Fi- nance</i> : Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression	USA (1935- 1'500, 1995: 4'200) ko- fertierte Unternehmen	Unternehmens- anteile von VR und GL	Markt- zu Buchwert; OLS; Grösse, Leverage, Industrie	nicht-monotoner Zusammen- hang zwischen Ownership und Performance; Gruppe- Alignment- und Entrenchmen- thythese
Loderer und Martin (1997); <i>Journal of Fi- nancial Economics</i> ; Executive Stock Owner- ship and Performance: Tracking Paint Traces	USA (1978- 1988) 867 Unternehmen	Anteile, die von Corporate In- sidern gehalten werden	kumulierte Über- rendite; Tobin's Q; Gewinn; OLS, 2SLS (Simultangleichungs- system); Blockholder, Renditevolatilität	kein Zusammenhang zwischen Ownership und Performance; Gruppe: Gleichgewicht interner Kontrollmechanismen
McConnell und Ser- vases (1990); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value	USA (1976, 1986); ca. 1'100 Unternehmen	Anteile, die von Corporate In- sidern gehalten werden	Tobin's Q; Gewinn; OLS-Regression; Blockholder, F&E, Werbenaufwand, Leverage, Grösse, Industrie	Alignment bis ca. 45% Owner- ship; Gruppe: Alignmenthypo- these

(Fortsetzung nächste Seite)

Table 11.8.: Studien Insider Ownership (d). (Quelle: eigene Darstellung.)

11.3. Insider Ownership und Unternehmenswert

(Fortsetzung) Autoren (Jahr); <i>Journal</i> ; Titel	Stichprobe	Kontroll- mechanismus	Performancemass; Methodik; Kon- trollvariablen	Resultate; Gruppe
McConnell und Servaes (1995); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Equity Ownership and the Two Faces of Debt	USA (1976, 1986, 1988); ca. 1'000 Unternehmen	VR and GL Unternehmensanteile	Tobin's Q; OLS-Regressionen; institutionelle Investoren, F&E Ausgaben, Werbeausgaben (Ratios), Unternehmensgrösse	Insider Ownership grösser in wachstumsstarken Unternehmen, signifikanter nicht-monotoner (glockenförmig) Zusammenhang zwischen Insider Ownership und Performance; Ownership abhängig von Unternehmenscharakteristiken; Gruppe: Alignment- und Entrenchmenthypothese
Mehran (1995); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance	USA (1979-1980); Querschnittstudie; 153 zufällig ausgewählte Produktionsunternehmen	GL, VR, GEO separat: Anteil am Unternehmen	Tobin's Q; ROA; OLS-Regressionen; F&E Ausgaben (Ratio), Unternehmensgrösse, Geschäftsrisiko	positiver Zusammenhang zwischen Equity-Kompensation bzw. Insider Ownership (Substitute) und Performance; Gruppe: Alignment- und Entrenchmenthypothese
Morek, Shleifer und Vishny (1988); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Management Ownership and Market Valuation	USA (1980); Querschnittstudie; 371 Fortune 500 Unternehmen	kombinierte Aktienbestände VR und top 2 GL mit einem Minimumbestand von 0.2%	Tobin's Q; Gewinn; OLS-Regressionen; F&E Ausgaben, Werbung (Ratios), Unternehmensgrösse, Geschäftsrisiko, Leverage, Mitarbeiterbestandswachstum, Industrie	steigender (0-5%), fallender (5-25%), steigender (>25%) Zusammenhang zwischen Ownership und Performance; Gruppe: Alignment- und Entrenchmenthypothese

Table 11.9.: Studien Insider Ownership (e). (Quelle: eigene Darstellung.)

11.4. Kapitelfazit

Die empirische Forschung, die einen möglichen Zusammenhang zwischen der Managementkompensation und der Unternehmensperformance untersucht, liefert keine eindeutigen Resultate und greift die

Forschungsfrage 3: „Ist eine hohe Pay Performance Sensitivität mit einer überdurchschnittlichen Unternehmensperformance verbunden?“ auf.

Es haben sich drei Theoriestränge herauskristallisiert. Der erste Strang sieht in der Implementierung eines Kompensationsplans ein Signal des Managements (als Corporate Insider), das eine Performanceverbesserung erwartet und daher, da es selbst profitiert, einen Kompensationsplan einzuführen geneigt ist (Selbstselektion). Die zweite Theorierichtung nimmt eine Angleichungswirkung der Interessen zwischen Managern und Investoren an, die durch den Kompensationsplan geschaffen wird. Die dritte Theorierichtung verneint einen empirischen Zusammenhang zwischen der Managementkompensation und der Unternehmensperformance und verweist auf andere Corporate Governance Kontrollmechanismen. Der empirischen Forschung war es aufgrund der bisherigen nur rudimentären Offenlegungspflicht zur Kompensationsplanmechanik²⁹⁷ nicht möglich, diese in differenzierterer Form zu untersuchen. Die Kategorisierung erstreckt sich nur über sehr allgemeine Merkmale der Kompensationspläne wie Zeithorizont (lang- versus kurzfristig), Instrumente (Optionen, Aktien, Cash), Performancemass (zum Beispiel Residualgewinne). Es besteht Evidenz dafür, dass Manager sich an den Zielgrößen orientieren, die ihre Kompensation maximieren.²⁹⁸ Die Maximierung

²⁹⁷Eine Ausnahme bilden die kürzlich in Kraft getretenen Offenlegungsregelungen in den USA (siehe Kapitel 8.1.3).

²⁹⁸Siehe die diskutierte Studie von Wallace (1997).

der Zielgrösse muss aber nicht zwingend im Investoreninteresse liegen. Das von Morgan und Poulsen (2001) untersuchte Abstimmungsverhalten über Planimplementierung verdeutlicht, dass Investoren die Güte eines Kompensationsplans bewerten.

Auch bei der akademischen Literatur zu Insider Ownership haben sich drei Theoriestränge herausgebildet. Die ersten beiden gehen von einer optimalen Anteilseignerschaft des Managements aus, die zum einen in Abhängigkeit von internen Kontrollmechanismen und im anderen Fall in Abhängigkeit von externen Marktmechanismen bestimmt wird. Der dritte Strang nennt eine Abhängigkeit der Unternehmensperformance vom Insider Ownership und folgt damit den Ergebnissen des Prinzipal-Agent-Modells in der Interessenangleichungshypothese. Einige Autoren beobachten jedoch auch einen gegenläufigen Effekt ab einer bestimmten Höhe der Managerbeteiligung. Sie begründen diese Beobachtung mit der Entrenchmenthypothese. Diese gehen vom Konsum privater Annehmlichkeiten des Managers ab einem gewissen Unternehmensanteil, welcher der Manager hält, aus. Der Konsum privater Annehmlichkeiten wird ihm mangels effektiver Kontrolle durch andere Investoren erleichtert. Im Rahmen der Fragestellung, ob die Managementkompensation als ein Anlagekriterium für Investoren zu berücksichtigen ist, nimmt die Forschung im Bereich Insider Ownership eine wichtige Rolle ein. Die Verwendung von Eigenkapitalinstrumenten in der Kompensation schafft eine direkte, die Verwendung von Kompensationskomponenten, welche Eigenkapitalcharakteristiken haben, eine indirekte Verbindung zur Managerbeteiligung am Unternehmen. Institutionelle Investoren können unter Umständen Einfluss nehmen auf die Kompensationspolitik der Unternehmung und damit auf den Bereich Insider Ownership. Privatinvestoren können mittels des Niveaus des Insider Ownerships den Grad der Interessenangleichung beurteilen und eine Abschätzung der Agency Kosten vornehmen. Das nächste Kapitel nimmt neben dem

11. Managementkompensation und Unternehmensperformance

Kontrollmechanismus der Managementkompensation noch andere Corporate Governance Kontrollmechanismen in die Betrachtung auf.

12. Corporate Governance und Performance

12.1. Multiple Kontrollmechanismen

Das Corporate Governance System kann in interne und externe Kontrollmechanismen eingeteilt werden. Zu den wichtigsten internen Kontrollmechanismen zählt die Struktur des Verwaltungsrates, die Anteilseignerstruktur, die Kapitalstruktur und die Managementkompensation. Zu den wichtigsten externen Kontrollmechanismen zählt der Produktmarkt Wettbewerb und der Markt für Unternehmenskontrolle. Die Elemente des Corporate Governance Systems können teils als Substitute aufgefasst werden.²⁹⁹ Zudem geschieht die Gestaltung der Managementkompensation in Abhängigkeit anderer Corporate Governance Kontrollmechanismen. Aus diesem Grund erscheint die Erweiterung der partialanalytischen Betrachtung einzig der Managementkompensation als Kontrollmechanismus auf weitere Mechanismen erforderlich. Es folgt die Darstellung der aus der Sicht des Autors relevanten Studien, die einen möglichen Zusammenhang zwischen der Corporate Governance und der Unternehmensperformance untersuchen und im Anschluss daran die überblicksartige Darstellung in tabellarischer Form.³⁰⁰

²⁹⁹Siehe Pound (1992); Substitutionseffekte zwischen internen und externen Kontrollmechanismen.

³⁰⁰Siehe Tabellen 12.1 bis 12.4.

12. Corporate Governance und Performance

Gompers, Ishii und Metrick (2003) messen die Güte der Corporate Governance einer Unternehmung anhand der Stärke der Investorenrechte.³⁰¹ Die Stärke der Investorenrechte zeigt sich in der Machtverteilung zwischen den Investoren und dem Management beziehungsweise dem Verwaltungsrat. Die Autoren verwenden vom Investor Responsibility Research Center (IRRC) analysierte Massnahmen, die die Investorenrechte potentiell beeinträchtigen. Diese lassen sich in die fünf folgenden Kategorien einteilen:

- Verzögerung (*Delay*): Subsumiert Massnahmen, die geeignet sind, eine feindliche Übernahme zu verzögern.
- Stimmrechte (*Voting*): umfasst Bestimmungen, welche die Stimmrechtsausübung beeinträchtigen, wie etwa *Unequal Voting*.
- Schutz (*Protection*): Fasst Massnahmen zusammen, die den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung im Falle einer Übernahme mit einer Abgangsentschädigung (*Golden Parachute*) sowie mit Organhaftpflichtversicherungen versehen.
- Staat (*State*): bündelt Bestimmungen seitens des Gesetzgebers zu Firmenübernahmen.
- Andere (*Other*): vereint nicht anderen Kategorien zufallende Massnahmen wie *Poison Pills* oder *Pension Parachutes*.

Die Analyse umfasst 1'500 US-Firmen in den 1990er Jahren. Die Autoren messen die Rendite einer Zero-Investment-Strategie, die das (gleichgewichte-

³⁰¹Die Autoren bilden einen Index für die Güte der Corporate Governance. Dabei ist die Gewichtung einzelner Indikatoren kritisch zu hinterfragen. In der zitierten Studie steigt der Indexwert mit dem Vorhandensein jeder Massnahme, welche die Investorenrechte schmälert.

te) Portfolio des ersten Dezils mit den stärksten Investorenrechten (*Demokratie*-Portfolio) kauft und das Portfolio des zehnten Dezils mit den schwächsten Investorenrechten (*Diktatur*-Portfolio) verkauft. Sie finden eine annualisierte Überrendite von +8.5% innerhalb der Beobachtungsperiode, nach Berücksichtigung der vier Investment-Style-Faktoren Marktrisiko, SMB, HML und Momentum.³⁰² Zur Erklärung des höheren α bei besserer Governance nennen die Autoren folgende Hypothesen:

- Schwache Investorenrechte haben zusätzliche Agency-Kosten verursacht, welche durch die Investoren unterschätzt worden sind. Der Wert der entsprechenden Unternehmen war zu Beginn der Beobachtungsperiode zu hoch.
- Es bestehen divergierende Erwartungen von Managern und Investoren bezüglich der Performance im Beobachtungszeitraum. Manager haben eine schlechte Performance erwartet und entsprechende Schutzmechanismen geschaffen, um ihre Arbeitsplätze zu sichern. In diesem Fall hat die Schwächung der Investorenrechte selbst keine Performancewirkung.
- Nicht die schwächeren Investorenrechte haben zu einer schlechteren Performance geführt, sondern unbeobachtete andere Faktoren, die mit den Massnahmen zur Schwächung der Investorenrechte korreliert waren.

Ähnliche Ergebnisse finden Beiner, Drobetz, Schmid und Zimmermann (2004) für den Schweizer Markt und Drobetz, Schillhofer und Zimmermann (2004) für den Deutschen Markt. Beide Studien finden Hinweise für Substitutionseffekte für Corporate Governance Kontrollmechanismen, ebenso Cremers und Nair (2005). Brown und Caylor (2006) reduziert die Vielzahl an Kontrollmechanismen auf sieben Hauptmechanismen.

³⁰²Vgl. die Ausführungen dazu in Kapitel 13.3.2.

12. Corporate Governance und Performance

Core, Guay und Rusticus (2006) analysieren die Stichprobe analog zu Gompers, Ishii und Metrick (2003), finden jedoch keine Evidenz für einen Zusammenhang zwischen schwacher Corporate Governance und negativen abnormalen Renditen. Die Autoren beobachten hingegen einen umgekehrten Effekt (Long-Position im Demokratie-Portfolio und Short-Position im Diktatur-Portfolio führt zu negativen abnormalen Renditen) in der Periode *nach* dem von Gompers, Ishii und Metrick (2003) untersuchten Zeitraum und führen die beobachteten Effekte auf periodenspezifische Faktoren, beziehungsweise auf unbeobachtete Risikofaktoren³⁰³, zurück. Gompers, Ishii und Metrick (2003) formulieren die Hypothese, dass die Investoren die durch schwache Investorenrechte hervorgerufenen Agency-Kosten unterschätzt hätten. Daher war der Unternehmenswert zu Beginn der Messperiode zu hoch angesetzt und die entsprechenden Renditen für das Diktatur-Portfolio zu niedrig. Core, Guay und Rusticus (2006) setzen dem entgegen, dass die Analystenerwartungen eine entsprechende Underperformance (im Bereich der Operating Performance) antizipiert hätten. Sie sind der Ansicht, dass Corporate Governance die Agency-Kosten beeinflusst; solange jedoch die Investoren diese Kosten in korrekter Weise antizipieren, würde keine Renditedifferenz beobachtbar sein.

Core u. a. (1999) untersuchen den Zusammenhang zwischen Corporate Governance, Managementkompensation und Unternehmensperformance. Sie untermauern die These, dass Managementkompensation nicht isoliert betrachtet werden kann. Sie finden Evidenz für höhere Managementkompensation bei schwachen anderen Corporate Governance Kontrollmechanismen und nachfolgenden negativen abnormalen Renditen und in der Operating Performance. Unternehmen mit schwacher Überwachung haben grössere Agency-Kosten,

³⁰³Zu unbeobachteten Faktoren, die mit Corporate Governance und Performance korreliert sind, siehe Kapitel 13.4.

12.1. Multiple Kontrollmechanismen

CEOs in Unternehmen mit höheren Agency-Kosten erhalten eine höhere Kompensation und Unternehmen, die höhere Agency-Kosten haben, zeigen eine Operating *Underperformance*.

12. Corporate Governance und Performance

Autoren (Jahr): <i>Journal</i> und Titel	Stichprobe	Kontrollmechanismus	Performancemass: Methodik; Kontrollvariablen	Merkmale	Resultate
Beiner, Drobetz, Schmid und Zimmermann (2004): <i>ECGI Finance Working Paper: An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation</i> – Evidence from Switzerland	Schweiz, 109 Unternehmen (2002)	Corporate Governance Index mit folgenden Attributen: (1) Unternehmensaufsicht und Corporate Governance, (2) Aktionärsrechte, (3) Transparenz, (4) Entscheidungs- und Kontrollgrenzen und (5) Abschlussprüfung	Tobin's Q; Verhältnis des Marktwertes zum Buchwert des Unternehmens. Der Marktwert des Unternehmens wird als Marktwert des Eigenkapitals plus Bilanzsumme minus Buchwert des Eigenkapitals berechnet; Simultangleichungssystem (3SLS), berücksichtigt Endogenität; ADR, Beta, Blockholder, Doppelmandat CEO, Industrie, Assets, ROA	Reduktion auf sieben Hauptmechanismen, die Corporate Governance auszeichnet. Diese umfassen u.a. Optionsparameter (Repricing) und Ownership. Laged-Value Approach, um Endogenität zu begegnen.	Positiver Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmensperformance, Wirkungsrichtung nicht eindeutig; Substitutionseffekte bei Governance Mechanismen
Brown und Gaylor (2006): <i>Journal of Accounting and Public Policy: Corporate Governance and Firm Valuation</i>	USA, 1868 Unternehmen, (2003)	Governance Index, basierend auf 51 Merkmalen, die interne wie externe Kontrollmechanismen repräsentieren. Reduktion auf sieben Mechanismen: Audit, Verwaltungsrat, Charter/Bylaws, Director Education, Executive and Director Compensation, Ownership, Progressive Practices, and State of Incorporation	Tobin's Q; Regression: Assets, Alter, Delaware Incorporation	Reduktion auf sieben Hauptmechanismen, die Corporate Governance auszeichnet. Diese umfassen u.a. Optionsparameter (Repricing) und Ownership. Laged-Value Approach, um Endogenität zu begegnen.	

(Fortsetzung nächste Seite)

Table 12.1.: Studien Corporate Governance (a). (Quelle: eigene Darstellung.)

<i>(Fortsetzung)</i> Autoren (Jahr); Journal; Titel	Stichprobe	Kontrollmechanismus	Performancemass; Methodik; Kontrollva- riablen	Resultate
Core, Holthausen und Larcker (1999); <i>Journal of Financial Economics</i> ; Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance	205 Unternehmen, 495 Beobachtungen, USA (1982, 1983, 1984)	Verwaltungsrat und Anteilseignerstruktur	Returns, Compensation Level; Querschnittstudie, multiple Regression; Unternehmensrisiko (ROA-Volatilität), Renditevolatilität, Marktwert des Eigenkapitals, Markt zu Buchwert, Board-/Ownership Variablen	Inverser Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Kompensation, negative folgende Performance (buchhalterisch und Aktienrenditen), schwache Corporate Governance deutet auf Agency Kosten und schlechtere Performance hin, Verwaltungsrat und Eigentümerstruktur erklären CEO Kompensationsunterschiede
Core, Guay und Rusticus (2006); <i>The Journal of Finance</i> ; Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations	Analog zu Gompers, Ishii und Metrick (2003)	Analog zu Gompers, Ishii und Metrick (2003)	ROA, Marktrenditen; Regression; analog zu Gompers, Ishii und Metrick (2003)	Fehler in den Analystenerwartungen und Preisreaktionen nach Gewinnprognosen liefern keine Evidenz für nicht-antizipierte Underperformance, keine Evidenz für einen Zusammenhang schwacher Governance und negativer abnormaler Renditen; die Autoren beobachten einen umgekehrten Effekt (Long-Position Demokratieportfolio und Short-Position Diktatorportfolio führt zu Verlust) in der Periode nach dem von Gompers, Ishii und Metrick (2003) untersuchten Zeitraum <i>(Fortsetzung nächste Seite)</i>

Table 12.2.: Studien Corporate Governance (b). (Quelle: eigene Darstellung.)

12. Corporate Governance und Performance

Table 12.3.: Studien Corporate Governance (c). (Quelle: eigene Darstellung.)

<i>(Fortsetzung)</i> Autoren (Jahr); Journal; Titel	Stichprobe	Kontrollmechanismus	Performancemass: Methodik; Kontrollvaria- blen	Mer- Kontrollvaria- blen	Resultate
Gremms und Nair (2005); <i>The Journal of Finance</i> ; Governance Me- chanisms and Equity Prices	USA, 1'500 Unterneh- men, (1990- 2001)	interne und externe Corporate Governance Kontroll- mechanismen	ROA, ROE, Tobin's Q, Portfoliostrategie	interne und externe Corpo- rate Governance Kontroll- mechanismen ergänzen sich und stehen in einem posi- tiven Zusammenhang mit ab- normalen Renditen	interne und externe Corpo- rate Governance Kontroll- mechanismen ergänzen sich und stehen in einem posi- tiven Zusammenhang mit ab- normalen Renditen
Drobetz, Schil- hofer und Zim- mermann (2004); <i>European Fi- nancial Manage- ment</i> ; Corporate Governance and Expected Re- turns: Evidence from Germany	Germany, 71 Unter- nehmen, (1998-2002)	Corporate Governance Index mit folgenden Attributen: (1) Unternehmens- ausrichtung und Cor- porate Governance, (2) Aktionärsrechte, (3) Transparenz, (4) Entscheidungs- und Kontrollgremien und (5) Abschlussprüfung	Aktienpreiserrenditen, Divi- dendenernditen; Bildung von „Prinzipal-“ und „Agenten-“ Portfolios; 3-Faktor-Modell (Fama- French)	Positiver Zusammenhang zwischen Corporate Gover- nance und Unternehmens- performance, Wirkung- richtung nicht eindeutig, Substitutionseffekte bei Governance Mechanismen, 12% abnormale Rendite bei Long/Short Investmentstra- tegie	Positiver Zusammenhang zwischen Corporate Gover- nance und Unternehmens- performance, Wirkung- richtung nicht eindeutig, Substitutionseffekte bei Governance Mechanismen, 12% abnormale Rendite bei Long/Short Investmentstra- tegie

(Fortsetzung nächste Seite)

<i>(Fortsetzung)</i> Autoren (Jahr); Journal; Titel	Stichprobe	Kontrollmechanismus	Performancemass; Methodik; Kontroll- variablen	Resultate
Gompers, Ishii und Metrick (2003); <i>The Quarterly</i> <i>Journal of Econo-</i> <i>mics</i> ; Corporate Governance and Equity Prices	USA, 1.500 Unternehmen (S&P) (9'917 Firmenjahre), (1990-1999)	Governance Index; Proxy für Sharehol- der Rights (Quelle: IRRC); Governance Mecha- nismen	4-Faktor nach Carhart (1997) Long/Short Invest- ment Strategy; Buch- Marktwertverhältnis, Ownership, Unterneh- mensgrösse	abnormale Rendite von 8,5% pro Jahr; Unternehmen mit stärkeren Investo- renrechten haben einen höheren Firmenwert, hö- here Gewinne, ein höheres Umsatzwachstum, weniger Investitionsausgaben, täti- gen weniger Akquisitionen Wirkungsrichtung nicht identifizierbar, unbeachte- te Firmencharakteristik
Millstein und MacAvoy (1998); <i>Columbia Law Re-</i> <i>view</i> ; The Active Board of Directors and Performan- ce of the Large Publicly Traded Corporation	USA, 154 Unternehmen (Bestandteil des CalPERS Portfolios), (1991-1995)	Unabhängigkeit des Verwaltungsrats	Ökonomischer Ge- winn; multivariate OLS-Regressionen; In- dustrie, Lebenszyklus des Unternehmens, Marktkapitalisierung, Industriekonzentration	Die Autoren finden deutliche und signifikante Korrelation zwischen einem aktiven, un- abhängigen Verwaltungsrat und Unternehmensperfor- mance. Keine Aussage über Wirkungsrichtung möglich. Warum sollte „Good Govern- ance“ ein Luxus sein von Firmen, die eine überdurch- schnittliche Performance aufweisen?

Table 12.4.: Studien Corporate Governance (d). (Quelle: eigene Darstellung.)

12.2. LBOs und Unternehmensperformance

Eine besondere Rolle nehmen LBOs (Leveraged Buyouts) im Kontext von Corporate Governance Kontrollmechanismen ein. Die disziplinierende Wirkung des hohen Fremdkapitalanteils nach der Transaktion führt zu einer Rückführung des Free Cash Flows zu den Investoren. Eine Reihe von Änderungen in den Kontrollmechanismen beeinflussen das Agency-Setting. Meist führt ein LBO zu einer Erhöhung des Managementvermögens an der Unternehmung und einer veränderten Aktionärsstruktur (Blockholder). Dieser Umstand unterstreicht das Ineinandergreifen der Corporate Governance Mechanismen.

Bei reifen Unternehmen mit stabilen, aber hohen Agency-Kosten des Free Cash Flows lässt sich häufiger als bei anderen ein Kontrollwechsel in der Art eines LBO (Leveraged Buy-Out) beobachten.³⁰⁴ Meist erlangt ein sogenannter LBO-Spezialist die Kontrollmehrheit (typischerweise 70-90% des Eigenkapitals), das Management³⁰⁵ hält etwa 10-30%.³⁰⁶ Das Fremdkapital wird von Banken und über Anleihen (*Junk Bonds*) aufgebracht. Der Kontrollwechsel ist häufig mit einem *Delisting* der Unternehmung verbunden. Aus der Governance Perspektive ändern sich vor allem folgende Kontrollmechanismen:

- Aus einer breit gestreuten Anteilseignerschaft gehen ein oder zwei Blockholder (LBO-Fund und Management in der Funktion der Blockholder) hervor. Dies hat Einfluss auf die Monitoringaktivitäten, deren Intensivierung durch die konzentrierten Eigentumsverhältnisse aufgrund der verminderten Trittbrettfahrerproblematik vorteilhafter werden.

³⁰⁴Zu diesem Abschnitt siehe Shleifer und Vishny (1997), Seite 766f.

³⁰⁵Ist das bisherige Management weiter involviert, spricht man von einem Management Buy-Out (MBO).

³⁰⁶Siehe Jensen (1989a) und Jensen (1989b).

12.2. LBOs und Unternehmensperformance

- Es ist davon auszugehen, dass das Managementvermögen sensitiver auf die Unternehmensperformance reagiert³⁰⁷; die Anreize also verstärkt wurden. Von besonderem Interesse ist aus empirischen Gesichtspunkten der MBO, da das Managementteam identisch ist und sich die Messung der Performanceveränderung durch einen Kontrollwechsel um den Faktor „Veränderung der Entscheidungsträger“ reduziert.
- Der gestiegene Fremdkapitalanteil entfaltet seine disziplinierende Wirkung beziehungsweise signalisiert eine eingeschränkte Verwendung des Free Cash Flows und Kostenreduktion, Produktionseffizienz und Restrukturierung (Auflösen der Konglomerate, Verkauf von Unternehmensanteile, die nicht zum Kerngeschäft gehören)³⁰⁸.

Im Durchschnitt ist der fremdfinanzierte Firmenkauf mit einer Prämie für die bisherigen Anteilseigner verbunden.³⁰⁹ Dies kann als ein Zeichen gedeutet werden, dass der neue Governance Rahmen eine Senkung der Agency-Kosten herbeiführen kann und mit Ertragsverbesserungen³¹⁰ einhergeht. Nach der Umstrukturierung erfolgt häufig ein Verkauf an einen anderen Investor oder es kommt zu einem erneuten *Going Public*.³¹¹ Die Literatur stützt die These, dass Corporate Governance Mechanismen (inklusive der Managementkompensation) eine wichtige Rolle spielen. Aus ökonomischen Gesichtspunkten stellen LBOs in der Corporate Governance Forschung einen Sonderfall dar. Bei der Messung der Korrelation zwischen Performance- und Corporate Governance Eigenschaften ist die Wahrscheinlichkeit bei LBOs geringer, dass die gemessenen Effekte von unbeobachteten Unternehmenscharakteristiken abhängen. Über die Bedeutung von LBOs herrschen verschiedene Meinungen

³⁰⁷Siehe Kaplan und Stein (1993).

³⁰⁸Siehe Bhagat, Shleifer und Vishny (1990).

³⁰⁹Siehe DeAngelo, DeAngelo und Rice (1984) und Wruck (1989).

³¹⁰Siehe Kaplan (1989).

³¹¹Kaplan (1991) findet einen Medianwert von $5\frac{1}{2}$ Jahren.

12. Corporate Governance und Performance

vor: Aufgrund der Effizienz würde diese zur dominanten Organisationsform werden³¹², hinderlich wäre die starke Überwachungsfunktion des Blockholders für die langfristige Entwicklung³¹³ und der LBO stelle nur eine Finanzierungsform einer strategischen Neuausrichtung dar³¹⁴.

12.3. Kapitelfazit

In diesem Abschnitt wurden Studien diskutiert, welche einen möglichen Zusammenhang zwischen der Corporate Governance und der Unternehmensperformance untersuchen. Die empirischen Ergebnisse lassen keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu. Es lässt sich jedoch Evidenz dafür finden, dass die einzelnen Kontrollmechanismen nicht voneinander unabhängig und Substitutionseffekte zu beobachten sind. Daher ist die isolierte Betrachtung des Kontrollmechanismus der Managementkompensation nicht ausreichend, das Agency-Setting hinlänglich zu beurteilen und beantwortet damit

Forschungsfrage 4: „Ist eine isolierte Betrachtung der Managementkompensation als Kontrollmechanismus innerhalb des Corporate Governance Systems zielführend?“.

Es hat sich im Weiteren gezeigt, dass Agency-Kosten sehr wohl Auswirkungen auf die Operating Performance haben, jedoch ein antizipiertes Agency-Setting in den Aktienpreisen enthalten ist und demzufolge nur unerwartete Änderungen zu abnormalen Renditen führen. Studien für die USA, Deutschland und die Schweiz, welche aufgrund der Güte der Corporate Governance eine Long/Short Anlagestrategie verfolgt haben, konnten damit positive ab-

³¹²Siehe Jensen (1989b).

³¹³Siehe Rappaport (1990).

³¹⁴Siehe Bhagat, Shleifer und Vishny (1990).

normale Renditen erwirtschaften. Kritiker erheben zwei Einwände. Erstens könne eine unbeobachtete Variable als Risikofaktor, die mit der Güte der Corporate Governance korreliert, diese Ergebnisse erklären. Zweitens sei das Ergebnis periodenspezifisch.

Eine besondere Rolle nehmen LBOs im Kontext von Kontrollmechanismen ein. Im Zuge einer LBO-Transaktion verändert sich das Governance-Setting grundlegend: Neben der Veränderung der Finanzierungsstruktur und einer Erhöhung des Managementvermögens an der Unternehmung ist die Aktiorenstruktur tangiert. Anhand von LBO-Transaktionen können jedoch Performanceveränderungen durch die Alternation von Agency-Settings verdeutlicht werden. Im folgenden Kapitel wird auf die ökonometrischen Besonderheiten bei der Messung des Zusammenhangs zwischen Corporate Governance Kontrollmechanismen und Unternehmensperformance eingegangen.

13. Ökonometrische Besonderheiten

Die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen der Managementkompensation im Speziellen und der Corporate Governance im Allgemeinen und der Unternehmensperformance wirft in ökonometrischer Hinsicht eine Reihe von Fragen auf. Dazu gehören:

- Die Art der Messung von Corporate Governance.
- Die Art der Messung der Unternehmensperformance.
- Ein potentieller Zusammenhang von Corporate Governance und Performance im Lichte der Finanzmarkteffizienzhypothese.
- Korrelation und Kausalität zwischen Corporate Governance und Unternehmensperformance.

13.1. Messung von Corporate Governance

Die aus einem Corporate Governance-Setting resultierenden Agency-Kosten können von verschiedenen Unternehmenscharakteristiken, wie dem Reifegrad oder der Branche, abhängen. Bei der Messung und Beurteilung des Gütegrades der Corporate Governance folgt daraus, dass ein optimales Governance

13. Ökonometrische Besonderheiten

System unternehmensspezifisch ist. Auch ist zu beachten, dass ein komplexes System von Kontrollmechanismen³¹⁵ ein komplementäres Wirken seiner Einzelemente beinhaltet und sich durch die Korrelation zwischen diesen auszeichnet. In der Literatur finden sich sowohl Studien, die Corporate Governance unter Berücksichtigung einer Vielzahl von Mechanismen messen, als auch die Fokussierung auf einzelne Kontrollmechanismen wie etwa dem der Managementkompensation.

Da Corporate Governance nicht direkt³¹⁶ messbar ist, geschieht die Operationalisierung über Indikatoren. Die wissenschaftliche Literatur nennt als wichtigste Proxies³¹⁷:

- die Struktur der Anteilseignerschaft (*Ownership Structure*)³¹⁸
- die Kapitalstruktur³¹⁹
- die Struktur des Verwaltungsrats (Board Structure)³²⁰
- die *Managementkompensation*³²¹
- der Produktmarkt Wettbewerb³²²
- der Markt für Unternehmenskontrolle (*Market for Corporate Control*)³²³

³¹⁵Wie in Kapitel 2.3 summarisch dargelegt.

³¹⁶Da es sich bei Corporate Governance um ein Konstrukt beziehungsweise eine latente Variable handelt.

³¹⁷Zu dt. Näherungsvariable.

³¹⁸Siehe Jensen und Meckling (1976) und Grossman und Hard (1980).

³¹⁹Siehe Jensen (1986).

³²⁰Siehe Jensen (1993) und Brickley, Lease und C. W. Smith (1988) und Yermack (1996).

³²¹Siehe Jensen und Murphy (1990b) und Kaplan (1994a) und Kaplan (1994b).

³²²Siehe Baily und Gersbach (1995) und Nickell, Nicolitsas und Dryden (1997).

³²³Siehe Jensen und Ruback (1983).

Die Managementkompensation als ein Kontrollmechanismus des Governance Systems steht durch die Verwendung von Equityinstrumenten (Insider Ownership) auch in einer direkten Beziehung zum separat genannten Proxy für Corporate Governance, nämlich der Ownership Structure.

13.2. Performancemessung

Messgrößen zur Bestimmung der Unternehmensperformance können in solche unterteilt werden, die Investorenerwartungen beinhalten und solche, die auf Buchwerten basieren. Bei der Methodik gelangen häufig Ereignisstudien oder Investmentstrategien zur Anwendung.

13.2.1. Performancemass

In der wissenschaftlichen Corporate Governance Diskussion finden verschiedene Konzepte zur Messung der Unternehmensperformance Anwendung. Dazu gehören *rechnungsliegungs* basierte Messgrößen wie die Operating Performance (zum Beispiel ROA), *Mischgrößen* wie etwa Tobin's Q und *Marktwertgrößen* wie der Total Shareholder Return.

Angenommen, es bestünde ein Zusammenhang zwischen der Managementkompensation und der Unternehmensperformance. Investoren würden bei einer Planankündigung bereits diese Performanceveränderung antizipieren und wären bereit, einen entsprechenden Preis für die Anteilsscheine zu bezahlen. Realisierten sich Abweichungen zwischen den Erwartungen und der tatsächlich eingetretenen Performance, dann käme es erneut zu Preisanpassungen. Der Effekt der Erwartungsbildung findet sich bei Marktwertgrößen. Buchhalterische Performancegrößen, wie etwa Buchgewinne im Verhältnis zum buchbewerteten Eigenkapital (ROE), beinhalten diesen Effekt hingegen nicht.

13. Ökonometrische Besonderheiten

Tobin's Q bezeichnet das nach James Tobin (1918-2002) benannte Verhältnis zwischen der Marktbewertung einer Unternehmung und dem Wiederbeschaffungswert und stellt damit ein Performancemass dar, welches sowohl rechnungslegungsbasierte, als auch marktwertbasierte Elemente enthält. Unternehmen, welche vom Kapitalmarkt im Verhältnis zu den Wiederbeschaffungskosten hoch bewertet werden, weisen ein hohes Q auf. Tobin's Q ist eine zukunftsgerichtete Kennzahl, welche die vom Kapitalmarkt bewerteten Investitionsmöglichkeiten und Wachstumschancen eines Unternehmens reflektiert.

13.2.2. Methodik

In der Corporate Governance Forschung variieren die Zeiträume der Effektmessung. Sie können im Rahmen von Ereignisstudien (*Event Studies*) nur einige Tage umfassen, die einem Corporate Governance relevanten Ereignis nachfolgen.³²⁴ Einen längerfristigen Betrachtungszeitraum finden sich zum Beispiel bei Investmentstrategien, die aufgrund der Ausprägung eines oder mehrerer Corporate Governance Merkmale Kaufs- und Verkaufssignale eine long/short Anlagestrategie verfolgen.

Angenommen, die Ausgestaltung der Corporate Governance Mechanismen (etwa die Art der Managementkompensation) habe einen Effekt auf die Unternehmensperformance (etwa durch veränderten Free Cash Flow), aber die Marktteilnehmer berücksichtigen diesen Effekt gänzlich, dann würde sich der Aktienpreis schnell an eine Veränderung der Corporate Governance Situation angleichen. Ereignisstudien machen sich diesen Effekt bei der Analyse von *Corporate Actions* zunutze. Sie vermögen aber nur Überrenditen zu messen, wenn die Informationsverarbeitung seitens der Marktteilnehmer innerhalb

³²⁴Siehe dazu Abbildung 13.1.

des Beobachtungszeitraumes nach dem Ereignis abgeschlossen ist. Werden performance-relevante Änderungen von Corporate Governance Mechanismen jedoch nur langsam verarbeitet, dann würden die realisierten Renditen der betreffenden Unternehmen von denen der Vergleichsunternehmen systematisch abweichen.³²⁵

Bei nur wenige Tage umfassenden Event Studies gilt der Definition des genauen Zeitpunktes der Ankündigung eines Corporate Governance spezifischen Ereignisses besondere Bedeutung. Im US-amerikanischen Raum wird zwischen dem Zeitpunkt unterschieden, an dem der Vorschlag von der Unternehmensleitung an das Kontrollorgan geht, dem Zeitpunkt, an dem zum Beispiel Details zur Managementvergütung in das Proxy Statement³²⁶ gedruckt werden, der Veröffentlichung des Proxy Statements, dem Zeitpunkt der SEC Validierung und dem Zeitpunkt der Lancierung des Proxy Statements an die Öffentlichkeit.

In der in der wissenschaftlichen Literatur vielzitierten Studie von Gompers, Ishii und Metrick (2003) folgen die Autoren einer (Zero-Investment) Tradingstrategie nach dem Kriterium der durch die Corporate Governance eingeräumten Investorenrechte und messen die Performance dieser Strategie über einen Zeitraum von zehn Jahren. Dieser Ansatz gleicht einer sehr langfristigen Event-Studie.

Im Rahmen von Ereignisstudien nehmen Untersuchungen zu Management-Buy-Outs (MBO) eine Sonderstellung ein.³²⁷ Hier lässt sich der Effekt der

³²⁵Siehe Gompers, Ishii und Metrick (2003), Seite 121.

³²⁶In den USA haben kотиerte Unternehmen mittel spezieller Informationsformulare Mitteilungen an die SEC zu machen.

³²⁷Siehe Kaplan (1989).

13. Ökonometrische Besonderheiten

Veränderung der Kontrollmechanismen (Fremdkapital, Blockholder, Managementkompensation) auf ein und dasselbe Managementteam untersuchen, womit eine personelle Variation weitgehend eliminiert wäre.

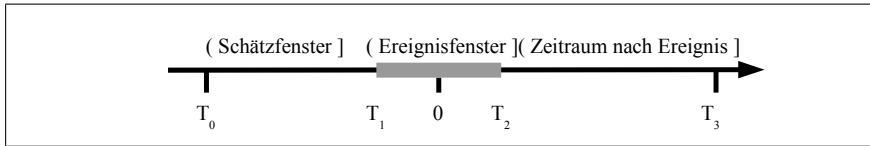


Abbildung 13.1.: Ereignisstudienschema am Beispiel einer Kompensationspläneinführung. Das Ereignisfenster umfasst Planankündigung (SEC-Filing), zum Teil Planabstimmung und Pläneinführung, um die relevanten Zeitpunkte des Informationsflusses abzudecken. Die im Schätzfenster ermittelten Normalrenditen werden dann mit den Renditen im Zeitraum nach dem Ereignis verglichen. Zum Teil erfolgt auch ein Vergleich mit den Renditen von Kontrollfirmen (ohne Ereignis). Das Alignmentargument vermag positive abnormale Renditen nach einer Kompensationspläneinführung erklären. Offen ist jedoch die Wirkungsrichtung (Kausalität) zwischen einer Kompensationspläneinführung und allfälligen Performanceveränderungen. (Quelle: eigene Darstellung)

13.3. Finanzmarkteffizienzhypothese und aktive Asset Allokation

Das Bekanntwerden der Einführung oder der Änderung eines Managementkompensationsplans und die daraus antizipierte Bedeutung für den Unternehmenswert würde bei effizienter Informationsverarbeitung seitens der Marktteilnehmer eine sofortige Preisänderung bewirken (Finanzmarkteffizienzhypothese, EMH). Systematische Überrenditen wären dann nicht zu erzielen, da in einem solchen Fall die Managementkompensation, oder breiter gefasst die Corporate Governance, als Risikofaktor in die Preisbestimmung integriert wären. Fraglich bleibt allerdings, ob die Güte des Corporate Governance Systems für die Investoren beobachtbar ist, ob Änderungen des Systems adäquat

13.3. Finanzmarkteffizienzhypothese und aktive Asset Allokation

bewertet werden können und wie schnell agency-relevante Faktoren in den Aktienpreisen Berücksichtigung finden. Bei der Beantwortung dieser Fragen müssen Ressourcen für die Informationsgewinnung aufgebracht werden. Eine daraus abgeleitete Investmentstrategie sollte mindestens diese Kosten³²⁸ risikoadjustiert erwirtschaften.

13.3.1. Efficient Market und Random Walk Hypothesis

In effizienten Finanzmärkten³²⁹ spiegeln die Preise für Wertpapiere alle kursrelevanten Informationen wider und entschädigen die Investoren für den Zeitwert ihrer Anlage und das systematische Marktrisiko³³⁰, welches sie tragen. Dieses Konzept geht zurück auf Fama (1970): „A market in which prices always *fully reflect* available information is called 'efficient'.“³³¹ Malkiel (1992) präzisiert: „A capital market is said to be efficient if it fully and correctly reflects all relevant information in determining security prices. Formally, the market is said to be efficient with respect to some information set...if security prices would be unaffected by revealing that information to all participants. Moreover, efficiency with respect to an information set...implies that it is impossible to make economic profits by trading on the basis of [that information set].“ Malkiel erweitert beziehungsweise präzisiert Famas Konzept um zwei Aspekte. Zum einen lässt sich Effizienz abhängig von einer gegebenen

³²⁸In diesem Sinne genügt also nicht nur eine statistische, sondern darüber hinaus eine ökonomische Signifikanz, die Selektionskosten, Transaktionskosten (und idiosynkratische Risiken) kompensiert.

³²⁹Es geht um die finanzmarktspezifische Informationseffizienz und nicht um Allokations- oder Pareto-Effizienz. Finanzmarkt ist hier verstanden als Oberbegriff für alle Märkte, auf denen Handel mit Kapital betrieben wird. Diese umfassen Geld-, Kredit-, Kapital-, und Devisenmärkte. In der vorliegenden Arbeit liegt der Fokus primär auf den Kapital-, gefolgt von den Kreditmärkten.

³³⁰Mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) als Marktmodell. Nach Fama und French (1993) kämen noch ein „Size-“ und ein „Price to Book Value-“ Faktor hinzu.

³³¹Siehe Fama (1970), Seite 383.

13. Ökonometrische Besonderheiten

Informationsmenge definieren. Reagieren die Wertpapierpreise nicht mehr, wenn alle Investoren in Kenntnis dieser Informationsmenge sind, dann ist der Markt bezüglich dieser Informationsmenge effizient. Zum anderen kann man Effizienz daran messen, welche (Über-)Renditen anhand von Tradingaktivitäten mit bestimmten Informationen erzielt werden können.³³²

Je nach Informationsdichte in den Wertpapierpreisen unterscheidet Fama nach

- *schwacher*,
- *halbstarker* und
- *starker* Markteffizienz.

In der schwachen Form der Markteffizienz spiegeln die heutigen Preise alle Informationen wider, die in vergangenen Preisen bereits enthalten sind. Dies impliziert, dass anhand von technischer Analyse keine Überrenditen erwirtschaftet werden können. Wertpapierpreise in der halbstarke Form der Markteffizienz beinhalten zusätzlich zu den historischen Preisen auch alle öffentlich verfügbaren Informationen. In der starken Form der Markteffizienz sind in den Preisen sämtliche, also auch Insiderinformationen, enthalten. Es existiert empirische Evidenz für die halbstarke Form der Markteffizienz, wobei der liquide US-Finanzmarkt den Schwerpunkt der Untersuchungen bildet.

Finanzmarkteffizienz ist demnach das Ergebnis aus Informationsgewinnung und Informationsverarbeitung seitens der Investoren. Daher existiert eine effiziente Menge an Informationsbeschaffung.³³³ Geht ein Investor von effizien-

³³²Zeichen zunehmender Markteffizienz für den amerikanischen Aktienmarkt sind sinkende Überrenditen vom Marktdurchschnitt des ersten Quintils von Fondsmanagern; siehe dazu Bernstein (1999).

³³³Siehe Grossman und Stiglitz (1980).

13.3. Finanzmarkteffizienzhypothese und aktive Asset Allokation

enten Preisen aus, würde er keine Ressourcen aufbringen, um kursrelevante Informationen zu erlangen, da er davon keine Entschädigung erwartet. Handeln alle Akteure nach dieser Maxime und wird keine Informationsbeschaffung mehr betrieben, dann ist mit ineffizienten Preisen zu rechnen, welche jedoch Aufwand für Informationsbeschaffung wieder rechtfertigen. Zwischen beiden Extremen liegt ein Optimum an Ressourceneinsatz für die Informationsbeschaffung. Überrenditen können daher in der Form bestehen, dass sie die Kosten für Informationsbeschaffung und Verarbeitung (wie beispielsweise Transaktionskosten zum Ausnützen von Arbitragemöglichkeiten³³⁴) entschädigen.

Finanzmarkteffizienz ist eng verbunden mit dem Konzept des *Random Walks*. Handeln Investoren im Durchschnitt rational, dann impliziert dies zufällige, von der Vergangenheit unabhängige (und damit nicht prognostizierbare) Wertpapierrenditen.³³⁵ Der Umkehrschluss gilt jedoch nicht. Ein Random Walk der Wertpapierrenditen impliziert keine Finanzmarkteffizienz, da kollektiv irrational gehandelt werden könnte. Black (1971) führt zur Zufälligkeit der Wertpapierrenditen weiter aus: „A perfect market for a stock is one in which there are no profits to be made by people who have no special information about the company, and in which it is difficult even for people who do have special information to make profits, because the price adjusts so rapidly as the information becomes available.... Thus we would like to see *randomness* in the prices of successive transactions, rather than great continuity.... Randomness means that a series of small upward movements (or

³³⁴ Arbitrage: Sicherer Gewinn ohne Einsatz von Kapital. Dabei kann zwischen der Differenzarbitrage und der Dominanzarbitrage unterschieden werden. Bei der Differenzarbitrage entsteht zum Zeitpunkt 0 ein sicherer Gewinn, hingegen steigt bei der Dominanzarbitrage erst am Periodenende in mindestens einem Zustand das Endvermögen. Siehe dazu Laux (2006), Seite 121.

³³⁵ Vergleich Samuelson (1965): „properly anticipated prices fluctuate randomly“.

13. Ökonometrische Besonderheiten

small downward movements) is very unlikely. If the price is going to move up, it should move up all at once, rather than in a series of small steps.... Large price movements are desirable, so long as they are not consistently followed by price movements in the opposite direction.“³³⁶

Das der Fundamentalbewertung zugrundeliegende Barwertkonzept zukünftiger Cash-Flows ist dabei konsistent mit der Random Walk Hypothese. Dies lässt sich mit dem Satz des iterierten Erwartungswertes (*Law of Iterated Expectations*) zeigen.³³⁷ Gegeben seien die Informationsmengen I_t und J_t zum Zeitpunkt t . Dabei gilt $I_t \subset J_t$; J_t beinhaltet also zusätzliche Informationen. Die Wertpapierrendite R sei abhängig von der gegebenen Informationsmenge, also $E[R|I_t]$ beziehungsweise $E[R|J_t]$. Dann besagt der Satz des iterierten Erwartungswertes $E[R|I_t] = E[E[R|J_t]|I_t]$. Die beste Prognose mit inferiorer Information I_t ist die Prognose der Prognose wenn man über die superiore Informationsmenge J_t verfügte. Vorgehende Gleichung lässt sich auch zu $E[R - E[R|J_t]|I_t] = 0$ umformen. Die inferiore Informationsmenge I_t lässt sich nicht zur Bestimmung des Prognosefehlers heranziehen, den man machte, wenn man über die superiore Informationsmenge J_t verfügte. Empirische Beobachtungen, wie beispielsweise Volatilitätscluster, haben in der akademischen Literatur zu Diskussionen über die Validität der Random Walk Hypothese geführt.

³³⁶Siehe Black (1971).

³³⁷Campbell, Lo und MacKinley (1997), Seite 23.

13.3. Finanzmarkteffizienzhypothese und aktive Asset Allokation

Tests, welche die Markteffizienz betreffen, sind mit dem *Joint Hypothesis Problem* behaftet: Entweder wird die Richtigkeit der Normalrendite des Marktmodells angenommen, oder zur Überprüfung des Marktmodells Markteffizienz unterstellt. Eine empirische Untersuchung zur Markteffizienz testet demnach immer auch noch die Hypothese der Richtigkeit des Marktmodells.³³⁸

Die Ausgestaltung der Managementkompensation kann zu einer Interessensangleichung von Managern und Investoren beitragen und die Agency-Kosten senken. Die Senkung der Agency-Kosten führt zu niedrigeren Kapitalkosten und damit zu einer höheren Bewertung der Unternehmung.³³⁹ Erscheint aufgrund theoretischer Überlegungen ein Zusammenhang zwischen Managementkompensation und Unternehmensbewertung plausibel und wird dieser Zusammenhang von den Marktteilnehmern berücksichtigt, dann führt nur jede *unerwartete* Änderung des Agency-Settings zu einer Preis- und damit Renditeanpassung. Ist ein gegebenes Agency-Setting bereits in den Preisen als Risikofaktor enthalten, dann würde dieses Wissen nicht mehr zur Generierung von risikoadjustierten Überrenditen reichen. Angenommen, es gäbe zwei Unternehmen, H und L. In Unternehmung H habe die Managementkompensation eine grössere Sensitivität gegenüber der Unternehmensperformance als in Unternehmung L. Die Investoren besitzen dieses Wissen bezüglich der Pay Performance Sensitivität und leiten daraus eine höhere Motivation des Managements der Unternehmung H ab. Sie werden bereit sein, einen entsprechend höheren Preis für die Unternehmensanteile von H zu bezahlen. Die Höhe entspricht dem Wert, der für beide Unternehmen die gleiche er-

³³⁸Siehe dazu Campbell, Lo und MacKinley (1997), Seite 24: „First, any test of efficiency must assume an equilibrium model that defines normal security returns. If efficiency is rejected, this could be because the market is truly inefficient or because an incorrect equilibrium model has been assumed. This joint hypothesis problem means that market efficiency as such can never be rejected.“

³³⁹Und vice versa. Siehe Jensen und Meckling (1976).

13. Ökonometrische Besonderheiten

wartete risikoadjustierte Rendite verspricht. Dieses Gedankenexperiment³⁴⁰ verdeutlicht, dass man durch Messung des Agency-Settings verschiedener Unternehmen zu einem bestimmten Zeitpunkt keine unterschiedlichen risikoadjustierten Renditen in den Folgeperioden beobachten kann. Die Betrachtung bezieht sich gewissermassen auf die *marktbewertete* Operating Performance, Unterschiede in der *buchbewerteten* Operating Performance mögen über eine längere Frist bestehen.

Damit eröffnen sich zwei Strategien, die den Risikofaktor Corporate Governance betreffen. Erstens stellt sich die Frage, wie effizient die Informationsverarbeitung hinsichtlich von Governance Mechanismen ist und zweitens, ob sich durch den Eingriff (insbesondere von institutionellen Investoren) in Governance Strukturen eine Steigerung des Unternehmenswertes erzielen lässt. Letzteres propagiert eine aktive Rolle des Investors (*Active Ownership*), welches sich nur bei einer bestimmten Mindestgrösse der Beteiligung lohnt, da die Gestaltung der Kontrollmechanismen mit Kosten verbunden ist.

Ausgehend von mindestens der halbstarken Form der Markteffizienz, müsste das Bekanntwerden der Einführung oder der Änderung eines Managementkompensationsplans und die daraus antizipierte Bedeutung für den Unternehmenswert eine sofortige Preisänderung bewirken. Dies würde implizieren, dass Änderungen der Managementkompensation für die Investoren beobachtbar und sie den Einfluss von Änderungen der Managementkompensation und damit eine Änderung der Agency-Kosten adäquat bewerten können.

³⁴⁰Siehe Murphy (1999).

13.3.2. Aktive Asset Allokation

Im Vergleich zu einer passiven Asset Allokation (zum Beispiel einer Indexstrategie) muss eine Strategie mit aktiver Titelselektion primär drei erhöhte Kostenblöcke tragen:

- Selektionskosten
- Transaktionskosten
- idiosynkratische Risiken

Eine der Haupteigenschaften der Finanzmarkttheorie besagt, dass nur die Übernahme systematischen Risikos mit einer Prämie abgegolten werde. Daher sollte bei der Beurteilung einer aktiven Portfoliostrategie die erzielte Rendite in Relation zu den eingegangenen Risiken gesetzt werden. Die Überrendite einer aktiven Portfoliostrategie ist relativ zu einem adäquaten Benchmark zu ermitteln, der hinsichtlich der ausgesetzten Risikokomponenten ähnlich ist. Die geeignete Masszahl³⁴¹ für die Evaluation des aktiv gemanagten Portfolios hängt vom Stellenwert in Bezug auf das Gesamtportfolio des Investors ab; zum Beispiel:

- Treynor-Ratio ($TR = \frac{r^a - r_f}{\beta_a}$),
- Sharpe-Ratio ($SR = \frac{r^a - r_f}{\sigma_a}$),
- Jensen's α .

Die Risikoabgeltung kann auch über den sogenannten Investment-Style präzisiert werden. In der wissenschaftlichen Literatur finden sich mehrere Eigenkapitalcharakteristiken, die imstande sind, Renditeattribution zu erklären.

³⁴¹Für eine ausführliche Diskussion siehe Schnedler (2003).

13. Ökonometrische Besonderheiten

Dazu zählen im Besonderen³⁴² ein Marktfaktor (*Market Beta*), ein Marktkapitalisierungsfaktor (*Size*)³⁴³, ein Faktor, der den Buchwert zum Marktwert berücksichtigt (*Value*)³⁴⁴ und ein Momentumfaktor (*Momentum*)³⁴⁵. Der Size-Faktor (SMB) ist im Fama-French Modell die Überrenditedifferenz zwischen der einfachen Durchschnittsrendite der drei „Small-Size“ (S/L, S/M, S/H) und der einfachen Durchschnittsrendite der drei „Big-Size“ (B/L, B/M, B/H) Portfolios. Der Value-Faktor (HML) misst die Überrenditedifferenz zwischen der einfachen Durchschnittsrendite der zwei „BE/MKTVAL-high“ (S/H, B/H) und der einfachen Durchschnittsrendite der zwei „BE/MKTVAL-low“ (S/L, B/L) Portfolios und nimmt damit einen „Book to Market Equity“-Effekt in das Modell auf. Im Fama-French Modell können SMB und HML als Näherung für relative Bonität aufgefasst werden (*Proxy for Financial Distress*). Die Regressionsgleichung für die Renditeerklärung (R_t^e : Portfoliorendite abzüglich des risikofreien Zinssatzes) einer aktiven Portfoliostrategie sähe dann wie folgt aus (ϵ_t : Störterm):

$$R_t^e = \alpha + \beta_1 \cdot R_{M,t}^e + \beta_2 \cdot \text{SMB}_t + \beta_3 \cdot \text{HML}_t + \beta_4 \cdot \text{Momentum}_t + \epsilon_t \quad (13.1)$$

Das α misst die Rendite, welche nicht durch die vier Risikofaktoren des Modells erklärt wird. Diese Überrendite wird dann der Selektionsfähigkeit des Investors zugeschrieben. Die Selektion könnte etwa aufgrund des Merkmals „Good Governance“ durch entsprechend ausgestaltete Managementkompensationsmechanismen erfolgen.

³⁴²Nachfolgende Renditeattributionsfaktoren siehe Gompers, Ishii und Metrick (2003), Seite 121. Zu diesem Vier-Faktor-Modell siehe auch Carhart (1997).

³⁴³Siehe Banz (1981) und Fama und French (1993).

³⁴⁴Siehe Fama und French (1993).

³⁴⁵Siehe Jegadeesh und Titman (1993).

13.4. Korrelation, Kausalität und Endogenität

Insbesondere bei der Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Corporate Governance Mechanismen und der Unternehmensperformance tritt das Problem der Endogenität auf.³⁴⁶ Eine Korrelation zwischen zwei Variablen erlaubt noch keine Aussage hinsichtlich des Kausalzusammenhangs. Theoretische Überlegungen plausibilisieren eine geringere und weniger effektive Monitoringaktivität seitens einer breit gestreuten³⁴⁷ Anteilseignerschaft im Gegensatz zu einigen wenigen³⁴⁸ Investoren. Angenommen, es lässt sich eine positive Korrelation zwischen der Anteilseignerkonzentration und der Unternehmensperformance messen. Dann ist nicht a priori klar, ob die grössere Performance auf ein erhöhtes Monitoring zurückzuführen, oder eine überdurchschnittliche Performance zu einer Konzentration der Anteilseignerschaft führt, da die Unternehmung besonders attraktiv für Investoren wirkt. Ähnlich argumentieren lässt sich bei nur geringer Anteilseignerschaft des Managements (*Insider Ownership*), welches zu höheren Agency-Kosten führt.³⁴⁹ Diese Kosten könnten durch ein höheres Niveau des Insider Ownership und daraus abgeleitete Interessenangleichung reduziert werden. Anders argumentieren Leland und Pyle (1977); gerade Manager erfolgreicher Firmen könnten Anteile fordern, da sie dann besonders profitieren. In frühen Studien zur Corporate Governance wurden Kontrollmechanismen als exogene Faktoren betrachtet. Mögliche Endogenität lässt sich teils mit Simultangleichungssystemen auffangen. Ein gewisser Aufschluss über Wirkungsrichtungen lassen sich mit einem Lagged-Value Ansatz erzielen, jedoch nicht *beweisen*.³⁵⁰

³⁴⁶Eine Übersicht findet sich in Börsch-Supan und Köke (2002).

³⁴⁷Siehe Grossman und Stiglitz (1980).

³⁴⁸*Blockholder* und institutionelle Investoren; siehe Shleifer und Vishny (1986).

³⁴⁹Siehe Jensen (1986).

³⁵⁰Siehe dazu zum Beispiel Brown und Caylor (2006), Seite 424.

13. Ökonometrische Besonderheiten

Es ist möglich, dass eine dritte, jedoch unbeobachtete Variable mit den beiden beobachteten Variablen korreliert und der gemessene Koeffizient nur eine Scheinkorrelation angibt.³⁵¹ Dies illustriert folgendes Beispiel: Unternehmen A hat mehr Marktmacht als Unternehmen B. Wenn Produktmarktkonkurrenz einen disziplinierenden Effekt auf das Management habe (im Sinne eines Corporate Governance Kontrollmechanismus), dann benötigte das Management von Unternehmen A ein höheres Niveau an Ownership als das Management von Unternehmen B, um eine Interessenangleichung zu erzielen. Unternehmen A zeigt jedoch aufgrund der Marktmacht eine höhere Profitrate als das Unternehmen B. In einer empirischen Analyse würde das Niveau des Insider Ownership positiv mit der Profitrate korrelieren. Der geschätzte Koeffizient zeigt aber nur eine zufällige Korrelation zwischen dem Insider Ownership und der Profitrate und keinen kausalen Zusammenhang durch die dahinterstehende Marktmacht an.³⁵² Bei der Aufstellung der Schätzgleichung sollten zudem mögliche Nichtlinearitäten in Betracht gezogen werden.

Bei der Analyse möglicher Effekte von Kontrollmechanismen muss beachtet werden, dass Schätzfehler aufgrund der Stichprobenwahl (*Selection Bias*) entstehen können. Bei der Untersuchung von kotierten Unternehmen (aufgrund guter Datenzugänglichkeit) besitzen diese die Eigenschaft, dass sie öffentlich gehandelt werden. Dies geht jedoch gerade mit bestimmten unternehmenskontrollrelevanten Vorschriften, Unternehmensgrösse und Unternehmensperformance einher; die Charakteristiken von nicht an Börsen gehandelten Unternehmen könnten von denen der Indexwerte abweichen. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine bestimmte Unternehmung demzufolge in der Stichprobe enthalten ist, hängt daher davon ab, dass diese nicht Konkurs gegangen ist

³⁵¹ Siehe Chung und Pruitt (1996), S. 1139 und Wallace (1997), Seite 297.

³⁵² Zu diesem Beispiel siehe Himmelberg, Hubbard und Palia (1999).

13.4. *Korrelation, Kausalität und Endogenität*

und von der Entscheidung, sich kotieren zu lassen. Beide Eigenschaften können abhängig von der Güte der Corporate Governance sein.³⁵³

³⁵³Siehe Börsch-Supan und Köke (2002).

14. Zusammenfassung Teil III

Im dritten Teil der Arbeit wird zunächst der Zusammenhang zwischen dem Kontrollmechanismus der Managementkompensation und der Unternehmensperformance dargelegt. Im Einzelnen werden Preisreaktionen, Veränderungen der Operating Performance, das Abstimmungsverhalten zu Planvorschlägen und implementierungsspezifische Unternehmenscharakteristiken behandelt. Besondere Beachtung wird dem Themenkomplex Insider Ownership zuteil. Die Managementkompensation stellt auch einen der Corporate Governance Mechanismen zur Kontrolle des Managers dar. Weitere Mechanismen umfassen die Struktur der Anteilseignerschaft, die Kapitalstruktur, die Struktur des Verwaltungsrats, den Produktmarkt Wettbewerb und den Markt für Unternehmenskontrolle. Corporate Governance Kontrollmechanismen können teils als Substitute aufgefasst werden. Die Partialbetrachtung wird daher erweitert auf eine Diskussion auch auf Studien, die multiple Kontrollmechanismen umfassen. Der Teil schliesst mit einer Diskussion ökonomischer Besonderheiten bei der Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Corporate Governance Mechanismen und der Unternehmensperformance. Im Einzelnen wird die Art der Messung der Corporate Governance und der Performance dargelegt. Messgrößen zur Bestimmung der Unternehmensperformance können in solche unterteilt werden, die Investorenerwartungen beinhalten und solche, die auf Buchwerten basieren. Bei der Methodik gelangen häufig Ereignisstudien oder Investmentstrategien zur Anwendung. Jeweils ein eigenes Kapitel widmet sich der Effektmessung im Kontext der Finanzmarkt effizienz-

14. Zusammenfassung Teil III

hypothese (EMH) und der Korrelationsmessung hinsichtlich konkurrierender theoretischer Wirkungsrichtungen und dem Aspekt unbeobachteter Variablen (Scheinkorrelation). Die EMH unterstreicht die Unterscheidung zwischen markt- und buchbewerteter Unternehmensperformance und impliziert, dass nur jede nicht antizipierte Änderung des Agency-Settings zu einer Preisanpassung führt. Dies eröffnet besondere Chancen für ein „Active Ownership“, um gegebene Governance Strukturen zu verändern. LBOs sind ein Beispiel dafür. Die Kosten für eine aktive Investorenrolle sind jedoch zu berücksichtigen. Die Empirie lässt keinen klaren Schluss zu, ob Informationen zu einem *gegebenen* Agency-Setting (woran die Managementkompensation einen Anteil hat), die Erwirtschaftung von abnormalen Renditen erlauben. Bei aktiven Portfoliostrategien müssen im Vergleich zu einer (passiven) Indexstrategie drei Kostenblöcke getragen werden: Selektionskosten, Transaktionskosten und unsystematische Risiken. Insbesondere durch eine Investment-Style-Analyse eines aktiven Portfolios lässt sich eruieren, welcher Teil der Rendite durch bekannte Risikofaktoren erklärt wird.

15. Konklusion und Ausblick

15.1. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die durch Trennung von Eigentum und Kontrolle an Unternehmen resultierenden Agency-Kosten können durch Corporate Governance Mechanismen reduziert werden. Corporate Governance kann als ein System aufgefasst werden, welches sicherstellen soll, dass die Investoren eine angemessene risiko-adjustierte Rendite auf ihr eingesetztes Kapital erhalten. Die Managementkompensation stellt auch einen wichtigen internen Kontrollmechanismus der Corporate Governance dar. Die Verknüpfung des Managervermögens mit dem Investorenvermögen kann zu einer Interessenangleichung führen. Die Anreizwirkung sinkt allerdings mit der Risikoaversion des Managers und dem Unternehmensrisiko.

Zentral in dieser Arbeit ist die *Bewertung* der Managementkompensation als Teil des Agency-Settings seitens der Investoren. Teil I der Arbeit stellt die theoretische Einbettung der Managementkompensation in die Neue Institutionenökonomik dar und gibt einen Überblick über die wichtigsten Kontrollmechanismen der Corporate Governance. Die Agency-Theorie motiviert eine Verknüpfung von Managervermögen und Investorenvermögen.

In Teil II der Arbeit erfolgt eine empirische Überprüfung dieses Zusammenhangs für branchenspezifische und zeitabhängige Elastizitäten. Weiters wer-

15. *Konklusion und Ausblick*

den die Interessen des Managements aufgezeigt und welche Anreize und Fehl-anreize ein Kompensationssystem zeitigen kann und stellt verstärkte Regu-lierungsbemühungen zur Managementkompensation im Zuge der Finanzkrise dar. Die Ausführungen zu den Anreizwirkungen orientieren sich nicht primär an bestimmten Kompensationsinstrumenten, sondern an den Aspekten Fi-nanzierung, Zuteilungs- und Auszahlungsmechanismen und hebt damit die Wichtigkeit der Parametrisierung von Kompensationsplänen für die Anreiz-wirkung, die Kosten für die Unternehmung, den Wert für den einzelnen Ma-nager und die Risiken hervor.

Bei der Begutachtung³⁵⁴ eines Kompensationssystems einer Unternehmung sollten die folgenden Aspekte mit einbezogen werden: Zentral ist die aus dem Prinzipal-Agent-Modell motivierte Verknüpfung des Managervermögens mit dem Investorenvermögen. Daraus leitet sich die unternehmensspezifische Risikoexposition des Managers, der Grad der Interessenübereinstimmung in temporärer Hinsicht und der Wert des Kompensationspakets für den Manager und die Kosten daraus für die Unternehmung ab. Die Stärke der Vermögens-verknüpfung von Managern und Investoren lässt sich grundsätzlich anhand der Pay-Performance-Sensitivität messen. Dabei zeigt sich, dass die Anreiz-wirkung mit steigender Risikoaversion des Managers und mit steigendem Un-ternehmensrisiko abnimmt, da die Manager versuchen, im Zuge der Maximie-rung der Vergütung, ihr firmenspezifisches Risiko zu minimieren. Dies ist für sie vor dem Hintergrund ihrer Humankapitalbindung an die Unternehmung auch rational. Zur Übereinstimmung hinsichtlich des Zeithorizonts zwischen Eigentümern und Managern sollte neben der Art der Instrumente vor allem die Auszahlungsmechanik begutachtet werden. In Abhängigkeit der individu-ellen Risikoaversion des Managers entsteht mitunter eine nicht unerhebliche

³⁵⁴Zu Forschungsfrage 1.

15.1. Zusammenfassung der Ergebnisse

Differenz zwischen dem Wert, den das Kompensationspaket für den Manager darstellt und den Kosten, welche für die Unternehmung resultieren. Der optimale Grad der Verwässerung ist zudem von der Liquiditätssituation der Unternehmung abhängig.

Teil III der Arbeit ist der Bewertung von Agency-Settings seitens der Investoren gewidmet. Managementkompensation bildet auch einen Kontrollmechanismus innerhalb des Corporate Governance Systems. Die Betrachtung wird daher nicht auf die Managementkompensation beschränkt, sondern um weitere Kontrollmechanismen ergänzt. Bei der empirischen Betrachtung des Zusammenhangs zwischen Managementkompensation als Teil des Corporate Governance Systems und der Unternehmensperformance ist bei der Effektmessung zwischen marktbewerteten und buchbewerteten Performancemas- sen zu unterscheiden, da bei effizienter Informationsverarbeitung der Finanzmarktteilnehmer eine Änderung des Agency-Settings und die daraus antizipierte Bedeutung für den Unternehmenswert sofortige Preisanpassungen der Unternehmensanteile zur Folge hätten. Eine daraus abgeleitete Investmentstrategie muss daher die dafür nötigen Selektionskosten für die Informationsgewinnung, Transaktionskosten und idiosynkratische Risiken abdecken. Bei entsprechender Kontrollmöglichkeit kann für Investoren auch eine aktive Rolle bei der Gestaltung des Corporate Governance Systems (Active Ownership) zum Tragen kommen, die allerdings auch mit Kosten verbunden ist und zudem auch den übrigen Anteilseignern zugute kommt (Free-Riding).

Studien zur Analyse eines Performanceeffekts durch die Managementkompensation können in drei Gruppen eingeteilt werden.³⁵⁵ Die erste Gruppe fasst die Implementierung eines Kompensationsplans als ein Zeichen des Ma-

³⁵⁵Zu Forschungsfrage 3 siehe auch nächsten Absatz.

15. *Konklusion und Ausblick*

nagements auf, dass dieses mit einer zukünftigen Performanceverbesserung rechnet (Signalling) und daher als Begünstigte von einer solchen Implementierung profitiert. Die zweite Gruppe nennt die aus dem Prinzipal-Agent-Modell abgeleitete Interessenangleichung zwischen Investoren und Managern, die zu einer Performanceverbesserung führt (Alignment). Die dritte Gruppe verneint einen Zusammenhang zwischen der Managementkompensation und der Unternehmensperformance und hebt die Bedeutung anderer Corporate Governance Kontrollmechanismen hervor. Aufgrund der bisherigen rudimentären Offenlegungspraxis, die über die Höhe einzelner Vergütungskomponenten hinausgeht und einen erweiterten Einblick in die eigentliche Kompensationsplanmechanik erlaubt, war die differenzierte Analyse bestimmter aus der Planmechanik folgender Anreizwirkungen nur beschränkt möglich. Es besteht jedoch Evidenz dafür, dass Begünstigte sich an solchen Zielgrößen orientieren, die ihre Kompensation maximieren. Diese Zielgrößen sind im schlechten Fall nicht im Investoreninteresse.

Die Verwendung von Eigenkapitalinstrumenten in der Kompensation schafft eine direkte, die Verwendung von Kompensationskomponenten, welche Eigenkapitalcharakteristiken haben, eine indirekte Verbindung zur Managerbeteiligung am Unternehmen. Die Managementkompensation beinhaltet daher auch Elemente von Insider Ownership und kann als beeinflussender Faktor der Anteilseignerstruktur aufgefasst werden; welche zusätzlich als wichtiger Kontrollmechanismus im Corporate Governance System identifiziert wurde. Bei der Untersuchung zwischen Insider Ownership und der Unternehmensperformance haben sich drei Theoriestränge herausgebildet. Die ersten beiden Theoriestränge postulieren eine optimale Anteilseignerschaft des Managements, die zum einen in Abhängigkeit von internen Kontrollmechanismen und im anderen Fall in Abhängigkeit von externen Marktmechanismen bestimmt wird. Den Ergebnissen des Prinzipal-Agent-Modells folgend, nennt

der dritte Strang eine Abhängigkeit der Unternehmensperformance vom Insider Ownership aufgrund der Interessenangleichungshypothese (Alignment). Teils wird jedoch auch ein gegenläufiger Effekt ab einer bestimmten Höhe der Managerbeteiligung beobachtet. Man spricht dann von der Entrenchmenthypothese. Diese geht vom Konsum privater Annehmlichkeiten des Managers ab einem gewissen Unternehmensanteil aus, welcher der Manager hält. Der Konsum privater Annehmlichkeiten wird dem Manager mangels effektiver Kontrolle durch andere Investoren erleichtert.

Studien, die einen Zusammenhang zwischen der Güte Corporate Governance und der Unternehmensperformance untersuchen, lassen keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu. Es besteht Evidenz dafür, dass die einzelnen Kontrollmechanismen nicht voneinander unabhängig und Substitutionseffekte zu beobachten sind. Zwar gibt es Anzeichen dafür, dass Agency-Kosten Auswirkungen auf die Operating Performance haben, jedoch ein antizipiertes Agency-Setting in den Aktienpreisen enthalten ist und demzufolge nur unerwartete Änderungen zu abnormalen Renditen führen.

15.2. Praxisimplikationen

Das Zusammenwirken aller Corporate Governance Mechanismen in einer Umweltsituation bestimmt das Agency-Setting. Für Institutionelle besteht die Möglichkeit einer aktiveren Investorenrolle auch im Hinblick auf ein Einwirken auf eine Veränderung des Agency-Settings. Für Kleinanleger ist vermehrt durch Offenlegung und Abstimmung die Bewertung einer Corporate Governance Situation von Relevanz. Die Bewertung betrifft Aspekte wie die Kosten für die Unternehmung (Verwässerung des Eigenkapitals beziehungsweise Liquiditätsabfluss), den Wert und die Anreizwirkung für die Begünstigten, das Risiko und den Zeithorizont und die Symmetrie der Partizipation. Die Kom-

15. *Konklusion und Ausblick*

pensation hat als Mechanismus mehrere Aufgaben zu erfüllen. Das Vergütungsniveau ist auch ein Aspekt. Leistungsanreize entstehen nicht nur durch monetäre Vergütung und das Ausmass der Agency-Kosten ist von einer Vielzahl von Faktoren abhängig. Partizipation bedeutet in der Praxis die sorgfältige Definition des Leistungsindikators.

Variable Vergütung umfasst im Sprachgebrauch auch Wechselprämien, Bleibeprämien oder versteckte quasi-fixe Vergütungsbestandteile („garantierte Boni“). Wünschenswert ist eine Versachlichung der öffentlichen Diskussion zur Managervergütung. Hier muss mehr Klarheit geschaffen werden, welche Bestandteile zur Erreichung eines bestimmten Vergütungsniveaus (Preis für Managertalent versus Aneignung von Investorenvermögen durch besondere Machtfülle des Managements) verwendet werden und welche Komponenten wirkliche Partizipation unternehmerischen Charakters bedeuten.

Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass Corporate Governance nicht mehr nur die Ressourcenaufteilung zwischen dem Management und den Investoren, sondern potentiell auch die Steuerzahler aufgrund systemrelevanter Institutionen betrifft. Die Finanzindustrie steht im Begriff, einen Standard für eine symmetrischere Partizipation (Clawback- beziehungsweise Bonus-Malus-Systeme) zu definieren und damit insbesondere im Trading das Risiko angemessener in die Zielfunktion zu integrieren. Für Unternehmen sollte die Gestaltung der Managementkompensation und damit des Corporate Governance Systems als eine Chance und nicht als eine Bürde wahrgenommen werden, welche das kapitalkostenrelevante „Governance Risiko“ mitbestimmt.³⁵⁶

³⁵⁶Zu den Forschungsfragen 2 und 5.

Für Investoren sollte deutlich geworden sein, dass eine isolierte Betrachtung der Managementkompensation im Anlageprozess allein nicht zielführend ist.³⁵⁷ Corporate Governance und die Managementkompensation als eine Kontrollkomponente in diesem System stellt aber einen Risikofaktor neben anderen dar, der jedoch für die Effizienz und Effektivität des Humankapitals in der längeren Investitionsfrist im Vergleich zu externen Risikofaktoren an Bedeutung gewinnt. Institutionelle haben in der Rolle eines aktiven Investors die Möglichkeit, das unternehmensspezifische Governance Risiko zu beeinflussen und damit den Unternehmenswert unter Umständen zu steigern. Es muss aber auch betont werden, dass Corporate Governance und damit die Managementkompensation kein Ersatz für ein wettbewerbsfähiges Geschäftsmodell sein kann.

15.3. Ausblick auf weitere Forschung

Dieser Ausblick geschieht zu einem Zeitpunkt³⁵⁸, an dem bereits einzelne Finanzinstitute³⁵⁹ die Rückzahlung staatlicher Finanzhilfen vehement vorantreiben, um unter anderem den damit einhergehenden Auflagen zur Executive Compensation zu entgehen. Was als Subprime Hypothekarkrise begann, hat längst die Realwirtschaft in einer in der westlichen Welt seit Jahrzehnten nicht geschehener Stärke erreicht. In einer Krise treten Systemschwächen verstärkt hervor. Erst künftige Forschung wird dies umfassend beurteilen können, aber eine gewisse Relevanz ist dem Themenkomplex Corporate Governance und Managementkompensation bei der Ursachenforschung sicher nicht abzuspüren. Dies unterstreichen auch verstärkte Regulierungsbemühungen in diesem Bereich. Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass der

³⁵⁷Zu Forschungsfrage 4.

³⁵⁸Im April 2009.

³⁵⁹Zum Beispiel die Goldman Sachs Group in den USA.

15. Konklusion und Ausblick

(Finanz-) Markt als Institution zur Abstrafung schlechter unternehmerischer Leistung dort versagt hat, wo eine (vermutete) Systemrelevanz zu staatlichen Hilfsmassnahmen geführt hat. Diese Dimension verleiht der Corporate Governance und dem Kontrollmechanismen der Managementkompensation eine neue Qualität, die das Erfordernis über die Sicherstellung einer risikoadjustierten Rendite für die Investoren erweitert. Die Zeit und zukünftige Forschung wird zeigen, ob die Finanzkrise eine Zäsur in der Managementkompensation darstellt. Eine mögliche Zäsur in der Managementkompensation umfasst einerseits das Vergütungs*niveau*, andererseits strukturelle Aspekte wie die Risikotragung, die Länge der Performanceperiode, die Leistungsindikatoren, die Auszahlungsmodalitäten (Clawback-Systeme) und erweiterte Mitsprachemöglichkeiten seitens der Aktionäre. Insbesondere eine weitergehende Offenlegung in Richtung Planmechanik und Abstimmungsmöglichkeiten bezüglich der Managementvergütung eröffnen neue Forschungsperspektiven auch im Hinblick auf die Bewertung von Agency-Settings seitens der Investoren.

Abkürzungsverzeichnis

2/3SLS	2/3 Stage Least Squares
AAR	Average Abnormal Return
ABl.	Amtsblatt (der EU)
ADR	American Depository Receipts (von US-amerikanischen Depotbanken in den USA ausgegebene, auf USD lautende Aktienzertifikate auf Aktien, die nicht in den USA kotiert sind)
AIG	American International Group (US-amerikanischer Versicherungskonzern)
AktG	Aktiengesetz (Deutschland)
AMEX	American Stock Exchange
APB	Auditing Practices Board (USA), Teil des Financial Reporting Council (FRC)
Art.	Artikel
BE	Buchwert des Eigenkapitals
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CARs	Cumulative Abnormal Returns
CD&A	Compensation Discussion and Analysis (USA)
CDO	Collateralized Debt Obligation; Spezialform eines forderungsbesicherten Wertpapiers, strukturiertes Kreditprodukt

Abkürzungsverzeichnis

CEO	Chief Executive Officer (Geschäftsführer)
CF	Cash Flow
CFO	Chief Financial Officer (Finanzvorstand)
CH	Confoederatio Helvetica (Schweiz)
COV	Kovarianz
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
dt.	deutsch
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
EG	Europäische Gemeinschaft
EMH	Efficient Market Hypothesis (Effizienzhypothese für Finanzmärkte)
engl.	englisch
ESO	Executive/Employee Stock Option; Aktienoption für eine Führungskraft
EU	Europäische Union
EVA [®]	Economic Value Added; Residualgewinngrösse (EVA ist eine Marke von Stern Stewart & Co.)
f.	folgende (Seite)
FAS(B)	Federal Accounting Standard (Board) (USA)
F&E	Forschung und Entwicklung
FMStFV	Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung (Deutschland)
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz (Deutschland)
FSA	Financial Services Authority (Grossbritannien)
GL	Geschäftsleitung

HGB	Handelsgesetzbuch (Deutschland)
HML	High minus Low; Fama-French Multifaktor Modell
IFRS	International Financial Reporting Standards
IO	Insider Ownership
IPO	Initial Public Offering
IRC	Internal Revenue Code (Steuergesetzgebung USA)
IRRC	Investor Responsibility Research Center
ISO(P)	Incentive Stock Option (Plan); Mitarbeiteroption (-splan)
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (Deutschland)
KPI	Key Performance Indicator
LB	Landesbank
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
LBO	Leveraged Buyout (dt.: fremdfinanzierte Übernahme)
LTI	Long Term Incentive (langfristig ausgelegter, am nachhaltigen Unternehmenserfolg orientierter Kompensationsbestandteil, meist aktienbasiert)
MBO	Management Buyout
Mio.	Millionen
MKTVAL	Marktwert des Eigenkapitals
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NOPAT	Net Operating Profit After Tax; Nettobetriebsgewinn nach Steuern vor Zinsen

Abkürzungsverzeichnis

NPV	Net Present Value; Nettobarwert
NQSOP	Non-Qualified Stock Option Plan
NYSE	New York Stock Exchange
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLS	Ordinary Least Squares; Methode der kleinsten Quadrate
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
PPS	Pay Performance Sensitivität
QSOP	Qualified Stock Option Plan
RLCG	Richtlinie betreffend Corporate Governance (CH)
RLMT	Richtlinie betreffend Offenlegung von Management- Transaktionen (CH)
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
RPE	Relative Performance Evaluation; relative Leistungsmes- sung
SAR	Stock Appreciation Right; Wertsteigerungsrechte: im We- sentlichen wird dem Inhaber die Differenz zwischen dem Marktpreis des Underlyings und des Ausübungspreises bei Ausübung in bar ausbezahlt.
schweiz.	schweizerisch
SEC	Securities and Exchange Commission (Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde in den USA)

SFAS	Statements of Financial Accounting Standards (USA)
SIC	Standard Industrial Classification, von der SEC noch verwendetes Industrieklassifikationsschema
SMB	SMALL minus Big Portfolio, Fama-French Multifaktor Modell
S&P	Standard and Poor's (Teil von McGraw-Hill Companies, Inc.)
S&P 1500	Aktienindex, welcher Unternehmen des S&P 500 (Large Cap), S&P MidCap 400 und des S&P SmallCap 600 umfasst.
SR	Sharpe-Ratio
SWX	Swiss Exchange (Schweizer Börse)
TR	Treynor-Ratio
TSR	$\frac{S_1 - S_0 + (\text{Dividenden, Bezugsrechte})}{S_0}$; Total Shareholder Return (inkl. Dividenden)
u.a.	unter anderem
UK	Vereinigtes Königreich (Grossbritannien und Nordirland)
US(A)	Vereinigte Staaten (von Amerika)
USD	US-amerikanischer Dollar
VAR	Varianz
vgl.	vergleiche
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (Deutschland)
VR	Verwaltungsrat
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz (Deutschland)
Ziff.	Ziffer

Literaturverzeichnis

- [Aboody 1996] ABOODY, David: Market Valuation of Employee Stock Options. In: *Journal of Accounting and Economics* 22 (1996), S. 357–391
- [Aboody und Kasznik 2000] ABOODY, David ; KASZNIK, Ron: CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures. In: *Journal of Accounting and Economics* 29 (2000), S. 73–100
- [Abowd 1990] ABOWD, John M.: Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance? In: *Industrial and Labor Relations Review* 43 (1990), Nr. 3, S. 52–73. – ISSN 00197939
- [Acharya u. a. 2000] ACHARYA, Viral V. ; JOHN, Kose ; SUNDARAM, Rangarajan K.: On the Optimality of Resetting Executive Stock Options. In: *Journal of Financial Economics* 57 (2000), S. 65–101
- [Acharya und Volpin 2008] ACHARYA, Viral V. ; VOLPIN, Paolo F.: Corporate Governance Externalities. In: *SSRN eLibrary* (2008)
- [Aggarwal und Samwick 1999a] AGGARWAL, R. ; SAMWICK, A.: The Other Side of the Tradeoff: the Impact of Risk on Executive Compensation. In: *Journal of Political Economy* 107 (1999), Nr. 1, S. 65–105
- [Aggarwal und Samwick 1999b] AGGARWAL, Rajesh K. ; SAMWICK, Andrew A.: Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative

Literaturverzeichnis

- Performance Evaluation: Theory and Evidence. In: *The Journal of Finance* 54 (1999), December, Nr. 6
- [Agrawal und Knoeber 1996] AGRAWAL, A. ; KNOEBER, C. R.: Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (1996), September, Nr. 3, S. 377–397
- [Agrawal und Mandelker 1987] AGRAWAL, Anup ; MANDELKER, Gershon N.: Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. In: *The Journal of Finance* 42 (1987), Nr. 4, S. 823–837
- [Alchian und Demsetz 1972] ALCHIAN, Armen A. ; DEMSETZ, Harold: Production, Information Costs, and Economic Organization. In: *American Economic Review* 62 (1972), December, Nr. 5, S. 777–795
- [Ammann und Seiz 2005] AMMANN, Manuel ; SEIZ, Ralf: An IFRS 2 and FASB 123 (r) Compatible Model for the Valuation of Employee Stock Options. In: *Financial Markets and Portfolio Management* 19 (2005), Nr. 4, S. 381–396
- [Baily und Gersbach 1995] BAILY, M. N. ; GERSBACH, H.: Efficiency in Manufacturing and the Need for Global Competition. In: *Brookings Papers on Economic Activity (Microeconomics)* (1995), S. 307–347
- [Baker 1992] BAKER, George P.: Incentive Contracts and Performance Measurement. In: *The Journal of Political Economy* 100 (1992), June, Nr. 3, S. 598–614. – ISSN 0022-3808
- [Baker u. a. 1988] BAKER, George P. ; JENSEN, Michael C. ; MURPHY, Kevin J.: Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. In: *The Journal of Finance* 43 (1988), July, Nr. 3, S. 593–616

- [Banz 1981] BANZ, Rolf W.: The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. In: *Journal of Financial Economics* 9 (1981), Nr. 1, S. 3–18
- [Barnhart u. a. 1994] BARNHART, S. W. ; MARR, M. W. ; ROSENSTEIN, S.: Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence. In: *Managerial and Decision Economics* 15 (1994), Nr. 4, S. 329–340
- [Bebchuk und Fried 2003] BEBCHUK, Lucian A. ; FRIED, Jesse M.: Executive Compensation as an Agency Problem. In: *The Journal of Economic Perspectives* 17 (2003), Nr. 3, S. 71–92. – ISSN 0895-3309
- [Bebchuk u. a. 2001] BEBCHUK, Lucian A. ; FRIED, Jesse M. ; WALKER, David I.: Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? In: *NBER Working Paper Series* (2001), Nr. 8661
- [Bebchuk u. a. 2002] BEBCHUK, Lucien A. ; FRIED, Jesse M. ; WALKER, David I.: Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. In: *The University of Chicago Law Review* 69 (2002), S. 751–846
- [Beiner u. a. 2004] BEINER, Stefan ; DROBETZ, Wolfgang ; SCHMID, Markus ; ZIMMERMANN, Heinz: An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland. In: *ECGI - Finance Working Paper* (2004), January, Nr. 34
- [Berger und Ofek 1994] BERGER, P.G. ; OFEK, E.: Diversification's Effect on Firm Value. In: *Journal of Financial Economics* 37 (1994), Nr. 1, S. 39–65
- [Berger u. a. 1997] BERGER, Philip G. ; OFEK, Eli ; YERMACK, David L.: Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. In: *The Journal of Finance* 52 (1997), September, Nr. 4, S. 1411–1438

Literaturverzeichnis

- [Berle und Means 1932] BERLE, Adolph ; MEANS, Gardiner C.: *The Modern Corporation and Private Property*. New York : Macmillan, 1932
- [Bernstein 1999] BERNSTEIN, Peter L.: Why the Efficient Market Offers Hope to Active Management. In: *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (1999), Summer, Nr. 2
- [Bettis u. a. 2001] BETTIS, J. C. ; BIZJAK, John M. ; LEMMON, Michael L.: Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders. In: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (2001), September, Nr. 3, S. 345–370. – ISSN 0022-1090
- [Bhagat u. a. 1990] BHAGAT, Sanjay ; SHLEIFER, Andrei ; VISHNY, Robert: Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization. In: *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, Special Issue* (1990), S. 1–72
- [Bizjak u. a. 1993] BIZJAK, John M. ; BRICKLEY, James A. ; COLES, Jeffrey L.: Stock-Based Incentive Compensation and Investment Behavior. In: *Journal of Accounting and Economics* 16 (1993), S. 349–372
- [Black 1971] BLACK, Fischer: Toward a Fully Automated Exchange. In: *Financial Analysts Journal* 27 (1971), July/August, Nr. 4, S. 28–35
- [Black und Scholes 1973] BLACK, Fischer ; SCHOLES, Myron: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. In: *The Journal of Political Economy* 81 (1973), May/June, Nr. 3, S. 637–654
- [Börsch-Supan und Köke 2002] BÖRSCH-SUPAN, Axel ; KÖKE, Jens: An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies. In: *German Economic Review* 3 (2002), Nr. 3, S. 295–326

- [Brenner u. a. 2000] BRENNER, Menachem ; SUNDARAM, Rangarajan K. ; YERMACK, David: Altering the Terms of Executive Stock Options. In: *Journal of Financial Economics* 57 (2000), S. 103–128
- [Bricker und Chandar 2000] BRICKER, Robert ; CHANDAR, Nandini: Where Berle and Means Went Wrong: A Reassessment of Capital Market Agency and Financial Reporting. In: *Accounting, Organizations and Society* 25 (2000), S. 529–554
- [Brickley u. a. 1988] BRICKLEY, J. A. ; LEASE, R. C. ; C. W. SMITH, Jr.: Ownership Structure and Voting on Anti-Takeover Amendments. In: *Journal of Financial Economics* 20 (1988), S. 267–291
- [Brickley u. a. 1985] BRICKLEY, James A. ; BHAGAT, Sanjai ; LEASE, Ronald C.: The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth. In: *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985), S. 115–129
- [Brooks u. a. 2001] BROOKS, Raymond M. ; MAY, Don O. ; MISHRA, Chandra S.: The Performance of Firms Before and After They Adopt Accounting-Based Performance Plans. In: *The Quarterly Review of Economics and Finance* 41 (2001), S. 205–222
- [Brown und Caylor 2006] BROWN, Lawrence D. ; CAYLOR, Marcus L.: Corporate Governance and Firm Valuation. In: *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (2006), S. 409–434
- [Campbell und Wasley 1999] CAMPBELL, Cynthia J. ; WASLEY, Charles E.: Stock-Based Incentive Contracts and Managerial Performance: The Case of Ralston Purina Company. In: *Journal of Financial Economics* 51 (1999), S. 195–217

Literaturverzeichnis

- [Campbell u. a. 1997] CAMPBELL, John Y. ; LO, W. ; MACKINLEY, A. C.: *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, N.J. : Princeton University Press, 1997
- [Carhart 1997] CARHART, Mark M.: On Persistence in Mutual Fund Performance. In: *The Journal of Finance* 52 (1997), Nr. 1, S. 57–82
- [Carpenter 1998] CARPENTER, J.: The Exercise and Valuation of Executive Stock Options. In: *Journal of Financial Economics* 48 (1998), Nr. 2, S. 127–158
- [Carter und Lynch 2001] CARTER, Mary E. ; LYNCH, Luann J.: An Examination of Executive Stock Option Repricing. In: *Journal of Financial Economics* 61 (2001), S. 207–225
- [Chidambaran und Prabhala 2003] CHIDAMBARAN, N.K. ; PRABHALA, Nagpurnanand R.: Executive Stock Option Repricing, Internal Governance Mechanisms, and Management Turnover. In: *Journal of Financial Economics* 69 (2003), S. 153–189
- [Cho 1998] CHO, M.-H.: Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. In: *Journal of Financial Economics* 47 (1998), S. 103–121
- [Chung und Pruitt 1996] CHUNG, K. H. ; PRUITT, S. W.: Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation: A Unifying Framework. In: *Journal of Banking & Finance* 20 (1996), Nr. 7, S. 1135–1159
- [Coase 1937] COASE, R. H.: The Nature of the Firm. In: *Economica* 4 (1937), November, Nr. 16, S. 386–405
- [Coase 1992] COASE, R. H.: The Institutional Structure of Production. In: *American Economic Review* 82 (1992), Nr. 4

- [Cole und Mehran 1998] COLE, Rebel A. ; MEHRAN, Hamid: The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry. In: *Journal of Financial Economics* 50 (1998), S. 291–317
- [Coles u. a. 2006] COLES, Jeffrey L. ; DANIEL, Naveen D. ; NAVEEN, Lalitha: Managerial Incentives and Risk-Taking. In: *Journal of Financial Economics* 79 (2006), S. 431–468
- [Comment und Jarrell 1995] COMMENT, Robert ; JARRELL, Gregg A.: Corporate Focus and Stock Returns. In: *Journal of Financial Economics* 37 (1995), S. 67–87
- [Conyon 1997] CONYON, M.J.: Corporate Governance and Executive Compensation. In: *International Journal of Industrial Organization* 15 (1997), S. 493–509
- [Core u. a. 2006] CORE, J. ; GUAY, W. ; RUSTICUS, T.: Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. In: *Journal of Finance* 41 (2006), Nr. 2, S. 655–687
- [Core u. a. 2003] CORE, John E. ; GUAY, Wayne ; LARCKER, David F.: Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. In: *Economic Policy Review* 9 (2003), April, Nr. 1, S. 27–50
- [Core u. a. 1999] CORE, John E. ; HOLTHAUSEN, Robert W. ; LARCKER, David F.: Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. In: *Journal of Financial Economics* 51 (1999), S. 371–406
- [Core und Larcker 2002] CORE, John E. ; LARCKER, David F.: Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership. In: *Journal of Financial Economics* 64 (2002), S. 317–340

Literaturverzeichnis

- [Coughlan und Schmidt 1985] COUGHLAN, Anne T. ; SCHMIDT, Ronald M.: Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance. In: *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985), S. 43–66
- [Cremers und Nair 2005] CREMERS, K. J. M. ; NAIR, Vinay B.: Governance Mechanisms and Equity Prices. In: *The Journal of Finance* 60 (2005), Nr. 6, S. 2859–2894. – ISSN 00221082
- [Cui und Mak 2002] CUI, H. ; MAK, Y. T.: The Relationship between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms. In: *Journal of Corporate Finance* 8 (2002), Nr. 4, S. 313–336
- [Davies u. a. 2005] DAVIES, J.R. ; HILLIER, David ; MCCOLGAN, Patrick: Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value. In: *Journal of Corporate Finance* 11 (2005), S. 645–660
- [DeAngelo u. a. 1984] DEANGELO, Harry ; DEANGELO, Linda ; RICE, Edward: Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth. In: *Journal of Law and Economics* 27 (1984), S. 367–401
- [DeFusco u. a. 1990] DEFUSCO, Richard A. ; JOHNSON, Robert R. ; ZORN, Thomas S.: The Effect of Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. In: *The Journal of Finance* 45 (1990), June, Nr. 2, S. 617–627
- [Demsetz 1983] DEMSETZ, Harold: The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. In: *Journal of Law and Economics* 26 (1983), Nr. 2, S. 375–390
- [Demsetz und Lehn 1985] DEMSETZ, Harold ; LEHN, Kenneth: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. In: *The Journal of Political Economy* 93 (1985), December, Nr. 6, S. 1155–1177

- [Demsetz und Villalonga 2001] DEMSETZ, Harold ; VILLALONGA, Belén: Ownership Structure and Corporate Performance. In: *Journal of Corporate Finance* 7 (2001), S. 209–23
- [Denis 2001] DENIS, Diane K.: Twenty-Five Years of Corporate Governance Research ... and Counting. In: *Review of Financial Economics* 10 (2001), S. 191–212
- [Drobetz u. a. 2004] DROBETZ, W. ; SCHILLHOFER, A. ; ZIMMERMANN, H.: Corporate Governance and Expected Returns: Evidence from Germany. In: *European Financial Management* 10 (2004), S. 267–293
- [EESA 2008] EESA: *Treasury Announces Executive Compensation Rules Under the Emergency Economic Stabilization Act*. October 2008. – URL <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1208.htm>. – Zugriffsdatum: 24.02.2009
- [Ethos 2008] ETHOS: *Aktionärsanträge „Say on Pay“*. 2008. – URL http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p222d_080923_Dossier_Ethos_Aktionrsantrge.pdf. – Zugriffsdatum: 24.02.2009.
- [Ethos 2009] ETHOS: *Grundsätze zur Corporate Governance*. 2009. – URL http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p192d_080115_Grundstze_zur_Corporate_Governance_und_Richtlinien_zur_Ausbung_der_Stimmrechte_.pdf. – Zugriffsdatum: 26.02.2009
- [Fama 1970] FAMA, Eugene F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: *The Journal of Finance* 25 (1970), Nr. 2, S. 383–417
- [Fama 1980] FAMA, Eugene F.: Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *The Journal of Political Economy* 88 (1980), April, Nr. 2, S. 288–307

Literaturverzeichnis

- [Fama und French 1993] FAMA, Eugene F. ; FRENCH, Kenneth R.: Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. In: *Journal of Financial Economics* 33 (1993), S. 3–56
- [Fama und Jensen 1983] FAMA, Eugene F. ; JENSEN, Michael C.: Agency Problems and Residual Claims. In: *Journal of Law and Economics* 26 (1983), Nr. 2, S. 327–349
- [French 2009] FRENCH, Kenneth R.: *Data Library*. 2009. – URL http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html. – Zugriffsdatum: 28.02.2009
- [Gächter 2008] GÄCHTER, Guy M.: *Managementvergütungen: Grundlagen, Kompetenzen und Verfahren*. Zürich, Universität St. Gallen, Dissertation, 2008
- [Garvey und Milbourn 2006] GARVEY, Gerald T. ; MILBOURN, Todd T.: Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives are Rewarded for Good Luck but not Penalized for Bad. In: *Journal of Financial Economics* 82 (2006), S. 197–225
- [Gaver und Gaver 1995] GAVER, J. J. ; GAVER, K. M.: Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. In: *Financial Management* 24 (1995), Nr. 1, S. 19–32
- [Gaver und Gaver 1993] GAVER, Jennifer J. ; GAVER, Kenneth M.: Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. In: *Journal of Accounting and Economics* 16 (1993), S. 125–160
- [Gaver u. a. 1992] GAVER, Jennifer J. ; GAVER, Kenneth M. ; BATTISTEL, George P.: The Stock Market Reaction to Performance Plan Adoptions. In: *The Accounting Review* 67 (1992), January, Nr. 1, S. 172–182

- [Gibbons und Murphy 1992] GIBBONS ; MURPHY: Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns. In: *Journal of Political Economy* (1992), S. 468–505
- [Gibbons und Murphy 1990] GIBBONS, Robert ; MURPHY, Kevin J.: Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers. In: *Industrial and Labor Relations Review* 43 (1990), February, Nr. 3, S. 30–51. – ISSN 0019-7939
- [Gillan 2001] GILLAN, Stuart L.: Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box? In: *Journal of Applied Corporate Finance* 14 (2001), Nr. 2, S. 115–128
- [Gilson und Vetsuypens 1993] GILSON, Stuart C. ; VETSUYPENS, Michael R.: CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. In: *The Journal of Finance* 48 (1993), June, Nr. 2, S. 425–458
- [Gompers u. a. 2003] GOMPERS, Paul A. ; ISHII, Joy L. ; METRICK, Andrew: Corporate Governance and Equity Prices. In: *The Quarterly Journal of Economics* 118 (2003), February, S. 107–155
- [Grossman und Hard 1980] GROSSMAN, Sanford J. ; HARD, Oliver D.: Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. In: *Bell Journal of Economics* 11 (1980), S. 42–64
- [Grossman und Hart 1983] GROSSMAN, Sanford J. ; HART, Oliver D.: An Analysis of the Principal-Agent Problem. In: *Econometrica* 51 (1983), January, Nr. 1, S. 7–45. – ISSN 0012-9682
- [Grossman und Stiglitz 1980] GROSSMAN, Sanford J. ; STIGLITZ, Joseph E.: On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. In: *American Economic Review* 70 (1980), June, Nr. 3, S. 393–408

Literaturverzeichnis

- [Grullon und Michaely 2002] GRULLON, Gustavo ; MICHAELY, Roni: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. In: *The Journal of Finance* 57 (2002), Nr. 4, S. 1649–1684
- [Hall 2000] HALL, Brian J.: What You Need to Know about Stock Options. In: *Harvard Business Review* 78 (2000), S. 121–129
- [Hall und Liebman 1998] HALL, Brian J. ; LIEBMAN, Jeffrey B.: Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? In: *The Quarterly Journal of Economics* 113 (1998), August, Nr. 3, S. 653–691
- [Hall und Murphy 2000] HALL, Brian J. ; MURPHY, Kevin J.: Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options. In: *The American Economic Review* 90 (2000), May, Nr. 2, S. 209–214
- [Hall und Murphy 2002] HALL, Brian J. ; MURPHY, Kevin J.: Stock Options for Undiversified Executives. In: *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002), S. 3–42
- [Hall und Murphy 2003] HALL, Brian J. ; MURPHY, Kevin J.: The Trouble with Stock Options. In: *The Journal of Economic Perspectives* 17 (2003), Summer, Nr. 3, S. 49–70
- [Hambrick und Finkelstein 1995] HAMBRICK, D.C. ; FINKELSTEIN, S.: The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises. In: *Strategic Management Journal* 16 (1995), S. 175–193
- [Hart 1983] HART, Oliver D.: Optimal Labour Contracts Under Asymmetric Information: An Introduction. In: *The Review of Economic Studies* 50 (1983), January, Nr. 1, S. 3–35. – ISSN 0034-6527
- [Hart 1995a] HART, Oliver D.: Corporate Governance: Some Theory and Implications. In: *The Economic Journal* 105 (1995), May, S. 678–689

- [Hart 1995b] HART, Oliver D.: *Firms, Contracts, and Financial Structure*.
New York : Oxford University Press, 1995
- [Hartzell und Starks 2003] HARTZELL, Jay C. ; STARKS, Laura T.: Institutional Investors and Executive Compensation. In: *The Journal of Finance* 58 (2003), December, Nr. 6, S. 2351–2374. – ISSN 0022-1082
- [Healy 1985] HEALY, Paul M.: The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. In: *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985), S. 85–107
- [Hermalin und Weisbach 1991] HERMALIN, Benjamin E. ; WEISBACH, Michael S.: The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. In: *Financial Management* 20 (1991), Nr. 4, S. 101–112
- [Hermalin und Weisbach 1998] HERMALIN, Benjamin E. ; WEISBACH, Michael S.: Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. In: *The American Economic Review* 88 (1998), March, Nr. 1, S. 96–118. – ISSN 0002-8282
- [Heron und Lie 2007] HERON, Randall A. ; LIE, Erik: Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Executive Stock Option Grants? In: *Journal of Financial Economics* 83 (2007), S. 271–295
- [Himmelberg u. a. 1999] HIMMELBERG, Charles P. ; HUBBARD, R. G. ; PALLIA, Darius: Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. In: *Journal of Financial Economics* 53 (1999), S. 353–384
- [Holderness u. a. 1999] HOLDERNESS, Clifford G. ; KROSZNER, Randall S. ; SHEEHAN, Dennis P.: Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression. In: *The Journal of Finance* 54 (1999), April, Nr. 2, S. 435–469

Literaturverzeichnis

- [Holmström 1979] HOLMSTRÖM, Bengt: Moral Hazard and Observability. In: *The Bell Journal of Economics* 10 (1979), Spring, Nr. 1, S. 74–91
- [Holmström 1999] HOLMSTRÖM, Bengt: Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective. In: *The Review of Economic Studies* 66 (1999), Nr. 1, S. 169–182
- [Holmström und Milgrom 1987] HOLMSTRÖM, Bengt ; MILGROM, Paul: Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. In: *Econometrica* 55 (1987), March, Nr. 2, S. 303–328
- [Holthausen und Larcker 1995] HOLTHAUSEN, R. ; LARCKER, D.: Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings. In: *Journal of Accounting and Economics* 19 (1995), S. 29–74
- [Hostettler 2002] HOSTETTLER, Stephan: *Schriftenreihe des Instituts für Rechnungslegung und Controlling*. Bd. 3: *Economic Value Added (EVA): Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften*. 5. Auflage. Bern; Stuttgart; Wien : Haupt, 2002
- [Hull 2006] HULL, John C.: *Options, Futures, and other Derivatives*. 6. Auflage. Upper Saddle River : Prentice-Hall, 2006
- [Huson u. a. 2001] HUSON, Mark R. ; PARRINO, Robert ; STARKS, Laura T.: Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective. In: *The Journal of Finance* 56 (2001), December, Nr. 6, S. 2265–2297. – ISSN 0022-1082
- [Ingersoll 2006] INGERSOLL, J. E.: The Subjective and Objective Evaluation of Incentive Stock Options. In: *Journal of Business* 79 (2006), Nr. 2, S. 453–487

- [Jegadeesh und Titman 1993] JEGADEESH, Narasimhan ; TITMAN, Sheridan: Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. In: *The Journal of Finance* 48 (1993), Nr. 1, S. 65–91
- [Jensen 1993] JENSEN, M. C.: The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. In: *The Journal of Finance* 48 (1993), July, Nr. 3, S. 831–880
- [Jensen 1986] JENSEN, Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: *The American Economic Review* 76 (1986), May, Nr. 2, S. 323–329. – ISSN 0002-8282
- [Jensen 1989a] JENSEN, Michael C.: Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. In: *Journal of Applied Corporate Finance* 2 (1989), Nr. 1, S. 35–44
- [Jensen 1989b] JENSEN, Michael C.: The Eclipse of the Public Corporation. In: *Harvard Business Review* 67 (1989), S. 61–74
- [Jensen und Meckling 1976] JENSEN, Michael C. ; MECKLING, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics* 3 (1976), Nr. 4, S. 305–360
- [Jensen und Murphy 1990a] JENSEN, Michael C. ; MURPHY, Kevin J.: CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How. In: *Journal of Applied Corporate Finance* (1990), S. 36–49
- [Jensen und Murphy 1990b] JENSEN, Michael C. ; MURPHY, Kevin J.: Performance Pay and Top-Management Incentives. In: *The Journal of Political Economy* 98 (1990), April, Nr. 2, S. 225–264
- [Jensen und Ruback 1983] JENSEN, Michael C. ; RUBACK, Richard S.: The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. In: *Journal of Financial Economics* 11 (1983), S. 5–50

Literaturverzeichnis

- [Johnson und Tian 2000a] JOHNSON, Shane A. ; TIAN, Yisong S.: Indexed Executive Stock Options. In: *Journal of Financial Economics* 57 (2000), S. 35–64
- [Johnson und Tian 2000b] JOHNSON, Shane A. ; TIAN, Yisong S.: The Value and Incentive Effects of Nontraditional Executive Stock Option Plans. In: *Journal of Financial Economics* 57 (2000), S. 3–34
- [Kahl u. a. 2003] KAHL, Matthias ; LIU, Jun ; LONGSTAFF, Francis A.: Paper Millionaires: How Valuable is Stock to a Stockholder Who is Restricted from Selling It? In: *Journal of Financial Economics* 67 (2003), S. 385–410
- [Kang und Sorensen 1999] KANG, David L. ; SORENSEN, Aage B.: Ownership Organization and Firm Performance. In: *Annual Review of Sociology* 25 (1999), August, S. 121–144
- [Kaplan 1989] KAPLAN, Steven N.: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. In: *Journal of Financial Economics* 24 (1989), S. 217–254
- [Kaplan 1991] KAPLAN, Steven N.: The Staying Power of Leveraged Buyouts. In: *Journal of Financial Economics* 29 (1991), S. 287–313
- [Kaplan 1994a] KAPLAN, Steven N.: Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. In: *The Journal of Political Economy* 102 (1994), June, Nr. 3, S. 510–546
- [Kaplan 1994b] KAPLAN, Steven N.: Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany. In: *Journal of Law, Economics and Organization* 10 (1994), Nr. 1, S. 142–159
- [Kaplan und Stein 1993] KAPLAN, Steven N. ; STEIN, Jeremy C.: The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. In: *The Quarterly Journal of Economics* 108 (1993), May, Nr. 2, S. 313–357

- [Kramarsch 2004] KRAMARSCH, Michael H.: *Aktienbasierte Managementvergütung*. 2. überarbeitete und erweiterte Auflage. Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 2004. – ISBN 3-7910-1749-7
- [Lambert u. a. 1991] LAMBERT, R. ; LARCKER, D. ; VERRECCHIA, R.: Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation. In: *Journal of Accounting Research* 29 (1991), Nr. 1, S. 129–149
- [Lambert und Larcker 1987] LAMBERT, Richard A. ; LARCKER, David F.: An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. In: *Journal of Accounting Research* 25 (1987), S. 85–125. – ISSN 0021-8456
- [Lang und Stulz 1994] LANG, H. H. P. ; STULZ, R. M.: Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance. In: *Journal of Political Economy* 102 (1994), S. 1248–1280
- [Larcker 1983] LARCKER, David F.: The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment. In: *Journal of Accounting and Economics* 5 (1983), S. 3–30
- [Laux 2006] LAUX, Helmut: *Wertorientierte Unternehmenssteuerung und Kapitalmarkt: Fundierung finanzwirtschaftlicher Entscheidungskriterien und (Anreize für) deren Umsetzung*. 2. Auflage. Berlin; Heidelberg; New York : Springer, 2006 (Heidelberger Lehrtexte: Wirtschaftswissenschaften)
- [Laux und Schenk-Mathes 1992] LAUX, Helmut ; SCHENK-MATHES, Heike Y.: *Lineare und nichtlineare Anreizsysteme: ein Vergleich möglicher Konsequenzen*. Heidelberg : Physica-Verlag, 1992 (Heidelberger betriebswirtschaftliche Studien). – ISBN 3-7908-0596-3

Literaturverzeichnis

- [Lazear und Rosen 1981] LAZEAR, Edward P. ; ROSEN, Sherwin: Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. In: *The Journal of Political Economy* 89 (1981), October, Nr. 5, S. 841–864
- [Leland und Pyle 1977] LELAND, H. ; PYLE, D.: Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. In: *Journal of Finance* 42 (1977)
- [Leonard 1990] LEONARD, Jonathan S.: Executive Pay and Firm Performance. In: *Industrial and Labor Relations Review* 43 (1990), Nr. 3, S. 13–29
- [Levine 1991] LEVINE, David I.: You Get What You Pay For: Tests of Efficiency Wage Theories in the United States and Japan. In: *Institute for Research on Labor and Employment Working Paper Series* 026-91 (1991)
- [Lewellen u. a. 1992] LEWELLEN, Wilbur ; LODERER, Claudio ; MARTIN, Kenneth ; BLUM, Gerald: Executive Compensation and the Performance of the Firm. In: *Managerial and Decision Economics* 13 (1992), January / February, Nr. 1, S. 65–74
- [Loderer und Martin 1997] LODERER, C. ; MARTIN, K.: Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces. In: *Journal of Financial Economics* 45 (1997), Nr. 2, S. 223–255
- [Main 1991] MAIN, B.G.M.: Top Executive Pay and Performance. In: *Managerial and Decision Economics* 12 (1991), S. 219–229
- [Malkiel 1992] MALKIEL, B.: Efficient Market Hypothesis. In: NEWMAN, P. (Hrsg.) ; MILGATE, M. (Hrsg.) ; EATWELL, J. (Hrsg.): *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London : Macmillan, 1992
- [Mann 2003] MANN, Alexander: *Corporate-Governance-Systeme: Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Großbritannien*. Berlin : Duncker und Humblot, 2003

- [Margrabe 1978] MARGRABE, W.: The Value of an Option to Exchange One Asset for Another. In: *The Journal of Finance* 33 (1978), S. 177–186
- [Marris 1964] MARRIS, Robin: *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*. London : Macmillan, 1964
- [McConnell und Servaes 1990] MCCONNELL, John J. ; SERVAES, Henri: Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. In: *Journal of Financial Economics* 27 (1990), S. 595–618
- [McConnell und Servaes 1995] MCCONNELL, John J. ; SERVAES, Henri: Equity Ownership and the Two Faces of Debt. In: *Journal of Financial Economics* 39 (1995), Nr. 1, S. 131–157
- [Mehran 1995] MEHRAN, Hamid: Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. In: *Journal of Financial Economics* 38 (1995), June, Nr. 2, S. 163–184
- [Merton 1973] MERTON, R. C.: Theory of Rational Option Pricing. In: *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1973), S. 141–183
- [Meulbroek 2001] MEULBROEK, Lisa K.: The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options. In: *Financial Management* 30 (2001), Summer, Nr. 2
- [Millstein und MacAvoy 1998] MILLSTEIN, Ira M. ; MACAVOY, Paul W.: The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation. In: *Columbia Law Review* 98 (1998), Nr. 5, S. 1283–1322
- [Morck u. a. 1988] MORCK, Randall ; SHLEIFER, Andrei ; VISHNY, Robert W.: Management Ownership and Market Valuation. In: *Journal of Financial Economics* 20 (1988), S. 293–315

Literaturverzeichnis

- [Morgan und Poulsen 2001] MORGAN, Angela G. ; POULSEN, Annette B.: Linking Pay to Performance - Compensation Proposals in the S&P 500. In: *Journal of Financial Economics* 62 (2001), S. 489–523
- [Murphy 1999] MURPHY, Kevin J.: Executive Compensation. In: ASHENFELTER, O. (Hrsg.) ; CARD, D. (Hrsg.): *Handbook of Labor Economics* Bd. 3. North Holland : Elsevier Science, 1999, Kap. 38, S. 2485–2563
- [Muurling und Lehnert 2004] MUURLING, Rutger ; LEHNERT, Thorsten: Option-Based Compensation: A Survey. In: *The International Journal of Accounting* 39 (2004), S. 365–401
- [Myerson 1979] MYERSON, Roger B.: Incentive Compatibility and the Bargaining Problem. In: *Econometrica* 47 (1979), January, Nr. 1, S. 61–73. – ISSN 0012-9682
- [Narayanan und Seyhun 2005] NARAYANAN, M. P. ; SEYHUN, H. N.: Do Managers Influence Their Pay? Evidence from Stock Price Reversals around Executive Option Grants. In: *Ross School of Business Working Paper Series* (2005), January, Nr. 927
- [Nickell u. a. 1997] NICKELL, S. D. ; NICOLITSAS, D. ; DRYDEN, N.: What Makes Firms Perform Well? In: *European Economic Review* 41 (1997), S. 783–796
- [Ofek und Yermack 2000] OFEK, Eli ; YERMACK, David: Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership. In: *The Journal of Finance* 55 (2000), June, Nr. 3, S. 1367–1384
- [Perry und Zenner 2001] PERRY, Tod ; ZENNER, Marc: Pay for Performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts. In: *Journal of Financial Economics* 62 (2001), S. 453–488

- [Pound 1992] POUND, John: Raiders, Targets, and Politics: The History and Future of American Corporate Control. In: *Journal of Applied Corporate Finance* 5 (1992), S. 6–18
- [Rappaport 1990] RAPPAPORT, Alfred: The Staying Power of the Public Corporation. In: *Harvard Business Review* 1 (1990), S. 96–104
- [Rappaport 1999] RAPPAPORT, Alfred: New Thinking on How To Link Executive Pay with Performance. In: *Harvard Business Review* 72 (1999), March/April, Nr. 2, S. 91–101
- [Richter und Furubotn 1999] RICHTER, R. ; FURUBOTN, E. G.: *Neue Institutionenökonomik*. 2. Auflage. Tübingen : Mohr Siebeck, 1999
- [Rosen 1981] ROSEN, Sherwin: The Economics of Superstars. In: *The American Economic Review* 71 (1981), December, Nr. 5, S. 845–858
- [Ross 1973] ROSS, Stephen A.: The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. In: *The American Economic Review* 63 (1973), May, Nr. 2, S. 134–139
- [Saly 1994] SALY, P. J.: Repricing Executive Stock Options in a Down Market. In: *Journal of Accounting and Economics* 18 (1994), S. 325–356
- [Samuelson 1965] SAMUELSON, Paul: Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. In: *Industrial Management Review* 6 (1965), S. 41–49
- [Sanders und Hambrick 2007] SANDERS, Gerard ; HAMBRICK, Donald C.: Swinging For the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk-Taking and Performance. In: *The Academy of Management Journal* 50 (2007), October, Nr. 5, S. 1055–1078

Literaturverzeichnis

- [Schnedler 2003] SCHNEDLER, Philip: *Der Nutzen aktiver Portfoliostrategien*. Switzerland, University of St. Gallen, Dissertation, 2003
- [Shleifer und Vishny 1986] SHLEIFER, Andrei ; VISHNY, Robert W.: Large Shareholder and Corporate Control. In: *Journal of Political Economy* 94 (1986), Nr. 3, S. 461–488
- [Shleifer und Vishny 1997] SHLEIFER, Andrei ; VISHNY, Robert W.: A Survey of Corporate Governance. In: *The Journal of Finance* 52 (1997), June, Nr. 2, S. 737–783
- [Stein 1989] STEIN, Jeremy C.: Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. In: *The Quarterly Journal of Economics* 104 (1989), November, Nr. 4, S. 655–669. – ISSN 0033-5533
- [Tehraniyan und Waegelein 1985] TEHRANIYAN, Hassan ; WAEGELEIN, James F.: Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoption. In: *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985), S. 131–144
- [Tirole 2006] TIROLE, Jean: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, N.J. : Princeton University Press, 2006
- [Tosi u. a. 2000] TOSI, Henry L. ; WERNER, Steve ; KATZ, Jeffrey P. ; GOMEZ-MEJIA, Luis R.: How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. In: *Journal of Management* 26 (2000), Nr. 2, S. 301–339
- [Useem 1996] USEEM, Michael: *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York : Basic Books, 1996
- [Vafeas 2000] VAFEAS, Nikos: Operating Performance Around the Adoption of Director Incentive Plans. In: *Economic Letters* 68 (2000), S. 185–190

- [Volkart 1998] VOLKART, R.: *Finanzmanagement, Beiträge zu Theorie und Praxis*. Bd. I. 7. Auflage. Zürich, 1998
- [Wallace 1997] WALLACE, James S.: Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For? In: *Journal of Accounting and Economics* 24 (1997), S. 275–300
- [Williamson 1985] WILLIAMSON, O. E.: *The Economic Institutions of Capitalism*. New York : Free Press, 1985
- [Wruck 1989] WRUCK, Karen H.: Equity Ownership Concentration. In: *Journal of Financial Economics* 23 (1989), S. 3–28
- [Yermack 1995] YERMACK, David: Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? In: *Journal of Financial Economics* 39 (1995), S. 237–269
- [Yermack 1996] YERMACK, David: Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. In: *Journal of Financial Economics* 40 (1996), S. 185–211
- [Yermack 1997] YERMACK, David: Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. In: *The Journal of Finance* 52 (1997), June, Nr. 2, S. 449–476
- [Yermack 1998] YERMACK, David: Companies' Modest Claims About the Value of CEO Stock Option Awards. In: *Review of Quantitative Finance and Accounting* 10 (1998), S. 207–226
- [Yermack 2006] YERMACK, David: Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns. In: *Journal of Financial Economics* 80 (2006), S. 211–242

Literaturverzeichnis

[Zingales 1998] ZINGALES, Luigi: Corporate Governance. In: NEWMAN, P. (Hrsg.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. New York : Stockton Press, 1998

Symbolverzeichnis

Griechische Buchstaben

α	.....	Jensen's Alpha
β_i	.....	systematisches Risiko im CAPM; allgemein Koeffizienten im Regressionsmodell (auch für Branchenrenditeattribution)
Δ	.....	Delta; Sensitivität des Optionspreises bezüglich des Preises des Basiswertes; (prozentuale) Veränderung
ϵ	.....	Residuum
γ	.....	Koeffizient für die absolute Risikoaversion
Φ	.....	Verteilungsfunktion einer standardnormalverteilten Zufallsvariable
ρ	.....	Korrelationskoeffizient
σ	.....	Standardabweichung der Aktienrendite
θ	.....	unbeobachtbare Zufallsgrösse

Lateinische Buchstaben

A	.....	Menge möglicher Aktionen
a	.....	Aktivitätsniveau des Agenten; Subskript für angepasste Volatilität bei indexierten Optionen; Konstante
B	.....	Branche
b_i	.....	Koeffizient (im FF-Modell für den Marktfaktor)
C	.....	Preis einer indexierten Call-Option
c	.....	Preis einer Call-Option
d_i	.....	Quantil einer standardnormalverteilten Zufallsvariablen

Symbolverzeichnis

E	Erwartungswert
f	Fixlohn
H	High (Unternehmung mit hoher PPS); an Index gebundener Ausübungspreis bei einer Option
h_i	Koeffizient im FF-Modell für den Faktor HML
I	Informationsmenge
J	Informationsmenge
K	Ausübungspreis für Aktienoptionen
L	Low (Unternehmung mit niedriger PPS)
$L(a)$	Arbeitsleidfunktion des Agenten
\ln	natürlicher Logarithmus
M	Anzahl Aktienoptionen
N	Normalverteilung; auch Anzahl ausgegebener Aktien
Q	Tobin's Q
q	erwarteter Dividendenstrom
R	einfache Rendite
R^2	Determinationskoeffizient
R_B	einfacher Benchmarkreturn
R^e	einfache Überrendite (Rendite abzüglich risikolosem Zinssatz)
R_f	einfacher risikoloser Zinssatz
R_m	einfache Marktrendite
r^e	stetige Überrendite (Rendite abzüglich risikolosem Zinssatz)
r_f	stetiger risikoloser Zinssatz
$r(x)$	Residualanteil des Prinzipals
S_t	Aktienpreis zum Zeitpunkt t
s	Anteil des Agenten am Output
s_i	Koeffizient im FF-Modell für den Faktor SMB

T	.....	Restlaufzeit (einer Option)
t	.....	Zeitindex
U	.....	Nutzenfunktion (U_A Agent, U_P Prinzipal)
U_A^R	.....	Reservationsnutzen des Agenten
w	.....	Gesamtlohn (Fixum und variabler Bestandteil)
x	.....	Produktionsoutput; auch Auszahlungsanteil im Clawback-System

Verschiedene Symbole

\in	.....	ist Element von
∂	Ableitung
\subset	.....	Teilmenge