

Zusammenfassung:

Die Entlohnung von Topmanagern ist in den westlichen Industrieländern über die letzten Jahre markant angestiegen. Wir stellen verschiedene Ansätze dar, welche diese Entwicklung zu erklären versuchen, und prüfen sie auf ihren Erklärungsgehalt: (1) Die Entwicklung ist das Ergebnis eines gut funktionierenden Marktprozesses; sie beruht auf strukturellen Veränderungen auf der Nachfrage- bzw. auf der Angebotsseite des Managermarktes; (2) Die Entwicklung reflektiert ‚rent seeking‘: infolge von Marktunvollkommenheiten können Manager als Anbieter von Managementdienstleistungen die Nachfrage nach diesen Leistungen beeinflussen. Managerentlohnung wird dabei mit der Qualität der corporate governance in Verbindung gebracht; (3) Ein eigener Erklärungsvorschlag bringt die Entwicklung in den USA mit der Einführung von Offenlegungsvorschriften für Spitzenentschädigungen im Jahre 1992 in Zusammenhang: diese haben einen sich selbst verstärkenden Prozess der Referenzgruppenentlohnung in Gang gesetzt. Abschliessend werden institutionelle Reformen diskutiert, die Markt- und Kontrollkräfte im Managermarkt stärken können.

Summary: Top management compensation has risen sharply over the last years. We present several approaches at an explanation of this development and investigate their explanatory power: (1) The rise is the result of a well functioning market process; it stems from structural changes on either the demand or supply side of the market for managers. (2) The development reflects rent seeking; as a consequence of market imperfections, managers – the suppliers of management services – are able to influence the demand side. Thus, executive compensation is dependent on the quality of corporate governance. (3) We explain the specific development in the US with the introduction of proxy disclosure requirements in 1992. They have triggered a self enforcing process of reference group compensation. Finally, institutional reforms that aim at strengthening market and control powers are discussed.

Matthias Benz, lic. phil. (Allgemeine Geschichte und Volkswirtschaftslehre), arbeitet als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Bruno S. Frey am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich. Seine Forschungsschwerpunkte umfassen: Ökonomische Theorie der Motivation, Verborgene Kosten von Anreizen, Personalökonomik, Politische Ökonomie.

Alois Stutzer, Dr. des. oec. publ., arbeitet als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Bruno S. Frey am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich. Er ist Autor zahlreicher wissenschaftlicher Artikel sowie eines Buches über Glück und Ökonomie.

Was erklärt die steigenden Managerlöhne?

Zusammenfassung:

Die Entlohnung von Topmanagern ist in den westlichen Industrieländern über die letzten Jahre markant angestiegen. Wir stellen verschiedene Ansätze dar, welche diese Entwicklung zu erklären versuchen, und prüfen sie auf ihren Erklärungsgehalt: (1) Die Entwicklung ist das Ergebnis eines gut funktionierenden Marktprozesses; sie beruht auf strukturellen Veränderungen auf der Nachfrage- bzw. auf der Angebotsseite des Managermarktes; (2) Die Entwicklung reflektiert ‚rent seeking‘: infolge von Marktunvollkommenheiten können Manager als Anbieter von Managementdienstleistungen die Nachfrage nach diesen Leistungen beeinflussen. Managerentlohnung wird dabei mit der Qualität der corporate governance in Verbindung gebracht; (3) Ein eigener Erklärungsvorschlag bringt die Entwicklung in den USA mit der Einführung von Offenlegungsvorschriften für Spitzenentschädigungen im Jahre 1992 in Zusammenhang: diese haben einen sich selbst verstärkenden Prozess der Referenzgruppenentlohnung in Gang gesetzt. Abschliessend werden institutionelle Reformen diskutiert, die Markt- und Kontrollkräfte im Managermarkt stärken können.

Stichworte: Aktienoptionen, Corporate Governance, Managemententlohnung, Offenlegungsvorschriften, Referenzgruppenentlohnung, Rentenstreben

A. Einleitung

Die Entlohnung von Topmanagern ist in den westlichen Industrieländern über die letzten Jahre markant angestiegen; sie ist zur Zeit Gegenstand intensiv geführter Debatten sowohl in der Öffentlichkeit als auch in der wissenschaftlichen Forschung. Einige stilisierte Fakten zur Entwicklung sowohl des Niveaus wie auch der Struktur der Managerlöhne, welche die Grundlage dieser Debatten bilden, stellen wir im zweiten Abschnitt dieser Arbeit dar.

Eine ökonomische Herangehensweise versucht dieses Phänomen als Ergebnis eines Marktprozesses zu verstehen. Ein höherer Preis für Managementdienstleistungen reflektiert in einem gut funktionierenden Markt, dass diese relativ knapper geworden sind, oder alternativ, dass ihre Grenzproduktivität gestiegen ist. Erklärungsansätze, welche bei der Entlohnungsentwicklung von Veränderungen auf der Nachfrage- bzw. auf der Angebotsseite des Managermarktes ausgehen, werden in Abschnitt C diskutiert. Dabei ergibt sich das erstaunliche Zwischenergebnis, dass Ökonomen den Anstieg der Managerlöhne bisher kaum systematisch untersucht haben und überzeugende Erklärungsansätze entsprechend fehlen. Die Annahme, Managerlöhne bildeten sich auf einem optimal funktionierenden Markt, wird in Abschnitt D gelockert. Es wird davon ausgegangen, dass Manager als Anbieter von Managementdienstleistungen die Nachfrage nach diesen Leistungen oft selbst beeinflussen können. Wir zeigen anhand neuerer empirischer Studien, dass Manager tatsächlich den Entlohnungsprozess manipulieren und stellen die Bedingungen dar, unter denen Manager ‚rent seeking‘ besonders gut verfolgen können. Die Resultate legen nahe, dass die heutigen Managerlöhne oft über der Grenzproduktivität liegen, d.h. Marktkräfte nur unvollkommen wirken. Diese Einsicht allein erklärt jedoch noch nicht, warum Managerlöhne gerade in den letzten Jahren stark angestiegen sind. Wir bieten einen Erklärungsansatz an, welcher eine konkrete institutionelle Änderung in Zusammenhang mit einem unvollkommenen Managermarkt für die spezifische Entwicklung in den USA verantwortlich macht. Die Einführung der Offenlegungspflicht für die Entschädigungen der Topmanager durch die Security and Exchange Commission im Jahre 1992 hat paradoxerweise einen sich selbst verstärkenden Prozess der Referenzgruppenentlohnung in Gang gesetzt, welcher zu einem stetigen Anstieg der durchschnittlichen Vergütungen führte. Im letzten Abschnitt E schlagen wir einige auf unserer Analyse aufbauende institutionelle Reformen vor, welche die Markt- und Kontrollkräfte im Managermarkt stärken können.

B. Niveau und Struktur von Managerentlohnung: einige stilisierte Fakten

Die Entwicklung der Managerlöhne in den letzten Jahren ist von drei Hauptmerkmalen gekennzeichnet. Zum ersten ist die absolute Höhe der Gehälter im Schnitt stark angestiegen. In den USA ist das Einkommen der CEOs der 500 grössten Firmen (Standard & Poors 500, S&P500) von 2,5 Millionen US\$ im Jahre 1992 auf 7,9 Millionen US\$ im Jahre 1998 angewachsen. Damit einher gehen spektakuläre Fälle von Spitzeneinkommen. Im Jahre 2000 liess sich beispielsweise Steve Jobs von Apple Aktienoptionen im Umfang von 685 Millionen US\$ überschreiben. Zweitens beobachtet man eine steigende Ungleichheit zwischen Managerlöhnen und den Löhnen anderer Arbeitnehmer. Während 1970 das Verhältnis eines durchschnittlichen CEO-Lohnes (inkl. ausgeübter Aktienoptionen) zu einem durchschnittlichen Lohn eines Industriearbeiters in den USA noch 26:1 betragen hatte, so ist das Verhältnis bis 1999 auf 475:1 angestiegen. Drittens hat der variable Anteil an der Managerentlohnung stark zugenommen. Der Anteil des Grundsälars an der gesamten Entlohnung machte 1998 bei den Topmanagern der S&P500 Firmen nur noch 24% aus.ⁱ

Die Entwicklungen sind am ausgeprägtesten für den aufgezeigten Fall der USA, haben aber auch für andere westliche Länder Gültigkeit (Übersichten geben beispielsweise *Abowd/Bognanno* 1995; *Conyon/Schwalbach* 1997; *Abowd/David S. Kaplan* 1999; *Steven N. Kaplan* 1999 und *Murphy* 1999). Zur Entwicklung in Deutschland bietet *Schwalbach* (1999) einen aktuellen und umfassenden Überblick. Die Analyse für den Zeitraum von 1987-96 zeigt, dass auch in Deutschland die Vorstandsbezüge stärker gestiegen sind als die Löhne von anderen Arbeitnehmern, wenn auch bei weitem nicht in der Grössenordnung wie in den USA. Durchschnittlich stiegen die Vergütungen jährlich um 6,7 %. Zudem haben die variablen Lohnbestandteile im Zeitablauf leicht zugenommen. In der Schweiz haben vor allem Einzelfälle hoher Entlohnung die öffentliche Aufmerksamkeit auf das Thema Managerlöhne gezogen. Generelle Entwicklungen bei den Managerlöhnen sind auch hier aufgrund fehlender Offenlegungspflichten schwierig zu bestimmen; partielle Umfragestudien weisen aber darauf hin, dass in der Schweiz eine überproportionale Steigerung der Managerentlohnung stattfindet und ein Trend hin zu variabler Entlohnung vorliegt. Wie im Falle Deutschlands führt die Kienbaum Management Consultants GmbH Salärstudien durch, deren Hauptresultate jährlich in der „Handelszeitung“ publiziert werden. Zwischen dem 1. März 1999 und dem 1. März 2000 sind die Kadersaläre doppelt so schnell gewachsen sind wie im Vorjahr: Die Managerlöhne bei den an der

Umfrage beteiligten Gesellschaften stiegen durchschnittlich um 4,3% gegenüber 2,2% 1998/99. Der allgemeine Lohnindex des Bundesamtes für Statistik (BfS) zeigte für diesen Zeitraum demgegenüber nur eine Zunahme von 0,9%. Rund 71% der Geschäftsleiter erhielten 1999 zusätzlich zum Grundgehalt einen variablen Lohn, welcher im Schnitt 18% des Bruttolohns ausmachte.ⁱⁱ

Die drei dargestellten Entwicklungen sind zumindest in den USA wesentlich auf den vermehrten Einsatz von *Aktienoptionen* als Entlohnungsinstrument zurückzuführen (Perry/Zenner 2000). Während auch die Grundgehälter und Boni überdurchschnittlich anstiegen, so sind es doch vor allem Aktienoptionen, welche für die massiven Lohnsteigerungen, die damit einhergehende verstärkte Ungleichheit und den Trend hin zu variabler Entlohnung verantwortlich sind. Damit besteht augenscheinlich ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Entlohnungsstruktur (dem Durchbruch variabler Entlohnung) und der Lohnhöhe. Dies ist auch deshalb beachtenswert, weil die Beurteilung der Lohnhöhe nicht unabhängig von der Art der Bezahlung erfolgen kann. Eine Entlohnung vorwiegend mittels Aktienoptionen beispielsweise bürdet Managern weit mehr Risiko auf als ein Fixlohn. Es kann argumentiert werden (Lambert et al. 1991; Hall/Murphy 2000), dass deshalb die Höhe der heutigen Managerlöhne weit überschätzt wird. Tatsächlich werden die von den Firmen ausgewiesenen Werte der Aktienoptionen aufgrund der Black-Scholes-Formel berechnet, die auf der Annahme eines diversifizierten Portfolios gründet. Manager hingegen haben die Möglichkeit zur Diversifikation ihres Risikos kaum, wenn sie einen Grossteil ihres Vermögens in Aktienoptionen der eigenen Firma halten müssen, und bewerten diese deshalb subjektiv tiefer als zum Black-Scholes-Wert. Dieses Argument ist stichhaltig; es kann dennoch nicht in Frage stellen, dass die Managerlöhne über die letzten Jahre substantiell angestiegen sind (selbst wenn das erhöhte Risiko für die Manager berücksichtigt wird). Empirische Studien zeigen beispielsweise, dass ein durchschnittlicher CEO einer amerikanischen Grossfirma die von ihm gehaltenen Aktienoptionen subjektiv immerhin zu 70% des Marktwertes bewertet (Meulbroek 2000). Core/Guay (2001) argumentieren zudem theoretisch, und Ofek/Yermack (2000) zeigen empirisch, dass Manager durchaus Möglichkeiten zur Diversifizierung ihres Risikos haben und deshalb die Bewertung ihrer Aktienoptionen zum Marktwert eine gute Näherungsgrösse zur Beurteilung der Lohnhöhe darstellt.

C. Der Markt für Manager

In der Unternehmerwelt als auch unter Ökonomen wird weitgehend davon ausgegangen, dass der Managermarkt ein gut funktionierender Markt ist. Es ist deshalb naheliegend, die beschriebene Entwicklung zunächst als *Ergebnis eines Marktprozesses* zu analysieren.

Auf einem funktionierenden Markt entspricht die Managerentlohnung der Grenzproduktivität von Managementleistungen. Der Anstieg der Managerentlohnung in den USA wie auch in Europa sollte deshalb eine höhere Grenzproduktivität von Managementleistungen reflektieren. Ist dies tatsächlich der Fall?

Zur Beantwortung dieser Frage ist es zweckmässig, den Blick auf das Entlohnungsinstrument der Aktienoptionen zu richten. Wie gezeigt, beruht sowohl der Anstieg in der absoluten Höhe als auch im variablen Anteil der Entschädigungen in den USA wesentlich auf Aktienoptionen. Bei einem funktionierenden Markt sind die hohen Entschädigungen für Manager via Aktienoptionen effizient, da sie sicherstellen, dass die Manager ihre Tätigkeit am Shareholder Value ausrichten. Die höhere Grenzproduktivität von Managementleistungen, welche aus dieser Orientierung am Shareholder Value folgt, sollte sich in einem höheren Beitrag der Manager zum Unternehmenswert widerspiegeln. Diese Sicht ist weit verbreitet: oft wird der Vitalisierungsschub, welcher in den 90er Jahren zu einer der längsten Boomphasen der amerikanischen Geschichte führte, mit der verstärkten Fokussierung auf den Unternehmenswert in Verbindung gebracht.

Die verstärkte Nachfrage nach Managern, welche sich am Shareholder Value orientieren, kann als Veränderung in der Nachfragestruktur auf dem Managermarkt verstanden werden. *Holmstrom/Kaplan* (2001) führen sie auf eine gestiegene Bedeutung der Kapitalmärkte zurück, welche wiederum aus zwei Entwicklungen resultierte: (i) die nationale und internationale Deregulierung in den 80er Jahren und (ii) das zunehmende Gewicht institutioneller Anleger. Später kamen die Entwicklungen bei den neuen Informations- und Kommunikationstechnologien dazu. Dieses neue Umfeld führte aus der Sicht dieser Autoren zu einer stärkeren Ausrichtung auf den Shareholder Value, wobei die Unterstützung der Manager dafür über grosszügige Aktienoptionspläne erkaufte wurde.ⁱⁱⁱ Ähnlich argumentiert *Murphy* (1999: 2515): Bisherige Entschädigungsformen hätten nicht mehr zum Ziel der Unternehmenswertmaximierung gepasst. Die Managerentlohnung Anfang der 80er Jahre habe wenig Belohnungen für

überdurchschnittliche Leistungen und kaum finanzielle Einbussen bei Versagen geboten.^{iv} Die boomende Börse habe dann die sich langsam durchsetzende stärkere Bindung des Agenten an den Prinzipal erleichtert: „the stock option trend [...] reflects an increased executive acceptance of stock options caused by nearly two decades of a sustained bull market“ (2516).

Der Gehalt dieses Erklärungsansatzes bemisst sich daran, ob die verstärkte Vergabe von Aktienoptionen tatsächlich zu einer höheren Grenzproduktivität von Managementleistungen geführt hat. Dies ist mit Blick auf die umfassende Literatur zum Zusammenhang zwischen Anreizentlohnung und Unternehmenserfolg stark zu bezweifeln. *Tosi et al.* (2000) stellen in einer aktuellen und umfassenden Metanalyse fest, dass die Firmenperformance nur 5% der Varianz in der Managerentlohnung erklärt.^v Einflussreiche empirischen Einzeluntersuchungen (z.B. *Hall/Liebman* 1998) haben zwar positive, aber keineswegs grosse Zusammenhänge zwischen Aktienoptionsplänen und Unternehmenserfolg festgestellt.^{vi} Insgesamt kann deshalb festgehalten werden, dass die oft angeführte Erfolgsgeschichte der Anreizentlohnung bei Managern in den USA mit den Forschungsergebnissen zur Managerentlohnung *nicht vereinbar ist*. Dies ist auch das Fazit einer Sondernummer des *Academy of Management Journal* zum Thema „Managerial Compensation and Firm Performance“: „In short, after at least six decades of research, the failure to identify a robust relationship between top management compensation and firm performance has led scholars into a blind alley. To move this stream of research forward requires that greater efforts be devoted to examining alternative mechanisms and criteria for how top management compensation is set.“ (*Barkema/Gomez-Mejia* 1998, 135).

Allgemein erstaunt bei der Durchsicht der relevanten ökonomischen Literatur zum Thema, dass der Erklärung der langfristigen Trends in der Managerentlohnung wenig Beachtung geschenkt wird. Der an prominenter Stelle publizierte Übersichtsbeitrag von *Abowd/Kaplan* (2000) mit dem sinnigen Titel „Executive Compensation: Six Questions That Need Answering“ stellt zwar als fünfte von sechs Fragen: „How much executive compensation is enough?“ (160). Antworten auf die Frage werden von den beiden Autoren aber keine geliefert und selbst Spekulationen sucht man vergebens.

Die bisherige Diskussion legt nahe, dass die beobachtete Entwicklung bei der Managerentlohnung weniger den Übergang zu einer wirkungsvollen Anreizentlohnung widerspiegelt, als eine Lohnerhöhung an sich.

Eine überdurchschnittliche Lohnerhöhung kann sich auf dem Markt für Manager ergeben, wenn sich das *Angebot* an Managern verknappt. Eine Interpretation wäre dann, dass die Firmen nach neuen Formen der Entlohnung gesucht haben, um die knapper werdenden Manager anstellen zu können.^{vii} Der dramatische Anstieg der Managerentschädigungen würde aus dieser Sicht bedeuten, dass die Nachfrage nach Managern enorm angestiegen ist, respektive das Angebot sich stark reduziert hat.

Im Zusammenhang mit der Diskussion um den sogenannten „War for Talents“ (siehe z.B. *Economist* 2000) wird oft die Ansicht vertreten, dass ein Geburtenrückgang („Pillenknick“) der Grund für die Angebotsverknappung sei.^{viii} Dahinter steht allerdings die äusserst fragwürdige Annahme, dass Managementfähigkeiten weitgehend ein angeborenes Charakteristikum sind, d.h. das notwendige Humankapital kaum erworben werden kann, auch wenn eine gestiegene Nachfrage einen Anreiz dazu bieten würde. Die Erklärung ist zudem gerade für heute tätige Topmanager wenig überzeugend, da diese überwiegend der Generation der „baby boomer“ angehören. Plausibler scheinen Ansätze, welche Humankapital ins Zentrum stellen. Die Angebotsverknappung könnte damit zusammenhängen, dass mit der Globalisierung und den Entwicklungen in der Informations- und Kommunikationstechnologie sehr schnell viel Humankapital von Managern an Wert einbüsste, ohne dass genügend Nachfolger zur Verfügung standen. Eine Verknappung kann sich aber auch dann ergeben, wenn in den Unternehmungen zu wenige Manager nachgezogen werden. Dies könnte zum Beispiel daher rühren, dass das Topkader interne Konkurrenz verhindern möchte und wenn nötig lieber einen Zugang von aussen holt. Ein derartiges Versagen des internen Arbeitsmarktes für Manager scheint jedoch wenig plausibel. Allgemein liegt in der Literatur nach unserem Wissen keine empirische Evidenz vor, welche die angestellten Überlegungen zu Änderungen auf der Angebotsseite stützen oder widerlegen würden.

Neben der bereits erwähnten behavioristischen Erklärung liefert *Murphy* (1999, 2515) noch eine mechanistische Erklärung für den Anstieg der Optionszahlungen an Manager. Dabei wurzelt die Explosion der Aktienoptionen in den institutionellen Details bei der Ausgestaltung von Optionsplänen verbunden mit einem boomenden Aktienmarkt. Gewöhnlich wird die Anzahl gewährter Aktienoptionen durch eine einfache Division berechnet. Sie ergibt sich aus der angezielten Belohnung dividiert durch den Black-Scholes Optionswert. Dabei wird die angezielte Belohnung typischerweise aus dem Entlohnungsniveau abgeleitet, das in

Entschädigungsumfragen (compensation surveys) für vergleichbare Stellen erhoben wurde. Bei einer starken Börse steigt über die Zeit der Wert der bereits ausgegebenen Optionen und damit auch die in den folgenden Umfragen erhobenen Entschädigungen. Diese höheren Entlohnungen dienen ihrerseits wieder als Referenz für die Festlegung von weiteren Optionsprogrammen. Eine boomende Börse kann dadurch zu einem Einklinkeffekt mit ständig steigender Entschädigung der Manager führen. Diese Praxis ist wohl dokumentiert und hat einiges an Erklärungskraft. Sie ist jedoch nur möglich, wenn die Marktkräfte für Manager sehr schwach sind und passt darum nicht in die Welt optimaler Anreizverträge. Der Einfluss von Lohnvergleichen auf die Entschädigungen von Managern wird im nächsten Abschnitt nochmals aufgenommen.

Bisher wurde von Managementleistungen als einem homogenen Gut ausgegangen (respektive als zwei homogene Güter: traditionelles Management-Humankapital und neues Management-Humankapital für den Umgang mit neuen Technologien und der Globalisierung). Es ist zu betonen, dass eine ökonomische Analyse des Managermarktes davon ausgeht, dass Manager ersetzbar sind. Managementdienstleistungen sind austauschbar. Daraus folgt auch, dass Manager in einem perfekt funktionierenden Markt nicht für ihren *individuellen* Mehrwert bezahlt werden; es ist im Gegenteil die Grenzproduktivität des „Grenzmanagers“ (d.h. jenes Managers, der quasi als letzter gerade noch für Management-dienstleistungen angestellt wird), welche den Lohn für *alle* auf dem Markt tätigen Manager bestimmt.

Alternativ lässt sich auch von der Vielfalt der Fähigkeiten oder Talente der Manager ausgehen, welche teilweise nicht austauschbar sind. Dabei kann argumentiert werden, dass insbesondere die relativen Fähigkeiten des Managers für den Erfolg einer Firma entscheidend sind. Eine relativ bessere Entscheidung kann bei grossen Märkten zu Wettbewerbsvorteilen führen, die mit hohen Einnahmen verbunden sind (*Frank 1994*). Diese Theorie kann höhere Entschädigungen für Topmanager in Branchen erklären, wo *über die Zeit* die relativen Fähigkeiten immer wichtiger geworden sind. Für den Bereich der Telekommunikation beispielsweise, in dem die Globalisierung die Absatz- und Beschaffungsmärkte stark vergrössert hat, scheint dies plausibel. Da die Theorie zugleich sinkende Entschädigungen für relativ weniger talentierte Manager voraussagt, kann damit aber der starke Anstieg der *Median*-Entschädigung für Manager nicht erklärt werden.

Die bisher diskutierten Ansätze haben sicherlich einen gewissen Erklärungsgehalt, doch sind sie insgesamt unbefriedigend. Angebots- und nachfrageseitige Veränderungen auf dem

Managermarkt sind generell wenig untersucht worden, und vorhandene Theorien werden entweder von den Daten nicht gestützt oder sind noch gar nicht empirisch überprüft worden.

D. Managerentlohnung als Ergebnis von Rent Seeking

Bisher wurde von der Annahme ausgegangen, dass die Kräfte eines perfekt funktionierenden Marktes die Managerentlohnung bestimmen, oder dass zumindest die Unternehmungen optimale Anreizverträge für ihre Manager schreiben.^{ix} In diesem Abschnitt weichen wir von der Vorstellung ab, das Eigeninteresse der Manager würde durch Marktkräfte oder Anreizverträge optimal mit den Zielen der Firmeneigentümer vereinbar gemacht. Manager als Anbieter von Managementdienstleistungen können die Nachfrage nach diesen Leistungen oft zu ihren eigenen Gunsten beeinflussen. Wir zeigen zuerst exemplarisch anhand einer spezifischen Entlohnungspraxis, dass Manager tatsächlich den Entlohnungsprozess manipulieren. Wichtiger ist jedoch die Einsicht, dass die Bedingungen, um die eigenen Interessen erfolgreich zu verfolgen, vor allem vom institutionellen Umfeld abhängen. Es gibt ‚Agenten mit und ohne Prinzipale‘ (Betrand/Mullainathan 2000). Wir fassen neuere empirische Literatur zusammen, die zeigt, dass das Niveau und die Struktur der Managerentlohnung stark vom Ausmass der *Kontrolle* abhängt, welcher sich Manager als Agenten gegenübersehen.^x Managerentlohnung wird somit mit der Qualität der corporate governance in Verbindung gebracht. Die empirischen Studien beziehen sich dabei stark auf den Fall der USA, da die erwähnten Zusammenhänge dort aufgrund der Datenlage am besten untersucht sind (eine Ausnahme bilden Conyon/Schwalbach 1999).

1. Entlohnung anhand von Referenzgruppen

Eine grosse Anzahl von Firmen stützt sich bei der Festlegung der Managerentlohnung auf ein sogenanntes ‚benchmarking‘. Dabei wird das Lohnniveau in der eigenen Firma mit jenem einer Referenzgruppe verglichen. Typischerweise ist dies eine Gruppe von Firmen aus der gleichen Industrie mit ähnlicher Grösse. Diese Institution ist zentral für die Entwicklung der Managerentlohnung, weil Firmen in aller Regel versuchen, die Kompensation ihrer Manager *am oder über dem Medianniveau der Referenzgruppe festzulegen*. Die Praxis ist hervorragend dokumentiert und wird von zahlreichen Firmen explizit als Politik bei der Managerentlohnung angegeben.^{xi} Die Folge ist ein Einklinkeffekt: wenn sich alle Firmen in einem Markt so verhalten, wird das durchschnittliche Entlohnungsniveau stetig nach oben steigen.

Neuere Studien belegen, dass die Referenzgruppenentlohnung substantiell zur Erklärung der Lohnsteigerungen in den USA beiträgt (Porac et al. 1999; Bizjak et al. 2000). Bizjak et al. (2000) finden für die S&P500 Firmen und die Jahre von 1992-1998 folgende Resultate: CEOs, welche unter dem Medianniveau einer Referenzgruppe von Firmen vergleichbarer Grösse und Industrie bezahlt werden, erhalten massiv höhere *Salärsteigerungen* als CEOs, welche bereits über dem Medianniveau liegen. Für das Teilsample der kleineren S&P500 Firmen sind diese Salärsteigerungen – in Prozentpunkten ausgedrückt – *doppelt so hoch*, für das Teilsample der grösseren Firmen eineinhalb mal so gross. Werden auch Aktienoptionen in die Analyse einbezogen, sind die Unterschiede noch grösser. CEOs, welche unter dem Referenzgruppenmedian liegen, erhalten in grossen Firmen jährlich um 16% höhere Aktienoptionsbezüge, während CEO über dem Medianniveau ‚nur‘ Erhöhungen von 7% erhalten (für kleinere Firmen beträgt das Verhältnis 21% zu 10%). In absoluten Zahlen ausgedrückt, sind diese Unterschiede ebenfalls substantiell: ein CEO unter dem Medianniveau erhält im Schnitt um 105'000 US\$ höhere Optionsbezüge als ein CEO über dem Medianniveau (kleinere Firmen: 55'000 US\$). Interessanterweise erhalten Manager, welche unter dem Medianniveau liegen, auch dann massive Kompensationserhöhungen, wenn ihre Firma schlechter dasteht als die Vergleichsfirmen (gemessen sowohl an Bilanzkennzahlen als auch an aktienkursbasierten Erfolgskriterien). Demnach haben die Lohnerhöhungen nichts mit Leistung zu tun. Es scheint, dass Markt- und Kontrollkräfte hier erfolgreich ausser Kraft gesetzt worden sind. In einem gut funktionierenden Markt würden sich Manager finden, welche die gleiche Leistung auch für einen Lohn unter dem Medianniveau anbieten würden, wodurch der Einklinkeffekt untergraben würde.

Die Referenzgruppenentlohnung gibt Managern ein Instrument zur Beeinflussung des Entlohnungsprozesses in die Hand. Es besteht ein Anreiz, die *Definition der Referenzgruppe strategisch zu manipulieren*. Crystal (1991; zit. in Porac et al. 1999, 117) bietet anekdotische Evidenz, dass Topmanager jene Performancemasse herausstreichen, bei denen ihre Firma gut abschneidet, und ihnen nahestehende Aufsichtsratsmitglieder wie auch externe Kompensationsberater zur Auswahl von Vergleichsfirmen drängen, welche die eigene Firma in einem guten Lichte erscheinen lassen. Porac et al. (1999) belegen empirisch, dass Manager die Referenzgruppenwahl so beeinflussen, dass sich dies auf ihre Entlohnung positiv auswirkt. Eine statistische Analyse von 280 der S&P500 Firmen ergibt, dass die Referenzgruppendefinition über die eigenen Industriegrenzen ausgeweitet wird (d.h. um schlechter performende Firmen ergänzt wird), wenn dies im Interesse der Manager ist. Dies ist beispielsweise mit grösserer

Wahrscheinlichkeit der Fall, wenn die Firma eine schlechte Performance aufweist, die eigene Industrie allgemein gut dasteht, und je höher die Kompensation ist, welche der CEO bereits erhält (und darum gerechtfertigt werden muss).

2. *Institutionelle Faktoren der Managerentlohnung*

Wie stark Manager den Entlohnungsprozess – und damit als Anbieter die Nachfrage nach Managementleistungen – beeinflussen können, hängt davon ab, welche institutionellen Restriktionen sie an der Verfolgung ihres Eigeninteresses hindern. Eine neuere Literatur stellt die These ins Zentrum, dass Unterschiede in der Qualität der corporate governance für die beobachteten Lohnunterschiede verantwortlich sind (*Daily et al. 1998; David et al. 1998; Finkelstein/Boyd 1998; Conyon/Schwalbach 1999; Core et al. 1999; Bertrand/Mullainathan 2000, Hartzell/Starks 2000; Benz et al. 2001*). Es wird davon ausgegangen, dass härtere institutionelle Kontrollen den Handlungsspielraum von Managern und damit auch die Verhandlungsmacht bei der Lohnaushandlung beschränken. Als relevante Restriktionen werden in diesen Studien generell die Struktur des Aufsichtsrates (‘board of directors’) oder des Aktionariats untersucht, sowie bisweilen auch das weitere Managementumfeld in Form des Absatzmarktes einer Unternehmung.

In der Literatur ist die Rolle des Aufsichtsrates am besten untersucht worden. Der Aufsichtsrat kontrolliert in Vertretung der Aktionäre das Management und legt in der Regel auch seine Entlohnung fest.^{xii} *Core et al. (1999)* haben die bis anhin umfassendste Studie zum Einfluss verschiedener Charakteristika von Aufsichtsräten auf das Niveau und die Zusammensetzung der Managerentlohnung vorgelegt. Ihre Ergebnisse zeigen, dass weniger restriktive corporate governance Strukturen zu signifikant höheren Managergehältern und zu einem höheren Anteil an variabler Entlohnung führen. Manager können ihre Eigeninteressen demnach besser verfolgen: wenn der CEO gleichzeitig Aufsichtsratspräsident ist; je grösser der Aufsichtsrat ist; je mehr externe Direktoren vom CEO ernannt worden sind; und je mehr ‚graue Direktoren‘ im Aufsichtsrat sind (die selbst oder deren Arbeitgeber von der Firma Zahlungen erhalten, die über das Aufsichtsrats Honorar hinaus gehen).

Bertrand/Mullainathan (2000) untersuchen den Einfluss der Aktionärsstruktur auf die Managerentlohnung. Ihr Mass für ‚good governance‘ ist die Präsenz eines Grossaktionärs, der mehr als 5% der Firmenaktien hält. Die Autoren finden zwei Ergebnisse: erstens zeigen sie anhand von Firmen in der Ölbranche, dass eine stärkere Kontrolle seitens der Aktionäre zu signifikant niedrigeren Lohnerhöhungen aufgrund glücklicher Ereignisse führt. Der Erfolg von

Ölfirmen hängt oft stark vom Ölpreis ab; dieser kann von den Managern der einzelnen Firmen jedoch nicht beeinflusst werden und stellt deshalb auch keine spezifische Leistung des Managements dar. Offenbar können schlechter kontrollierte Manager eine für die Firma ‚glückliche‘ Entwicklung des Ölpreises besser in eine Erhöhung des eigenen Lohnes ummünzen. Zweitens führen schwache corporate governance Strukturen dazu, dass Manager bei der Vergabe von Aktienoptionen bevorzugt behandelt werden. Aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie sollten Firmen bei einer Erhöhung des variablen Lohnbestandteils ihrer Manager diese gleichzeitig an anderer Stelle zur Kasse bitten, z.B. indem das Grundsalar entsprechend gesenkt wird. Die Resultate zeigen, dass bei Präsenz eines Grossaktionärs die Manager ihre Aktienoptionen zu relativ ungünstigeren Konditionen beziehen, weil sie eine grössere Senkung im Grundsalar hinnehmen müssen. Noch direkter wird der Einfluss der Aktionärsstruktur auf die Managemententlohnung von *Hartzell/Starks* (2000) untersucht. Die Autoren finden, dass eine stärkere Präsenz von institutionellen Investoren die absolute Lohnhöhe und den Anteil der variablen Entlohnung ceteris paribus substantiell senkt.

Benz et al. (2001) verbinden obige Ansätze mit einem etwas erweiterten Bild institutioneller Restriktionen. Neben der Struktur des Aufsichtsrates und des Aktionariats beziehen sie auch die Wettbewerbssituation auf dem Absatzmarkt einer Unternehmung mit ein. Die Wettbewerbssituation auf dem Absatzmarkt der Unternehmung stellt zweifellos eine starke Restriktion des Managements dar. Ein harter Wettbewerbsdruck zwingt die Unternehmensleitung nicht nur dazu, die Wünsche der Konsumenten besser zu berücksichtigen, sondern verhindert auch, dass überhöhte Personalkosten auf die Konsumenten überwältzt werden können. Die Autoren untersuchen spezifisch die Einflüsse der drei Faktoren auf die Entlohnung mittels Aktienoptionen, welche in den USA hauptsächlich für die Lohnerhöhungen verantwortlich sind. Anhand der Lohnentwicklung der S&P500 Firmen in den Jahren 1992-1997 wird gezeigt, dass Topmanager absolut wie auch relativ zum Gesamtlohn umso mehr Aktienoptionen erhalten, je weniger restriktiv das institutionelle Umfeld ist. Dies ist der Fall: (i) je stärker das Management im Aufsichtsrat der eigenen Firma vertreten ist; (ii) je breiter die Aktien einer Firma gestreut sind und (iii) je schwächer der Wettbewerbsdruck auf dem Absatzmarkt einer Unternehmung ist.

Die dargestellten Resultate deuten darauf hin, dass schwache corporate governance Strukturen es den Topmanagern erlaubt haben, sich im Umfeld einer steigenden Börse Renten in Form hoher Optionszahlungen anzueignen. Damit ist gemeint, dass die Entlohnungen systematisch über der

Grenzproduktivität von Managementdienstleistungen liegen. Dies gilt zumindest für amerikanische Topmanager und die Boomjahre der 90er. Aktuelle Entwicklungen deuten jedoch darauf hin, dass der Trend zu höheren Managementgehältern auch durch den Börseneinbruch des letzten Jahres nicht gebremst worden ist. Im Gegenteil sind die durchschnittlichen Bezüge bei den 200 grössten US-Firmen im Jahre 2000 nochmals um 25% gestiegen (*New York Times* 2001). Dies rührt daher, dass in vielen Fällen die Ausübungspreise der ausstehenden Optionen nachträglich gesenkt wurde („repricing“) oder die Manager beim Aufsichtsrat ganz einfach darauf drängten, ihnen deutlich mehr Optionen auszuhändigen, um die tieferen Börsenkurse der Papiere zu kompensieren. Die Verfasser der Lohnerhebung stellten fest (ebd., 1): „The risk is being taken out of executive compensation“. Die „New York Times“ kommentierte dazu, dass zwei Illusionen im letzten Jahr geplatzt seien: „In short, the notion that corporate America pays its top managers based on their performance went the same way in 2000 as the idea that Internet stocks should be valued based on ‚page views‘.“ (ebd., 1). Inwiefern diese Entwicklungen mit der Qualität von corporate governance Strukturen korrelieren, bleibt zu untersuchen. Zudem fehlen bisher systematische Studien, welche die beschriebenen Zusammenhänge für europäische Länder analysieren.

3. *Ein Erklärungsansatz für die Entwicklung in den USA*

Die bisherigen Ausführungen bieten ein zwiespältiges Bild. Die im letzten Abschnitt dargestellten Studien deuten darauf hin, dass der Managermarkt nur unvollkommen funktioniert. Diese an sich wichtige Einsicht erklärt jedoch nicht, warum Managerlöhne gerade in den letzten Jahren stark angestiegen sind. Es ist denkbar, dass der Managermarkt schon immer schlecht funktioniert hat; wir haben diesbezüglich keine wesentlichen Änderungen identifiziert. Die in Abschnitt C präsentierten Ansätze zu Angebots- und Nachfrageverschiebungen scheinen für das Verständnis der Entlohnungstrends erfolgsversprechender, weil sie *strukturelle Änderungen* für die Entwicklung verantwortlich machen. Ihre Erklärungskraft erwies sich jedoch als wenig stichhaltig. Wir bieten abschliessend einen Erklärungsansatz zur Diskussion an, welcher diese Unzulänglichkeiten zu überwinden versucht. Der Ansatz verbindet eine konkrete institutionelle Änderung mit der Vorstellung eines unvollkommenen Managermarktes. Er zielt darauf, die

spezifische Entwicklung in den USA verständlicher zu machen und betrachtet demnach nur ein partielles, wenn auch wichtiges, Phänomen.

Die Entlohnung amerikanischer Topmanager ist besonders nach 1992 stark angestiegen (*Murphy* 1999, Fig.1, 2487). Wir sehen dies als eine direkte Folge der Einführung von umfassenden Offenlegungspflichten für die Entschädigungen von Topmanagern durch die amerikanische Security and Exchange Commission im selben Jahr. Die verstärkte Transparenz hat paradoxerweise dazu geführt, dass ein sich selbst verstärkender Prozess der Referenzgruppenentlohnung in Gang gesetzt wurde. Wie in Abschnitt D gezeigt, erklärt diese Entlohnungspraxis einen substantiellen Teil der Lohnsteigerungen in den USA. Sie führt zu einem Einklinkeffekt, welcher die durchschnittlichen Kompensationen stetig steigen lässt.^{xiii}

Ohne Zweifel wurden Lohnvergleiche auch schon vor 1992 durchgeführt. Unseres Erachtens hat die SEC-Regulierung dem Instrument der Referenzgruppenentlohnung jedoch aus zwei Gründen zentrales Gewicht gegeben. Erstens mussten die börsenkotierten Firmen zum ersten Mal offenlegen, nach welchen Kriterien sie die Entlohnung ihrer Topmanager bestimmen. Für viele Firmen wird die Orientierung am Median einer Referenzgruppe das naheliegendste Verfahren gewesen sein. Zweitens wurde durch die Pflicht zur detaillierten Offenlegung der Topmanagerlöhne erstmals transparent, wieviel die Manager der Referenzgruppe *genau* verdienten. Der Referenzgruppenmechanismus und der daraus folgende Einklinkeffekt bei der Lohnentwicklung wurde dadurch hochwirksam. In einem aufgrund teilweise mangelnder corporate governance nur unvollkommen funktionierenden Managermarkt haben sich die amerikanischen Topmanager so substantielle Renten aneignen können.

E. Schlussbemerkungen

Die beschriebenen Entwicklungen in der Managerentlohnung verstossen gegen das Gerechtigkeitsempfinden vieler Menschen. Sie stellen aus einer engen ökonomischen Sicht jedoch solange kein Problem dar, als es sich dabei um eine reine Verteilungsfrage handelt. Wenn es beispielsweise so ist, dass sich Manager ein grösseres Stück am Kuchen des geschaffenen Unternehmenswertes gesichert, das Wachstum des Kuchens aber nicht negativ beeinflusst haben, dann ist aus allokativer Sicht wenig dagegen einzuwenden. Die Aktionäre können sich ja wehren, wenn sie mit der Aufteilung nicht einverstanden sind: einerseits mittels ihres Stimmrechts (voice), in einem gut funktionierenden Kapitalmarkt aber vor allem durch einen Verkauf ihrer

Anteile (exit). Jede aufgrund ökonomischer Kriterien ungerechtfertigte Entlohnung wäre dann bereits im Aktienkurs einer Unternehmung kapitalisiert. Die beobachtete Entwicklung bei den Managerlöhnen ist aus einer engen ökonomischen Sicht nur dann problematisch, wenn damit reale, allokativen Konsequenzen verbunden sind. Solche reale Konsequenzen sind schwierig festzumachen. Dennoch möchten wir abschliessend einige Vermutungen äussern, worin sie liegen könnten.

Reale Konsequenzen können sich beispielsweise ergeben, wenn die steigende Ungleichverteilung zu Reaktionen im politischen Prozess führt oder sich Auswirkungen auf die Motivation anderer Arbeitnehmer ergeben. Im politischen Bereich ist vorstellbar, dass ineffiziente Regulierungen durchgesetzt werden, um Managergehälter zu beschränken (ein Höchstlohn von 1 Million Franken für CEOs von Firmen einer gewissen Grösse, beispielsweise).^{xiv} Als unfair empfundene Managergehälter können zudem die Leistungsmotivation von Arbeitnehmern der betroffenen Firmen und womöglich gar einer ganzen Volkswirtschaft beeinträchtigen. Diese Sicht wird vor allem in der sozialpsychologischen und soziologischen Forschung vertreten (siehe *O'Reilly et al.* 1998 für eine Übersicht). Sie scheint plausibel, auch wenn Ökonomen in der Regel davon ausgehen, dass höhere Einkommensdisparitäten stärkere Anreize setzen, sich im Kampf um firmeninternen (und sozialen) Aufstieg zu engagieren („promotion tournaments“).

Ob die Entwicklung der Managerlöhne tatsächlich solche schädlichen Auswirkungen zeitigt, ist mithin noch schwierig beurteilbar. Klarer scheint hingegen, dass die Löhne heute überhöht sind (dies kann allerdings nur für die USA gesagt werden). Die Evidenz, welche in Abschnitt D vorgestellt wurde, deutet darauf hin, dass die Managerlöhne in den USA präzedenzlos angestiegen sind, weil Markt- und Kontrollkräfte im Managermarkt oft zu wenig wirksam waren. Damit entsprechen die heutigen Löhne nicht mehr dem, was Aktionäre den Managern optimalerweise zu bezahlen bereit wären. In einem aufgrund teilweise mangelnder corporate governance nur unvollkommen funktionierenden Managermarkt haben sich, so unsere Interpretation der vorliegenden Evidenz, die amerikanischen Topmanager substantielle Renten aneignen können.

Für eine Berichtigung dieser Situation erscheint es nicht angebracht, sich allein auf Marktkräfte zu verlassen. Die exit-Option der Aktionäre erscheint wenig wirksam, da insbesondere für das Topmanagement der meisten grossen Firmen ein gleichgerichtetes Lohnsetzungsverhalten um sich gegriffen hat, und deshalb ein Ausweichen für die Anleger schwierig ist. Lohnanpassungen

sind mittelfristig eher zu erwarten, wenn institutionelle Änderungen erfolgen, welche die direkten Kontrollkräfte stärken. Abschliessend sollen deshalb einige Reformvorschläge kurz diskutiert werden, welche die Kontrollkräfte im Managermarkt stärken können.

- (1) Als wichtigste Voraussetzung für einen funktionierenden Markt, welche insbesondere in Deutschland, der Schweiz und anderen europäischen Ländern noch nicht erfüllt ist, erscheint weiterhin eine höhere *Transparenz* bei den Managerlöhnen. Für börsenkotierte Firmen sollten umfassende Offenlegungsvorschriften gelten. Die Diskussion um die Referenzgruppenentlohnung hat gezeigt, dass Transparenz zwar eine notwendige, jedoch keineswegs hinreichende Bedingung für einen funktionierenden Managermarkt ist. Wenn sie nicht um andere Kontrollkräfte ergänzt wird, ist Transparenz alleine wenig wirksam oder sogar kontraproduktiv. Institutionelle Reformen sollten deshalb auch bei der corporate governance ansetzen (siehe (2) und (3)).
- (2) Auf der Ebene der Corporate Governance ist eine stärkere *personelle Trennung* zwischen Aufsichtsrat und Geschäftsleitung angezeigt. Mitglieder der Geschäftsleitung sollten nicht gleichzeitig im Aufsichtsrat Einsitz nehmen, und insbesondere keine Zuständigkeit für die Lohngestaltung des Topmanagements haben.
- (3) Bei Publikumsgesellschaften sollten *externe Grossaktionäre nicht behindert* werden, da diese stärkere Kontrollanreize haben. Die Corporate Governance kann auch gestärkt werden, indem Kreuzbeteiligungen von Unternehmen mit entsprechenden Interessenverflechtungen vermehrt offengelegt werden müssen.
- (4) Auf den Gütermärkten sollte eine starke Wettbewerbsbehörde den *Wettbewerb sichern*, damit eine Überbezahlung des Managements durch den Konkurrenzdruck erschwert wird.

Diese Vorschläge haben ohne Zweifel keinen abschliessenden Charakter. Sie sollen jedoch die Stossrichtung aufzeigen: *Institutionelle* Anpassungen erscheinen nötig, damit die Managerentschädigungen wieder einer effektiven Kontrolle ausgesetzt sind.

F. Literaturverzeichnis

Abowd, J. M./Bognanno, M. (1995): International Differences in Executive and Managerial Compensation, in: Freeman, R. B./Katz, L. F. (Hrsg.): Differences and Changes in Wage Structures, Chicago, 67-103.

- Abowd, J. M./Kaplan, D. S. (1999): Executive Compensation: Six Questions That Need Answering, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4, S. 145-168.*
- Benz, M./Kucher, M./Stutzer, A. (2001): Are Stock Options the Managers' Blessing? Stock Option Compensation and Institutional Controls, in: University of Zurich, Institute for Empirical Research in Economics Working Paper Nr. 61.*
- Betrand, M./Mullainathan, S. (2000): Agents With and Without Principals, in: American Economic Review, Vol. 90, No. 2, S. 203-208.*
- Bizjak, J. M./Lemmon, M.L./Naveen L. (2000): Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensation? in: Portland State University, Department of Finance Working Paper.*
- Carpenter, J./Yermack, D. (1999) (eds.): Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence, Dordrecht.*
- Canyon, M. J./Peck, S. I. (1998): Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, in: Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, S. 146-157.*
- Canyon, M. J./Schwalbach, J. (1999): European Differences in Executive Pay and Corporate Governance, in: Carpenter, J./Yermack, D. (eds.): Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence, Dordrecht.*
- Core, J. E./Guay, W. (2001): When Contracts Require Risk-Averse Executives to Hold Equity: Implications for Option Valuation and Relative Performance Evaluation, in: University of Pennsylvania, Working Paper.*
- Core, J. E./Holthausen, R. W./Larcker, D. F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, in: Journal of Financial Economics, Vol. 51, S. 371-406.*
- Crystal, G. (1991): In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives, New York.*
- Daily, C. M./Johnson, J. L./Ellstrand, A. E./Dalton, D. R. (1998): Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation, in: Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, S. 209-220.*
- David, P./Kochhar, R./Levitas, E. (1998): The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation, in: Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, S. 200-208.*
- Finkelstein, S./Boyd, B. (1998): How Much Does the CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation, in: Academy of Management Journal, Vol. 41, No. 2, S. 179-199.*
- Frank, R. H. (1994): Talent and the Winner-Take-All Society, in: The American Prospect, Vol. 5, No. 17.*
- Frank, R. H. (1999): Luxury Fever. Why Money Fails to Satisfy in an Era of Excess, New York.*
- Hall, B. J./Liebman, J. B. (1998): Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 111, No. 3, S. 653-61.*
- Hall, B. J./Murphy, K. J. (2000): Stock Options for Undiversified Executives, in: Harvard Business School, Working Paper.*
- Hallock, K. F./Murphy, K. J. (1998) (eds.): The Economics of Executive Compensation, Cheltenham.*
- Hartzell, J. C./Starks, L. T. (2000): Institutional Investors and Executive Compensation, in: Working Paper, New York University, Stern School of Business.*
- Holmstrom, B. (1979): Moral Hazard and Observability, in: Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1, S. 74-91.*

- Holmstrom, B.* (1982): Moral Hazard in Teams, in: *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, No. 2, S. 324-40.
- Holmstrom, B./Kaplan, S. N.* (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s, in: MIT Working Paper No. 01-11.
- Jensen, M. C./Murphy, K. J.* (1990): Performance Pay and Top-Management Incentives, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, S. 225-264.
- Kaplan, S. N.* (1999): Top Executive Incentives in Germany, Japan and the USA: A Comparison, in: *Carpenter J./Yermack D.* (eds.): *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, Dordrecht, S. 3-12.
- Lambert, R./Larcker, D./Verrecchia, R.* (1991): Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, S. 129-149.
- Lazear, E. P.* (2000): Performance Pay and Productivity, in: *American Economic Review*, Vol. 90, No. 5, S. 1346-1361.
- Meulbroeck, L.* (2000): The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options, in: Harvard Business School, Working Paper.
- Murphy, K. J.* (1999): Executive Compensation, in: *Ashenfelter, O./Card, D.* (eds.): *Handbook of Labor Economics*, Volume 3, Amsterdam, S. 2485-2563.
- o.V.* (2000): America's Talent Battle: The Real Meaning of Empowerment, in: *Economist*, Vol. 354, 25.3.2000, S. 75-77.
- o.V.* (2001): For the Boss, Happy Days Are Still Here, Executive Pay: A Special Report, in: *New York Times*, 1.4.2001.
- O'Reilly, C./Wade, J./Pollock, T.* (1998): Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation, in: Stanford University Working Paper.
- Oyer, P.* (2000): Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effect? in: Stanford University, Graduate School of Business Working Paper.
- Perry, T./Zenner, M.* (2000). CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation? in: *Wake Forest Law Review*, Vol. 35, No. 1, S. 123-152.
- Porac, J. F./Wade, J.B./Pollock, T. G.* (1999): Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, No. 1, S. 112-144.
- Prendergast, C.* (1999): The Provision of Incentives in Firms, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, S. 7-63.
- Schwalbach, J.* (1999): Entwicklung der Managervergütung, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Vol. 6, S. 592-602.
- Tosi, H. L./Werner, S./Katz, J. P./Gomez-Mejia, L. R.* (2000): How much does Performance Matter? A Meta Analysis of CEO Pay Studies, in: *Journal of Management*, Vol. 26, No. 2, S. 301-339.

Anmerkungen

ⁱ Für eine eingehendere Darstellung dieser Entwicklungen siehe *Murphy* (1999).

ⁱⁱ *Handelszeitung* Nr. 26, 28.6.2000, S. 21.

ⁱⁱⁱ „We believe management’s acceptance of the shareholders’ perspective was greatly aided by lucrative stock option plans, which allowed executives to reap big financial benefits from increased share prices“ (*Holmstrom/Kaplan* 2001, 21).

^{iv} Ironischerweise wurde der Übergang zu grosszügigen Anreizlöhnen Anfang der 90er Jahre von der Wirtschaftspresse noch als Gefahr für die Wettbewerbsfähigkeit der USA gegenüber Japan angeschaut (*Wall Street Journal* vom 21. Januar 1992 zit. in *Murphy* 1999, 2552).

^v Im Vergleich dazu lässt sich 40% der Varianz auf die Firmengrösse zurückführen.

^{vi} Auch wenn die beobachteten, schwach positiven Zusammenhänge korrekt sind, ist damit noch nichts über die Kausalität ausgesagt: Bieten Aktienoptionen tatsächlich stärkere Leistungsanreize, die sich in höheren Umsatz- und Aktienrenditen respektive in zusätzlichem Aktionärsvermögen niederschlagen? Oder bedeutet der Zusammenhang ganz einfach nur, dass erfolgreiche Firmen ihren Topmanagern höhere Entschädigungen zahlen? Zahlreiche Hinweise sprechen für letztere Interpretation. Die Kursgewinne einer Unternehmung, welche sich für die Topmanager in einem höheren Wert ihrer Aktienoptionen niederschlagen, sind oft mehr durch äussere Umstände verursacht als durch die Unternehmensleitung. So hat das Wirtschaftswachstum in den USA in den 90er-Jahren massgeblich zum Börsenboom beigetragen. Firmen versuchen zudem selbst ihren Aktienkurs zu beeinflussen. Beispielsweise kaufen Unternehmensleitungen, welche viele Aktienoptionen besitzen, die Aktien der eigenen Firma zurück, wenn die Titel Anzeichen von Schwäche aufweisen. Im weiteren kann sich der Zusammenhang zwischen Börsenerfolg und dem Wert der Aktienoptionen aus einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung ergeben. Finanzanalysten berücksichtigen nämlich gemäss einer grossangelegten Umfrage von Pearl Meyer & Partners bei ihren Analysen die Art der Entschädigungen des Topmanagements und bewerten Aktienoptionspläne positiv in ihren Empfehlungen an die Anleger. Das Verhalten der Anleger führt auch zu einem positiven Zusammenhang zwischen Entschädigungshöhe und Unternehmenswert, wenn die Einführung eines Optionsplans als positives Signal gewertet wird, das vom Management erkannte günstige Aussichten widerspiegelt. Schliesslich können die Aktienkurse auch steigen, weil die Dividenden gekürzt werden. So hat sich gezeigt, dass Unternehmen um so tiefere Dividenden ausschütten, je bedeutender der Anteil der Aktienoptionen an der Gesamtentschädigung der Manager ist (*Lambert et al.* 1989).

^{vii} In eine ähnliche Richtung argumentieren heute auch Vertreter der Prinzipal-Agenten-Theorie wie *Oyer* (2000). Bei ihm steht die Frage im Zentrum, warum Firmen heute so viele Anreizverträge schreiben, obwohl diese offenbar keine Anreizeffekte haben. Wohl spielt in seinem Modell eine Angebotsverknappung direkt keine Rolle, doch geht es auch bei ihm um das Anwerben von Arbeitskräften. Anreizverträge werden vereinbart, damit Arbeitnehmer überhaupt für die eigene Firma angeworben werden können: „The model suggests that, while agency theory has focused on incentive compatibility, the often overlooked participation constraint can help explain many common compensation schemes“ (1). Dies ist der Fall, wenn man annimmt, dass die Beschäftigungsmöglichkeiten („outside options“) eines Arbeitnehmers mit der *Firmenperformance* korreliert sind, nicht aber mit der individuellen Performance.

^{viii} Der Leitartikel in der Beilage ‚Alpha‘ des *Tages-Anzeiger* vom 5. Mai 2001 zum Thema „Krieg um Talente“ bringt diese weit verbreitete Alltagstheorie auf den Punkt: „Die Kopfgeldjäger lauern im und ums Unternehmen, um die vielversprechendsten «Top Shots» der

Managementwelt zu ergattern. Jetzt, da die geburtenstarken Jahrgänge der Vergangenheit angehören, ist wieder die Rede von Kompetenz-Knappheit und von Arbeitskräftemangel.“

^{ix} Eine zentrale Einsicht der Prinzipal-Agenten-Theorie besteht gerade darin, dass ein funktionierender Markt nicht ausreicht, um die Manager zu einem optimalen Leistungsverhalten zu veranlassen (Holmstrom 1979; 1982). Weil asymmetrische Information zwischen Managern und Eigentümern bezüglich des Arbeitseinsatzes der Manager herrscht, entsteht ein Prinzipal-Agenten Problem. Unternehmungen sollten dann optimalerweise Anreizverträge schreiben, welche den Lohn eines Managers auf möglichst viele beobachtete Leistungsindikatoren kontingent macht. Eine *positive* Implikation dieser Theorie ist, dass in einer optimalen Welt solche Anreizverträge beobachtet werden sollten. Die Evidenz dafür ist gemischt (Prendergast 1999). Implizit wird deshalb oft auch *normativ* gefolgert, dass der Trend zu mehr Leistungsentlohnung eine wünschenswerte Entwicklung in Richtung einer optimaleren Welt ist. Es wurde bereits diskutiert, dass diese Folgerung nur berechtigt ist, wenn Anreizverträge tatsächlich zu einer höheren Grenzproduktivität von Managementleistungen führen (siehe Abschnitt 2). Es muss dazu auch von der Vorstellung abgegangen werden, die Prinzipale schrieben immer optimale Anreizverträge; Verbesserungen werden oft vorgenommen, weil Firmen in der Vergangenheit suboptimale Entlohnungsinstrumente angewendet haben (vgl. z.B. Lazear 2000).

^x Diese Literatur schliesst gewissermassen die „Black Box“ eines optimale Verträge schreibenden Prinzipalen auf, welcher von der Prinzipal-Agenten-Theorie lange Zeit axiomatisch angenommen wurde.

^{xi} Interessante Hinweise finden sich im informativen Appendix von Bizjak *et al.* (2000), wo die *proxy statements* zahlreicher grosser amerikanischer Firmen zitiert werden. Amerikanische Firmen sind seit einer Regulierungsänderung durch die Securities and Exchange Commission (SEC) im Jahre 1992 verpflichtet, ihre Kriterien bei der Entlohnungsfestsetzung offenzulegen.

^{xii} In den USA nehmen auch sog. compensation committees diese Funktion wahr. Sie sind Ausschüsse des Aufsichtsrates, die nur aus externen Aufsichtsräten bestehen und Entlohnungsvorschläge machen, welche vom Gesamtaufichtsrat genehmigt werden müssen. Die konkrete Festlegung der Managerentlohnung beruht aber oft auf sehr informellen Prozessen. Meist geben die Personalabteilungen Lohnempfehlungen zuhanden des Entschädigungsausschusses ab, die vorgehend zur Revision und Zustimmung dem Topmanagement unterbreitet werden. Im Zusammenspiel zwischen Topmanagement, Personalabteilung, Entschädigungsausschuss und Aufsichtsrat werden viele Kompromisse geschlossen und laufen Verhandlungen ab, die zu Entschädigungsplänen führen können, die auf Kosten der Aktionäre ausfallen. Selbst Verfechter von Aktienoptionen räumen ein: „[t]here is no doubt, however, that CEOs and other top managers exert at least some influence on both the level and the structure of their pay“ (Murphy 1999, 24).

^{xiii} Die Praxis der Referenzgruppenentlohnung erklärt möglicherweise auch den Anstieg der Managerentschädigungen in Europa. Durch Lohnvergleiche innerhalb von internationalen Firmen sind wohl die Vorstellungen über konforme Löhne auch auf Europa übergeschwappt, was sich beispielsweise bei der Gehaltsdiskussion für das Management von DaimlerChrysler klar zeigte.

^{xiv} Natürlich sind auch staatliche Eingriffe vorstellbar, welche das Marktversagen wirksam beseitigen. Einige mögliche institutionelle Änderungen bringen wir am Ende des Artikels vor. Beachtenswert in diesem Zusammenhang ist auch Frank (1999), der die Einführung einer Konsumsteuer vorschlägt.