



**BERGISCHE UNIVERSITÄT  
WUPPERTAL**

**Arbeitspapiere  
des Fachbereichs  
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften**

**Zur Diskussion  
um ausufernde  
Managervergütungen**

**Hintergrund, empirischer Zugang, Einordnung**

**Michael J. Fallgatter & Heiko Breitsohl**

Bergische Universität Wuppertal  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre,  
insb. Personalmanagement und Organisation  
Gaußstraße 20  
42119 Wuppertal

**Nummer 207  
Wuppertal, November 2006**

# **Zur Diskussion um ausufernde Managervergütungen – Hintergrund, empirischer Zugang, Einordnung**

Michael J. Fallgatter<sup>1</sup> & Heiko Breitsohl<sup>2</sup>

Die öffentliche Diskussion über die Höhe der Einkommen von Managern deutscher Großunternehmen wird immer kontroverser. So wird einerseits ein Zusammenhang zwischen steigenden Vergütungen und Entlassungen unterstellt, andererseits aber im internationalen Vergleich eine zu niedrige Vorstandsvergütung in Deutschland festgestellt. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht interessant ist die Frage, inwieweit Vorstandsvergütungen als angemessen eingestuft werden können. Eine auch nur annähernd fundierte Aussage zu einer angemessenen Vorstandsvergütung scheint theoretisch nicht deduzierbar zu sein. Dieses Arbeitspapier soll erstens Hintergründe der Vergütung von Spitzenmanagern aufzeigen; zweitens soll ein möglicher empirischer Zugang skizziert werden. Dies ist insofern wesentlich, als empirische Daten jenseits einer bloßen Deskription nicht existieren. Möglich wäre es beispielsweise, den Zusammenhang von Aktionärsstruktur und Vergütungshöhen zu beleuchten. Drittens sollen weiterführende Anmerkungen folgen, die die Bandbreite des Themas verdeutlichen.

Arbeitspapier Nr. 207

Bergische Universität Wuppertal  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre,  
insb. Personalmanagement und Organisation

November 2006

<sup>1</sup> Prof. Dr. Michael J. Fallgatter ist Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Personalmanagement und Organisation der Bergischen Universität Wuppertal, Gaußstraße 20, 42119 Wuppertal.

<sup>2</sup> Dipl.-Kfm. Heiko Breitsohl ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am o.g. Lehrstuhl.

## Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>2</b>
<b>1 Einführung .....</b>	<b>3</b>
<b>2 Hintergrund der aktuellen Diskussion .....</b>	<b>4</b>
2.1 Problematik der Lohngerechtigkeit bei Spitzenmanagern.....	4
2.2 Vergütungen der Jahre 2004 und 2005 .....	6
<b>3. Empirischer Zugang.....</b>	<b>8</b>
3.1 Zusammenhang von Unternehmensleistung und Vergütung.....	8
3.2 Unternehmenskontrolle als erklärender Faktor .....	9
3.3 Ansatzpunkte für eine vertiefende empirische Untersuchung.....	11
3.3.1 Untersuchungsgegenstand und -ziele .....	11
3.3.2 Methodische Hürden .....	13
<b>4. Weiterführende Anmerkungen .....</b>	<b>16</b>
4.1 Ist Transparenz der Schlüssel? .....	17
4.2 Sind hohe Vergütungen und „harte Entscheidungen“ Ausdruck einer mangelnden Unternehmensethik?.....	18
4.3 Sind hohe Vergütungen „rational“?.....	19
4.4 Welche Bedeutung hat die Diskussion eigentlich?.....	22
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>24</b>

# 1 Einführung

Seit einigen Jahren nimmt die Diskussion über die Höhe der Einkommen von Managern deutscher Großunternehmen einen großen öffentlichen Stellenwert ein. Obwohl dieses Phänomen weder völlig neuartig noch national beschränkt ist (vgl. die *F.A.Z.* vom 10.05.2006), erreichte die Debatte zuletzt eine neue Qualität. Dies zeigt sich in vielen Berichten und Kommentaren, die einerseits einen Zusammenhang zwischen steigenden Vergütungen und vor allem Entlassungen unterstellen, andererseits aber im internationalen Vergleich eine zu niedrige Vorstandsvergütung in Deutschland feststellen (vgl. die *F.A.S.* vom 19.11.2006).

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht interessant ist die Frage, inwieweit Vorstandsvergütungen als angemessen eingestuft werden können. Zwar sind die Vorstandsgehälter in erstaunliche Höhen vorgestoßen, außer einem „ungenuten Gefühl“ lassen sich jedoch wenig stichhaltige Belege für ein Ungleichgewicht zwischen Leistung und Vergütung finden. Eine auch nur annähernd fundierte Aussage zu einer angemessenen Vorstandsvergütung scheint theoretisch nicht deduzierbar zu sein (vgl. Alewell 1993, Steinmann/Löhr 1992, Heinen 1991).

Dieser Forschungsbericht hat drei Ziele: Zum Ersten sollen Hintergründe der Vergütung von Spitzenmanagern aufgezeigt werden. Dies betrifft neben der absoluten Höhe und einem europäischen Vergleich auch mögliche Argumente für und gegen die realisierten Vergütungen. Zum Zweiten soll ein möglicher empirischer Zugang skizziert werden. Dies ist insofern wesentlich, als empirische Daten jenseits einer bloßen Deskription nicht existieren. Möglich wäre es beispielsweise, den Zusammenhang von Aktionärsstruktur und Vergütungshöhen zu beleuchten. Dies würde den verbreiteten Argumenten und Kritikpunkten eine wirkliche Erklärung hinzufügen. Zum Dritten sollen weiterführende Anmerkungen folgen, die die Bandbreite des Themas verdeutlichen.

## 2 Hintergrund der aktuellen Diskussion

Um einen empirischen Zugang zur Vorstandsvergütung zu schaffen und Ansatzpunkte für einen Beitrag zur aktuellen Diskussion identifizieren zu können, müssen zunächst die Hintergründe der Vergütungsthematik bei Spitzenmanagern beleuchtet werden. Dazu sollen in diesem Abschnitt zwei Aspekte erörtert werden, die regelmäßig Dreh- und Angelpunkte der Kontroverse sind, nämlich die problematische Lohngerechtigkeit bei Managern (2.1) sowie die tatsächliche Höhe und Entwicklung der Vorstandsvergütung (2.2).

### 2.1 Problematik der Lohngerechtigkeit bei Spitzenmanagern

Üblicherweise begründet die personalwirtschaftliche Literatur Lohngerechtigkeit anhand von drei Dimensionen. Anforderungsgerechtigkeit, Leistungsgerechtigkeit und Korrekturfaktoren sollen aus einer relativen Perspektive die individuellen Vergütungshöhen transparent und gerecht festlegen. Dabei soll Anforderungsgerechtigkeit für eine angemessene Lohndifferenzierung gemäß den Schwierigkeitsgraden der Arbeitsplätze sorgen. Leistungsgerechtigkeit soll gewährleisten, dass Leistungsschwankungen eines Mitarbeiters bzw. Leistungsunterschiede zwischen Mitarbeitern bei der Lohnfindung berücksichtigt werden. Hinzu kommen Korrekturfaktoren, in welche die besondere Situation der Mitarbeiter oder des Unternehmens einfließen, wie etwa Familienstand, Wohnungsmarkt oder Standort. Hinsichtlich der Umsetzbarkeit lässt sich feststellen, dass ein allgemeiner Gerechtigkeitsmaßstab illusorisch ist und höchstens eine situationalen Gerechtigkeit hergestellt werden kann (vgl. Reichmann 2004). Bezogen auf Spitzenmanager wird diese Problematik jedoch noch verschärft. Das übliche, in Abbildung 1 dargestellte Schema ist mit besonderen Schwierigkeiten behaftet, die im Folgenden kurz umrissen werden.

Zur Festlegung der Anforderungsgerechtigkeit müsste für eine Arbeitsbewertung auch der Einfluss auf das Unternehmensergebnis Berücksichtigung finden. Wie ist dieser Einfluss jedoch einzuschätzen und in eine relative Bewertung zur erwarteten Tätigkeit von Mitarbeitern der zweiten Hierarchieebene zu setzen? Sollte man von einer Relation Arbeiter: Vorstand von 1:5 oder von 1:100 ausgehen? Derartige Schwierigkeiten treten in besonderem Maße bei Spitzenmanagern auf, sind jedoch sicherlich nicht unlösbar.

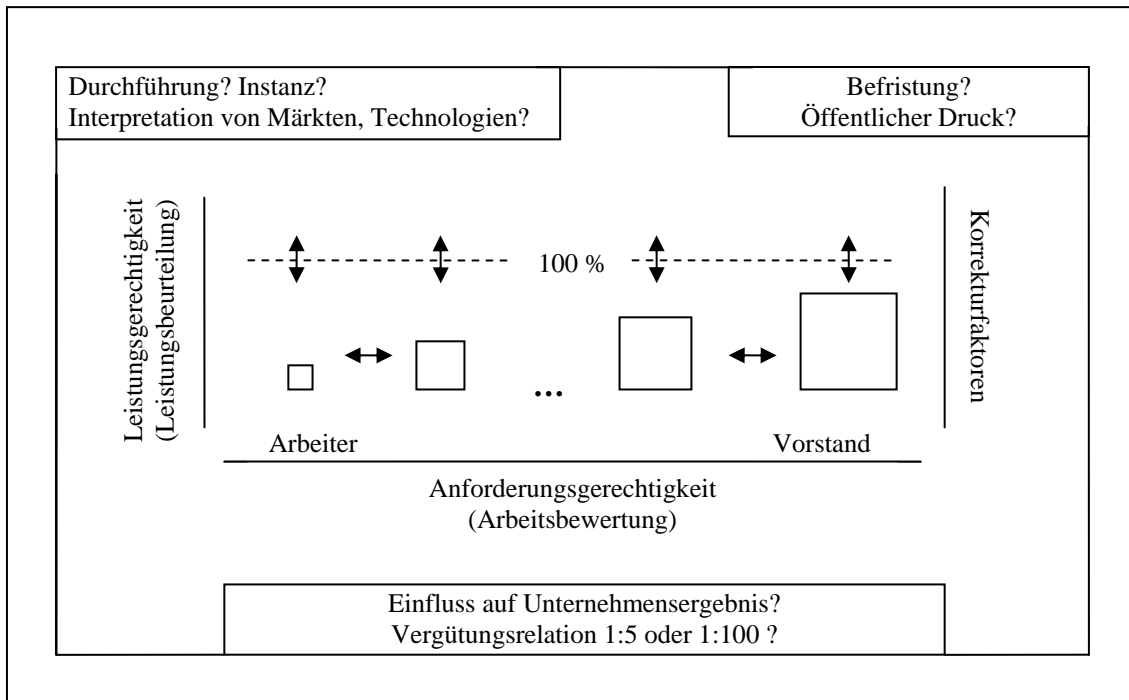


Abbildung 1: Lohngerechtigkeit bei Spitzenmanagern

Kaum möglich ist jedoch die Herstellung von Leistungsgerechtigkeit. Es fehlt die Instanz zur Durchführung einer üblichen Leistungsbeurteilung. Der Aufsichtsrat kann dies aus unterschiedlichen Gründen keinesfalls leisten. So ist der Kontakt zwischen Aufsichtsrat und Vorstand nicht annähernd so intensiv, wie dies für eine Leistungsbeurteilung erforderlich ist. Zudem sieht der Gesetzgeber die Rolle des Aufsichtsrates in einer „begleitenden Überwachung“, die sich in vielen Fällen auf die aktienrechtlich vorgeschriebenen zwei Sitzungen pro Halbjahr beschränkt. Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie Entwicklungen von Technologien, Märkten, Branchen sowie der konjunkturellen Entwicklung einbezogen werden sollen. Dabei handelt es sich um wesentliche Aspekte, die das Leistungsergebnis des Vorstands massiv befördern oder begrenzen und im letzteren Fall im Sinne einer tragfähigen Leistungsbeurteilung auch heraus gerechnet werden müssten.

Gegenüber Nicht-Vorstandspositionen anders gelagert ist auch die dritte Dimension und die Frage nach der Berücksichtigung von Korrekturfaktoren. In welchem Ausmaß sollen die gesetzlich zu Recht vorgeschriebene Befristung der Vorstandsverträge sowie die öffentliche Aufmerksamkeit und der in vielen Fällen entstehende öffentliche Druck die Vergütung beeinflussen? Die Antwort der Theorie und Praxis besteht vielfach in der Vereinbarung variabler Vergütungssysteme, um vor allem dem Problem der Leistungs-

gerechtigkeit zu begegnen. Dies schlägt sich sichtbar in der Vergütungsstruktur bei Vorstandsvorsitzenden während der letzten beiden Jahre nieder.

## 2.2 Vergütungen der Jahre 2004 und 2005

Eine fundierte Diskussion der Hintergründe von Vorstandsvergütungen erfordert auch eine Untersuchung der tatsächlichen Entwicklung derselben. In den Abbildungen 2 und 3 sind detaillierte Angaben zu den Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden der DAX- bzw. STOXX-Unternehmen des Jahres 2005 enthalten. Zudem werden für die Jahre 2005 und 2004 Mittel- und Medianwerte angegeben.

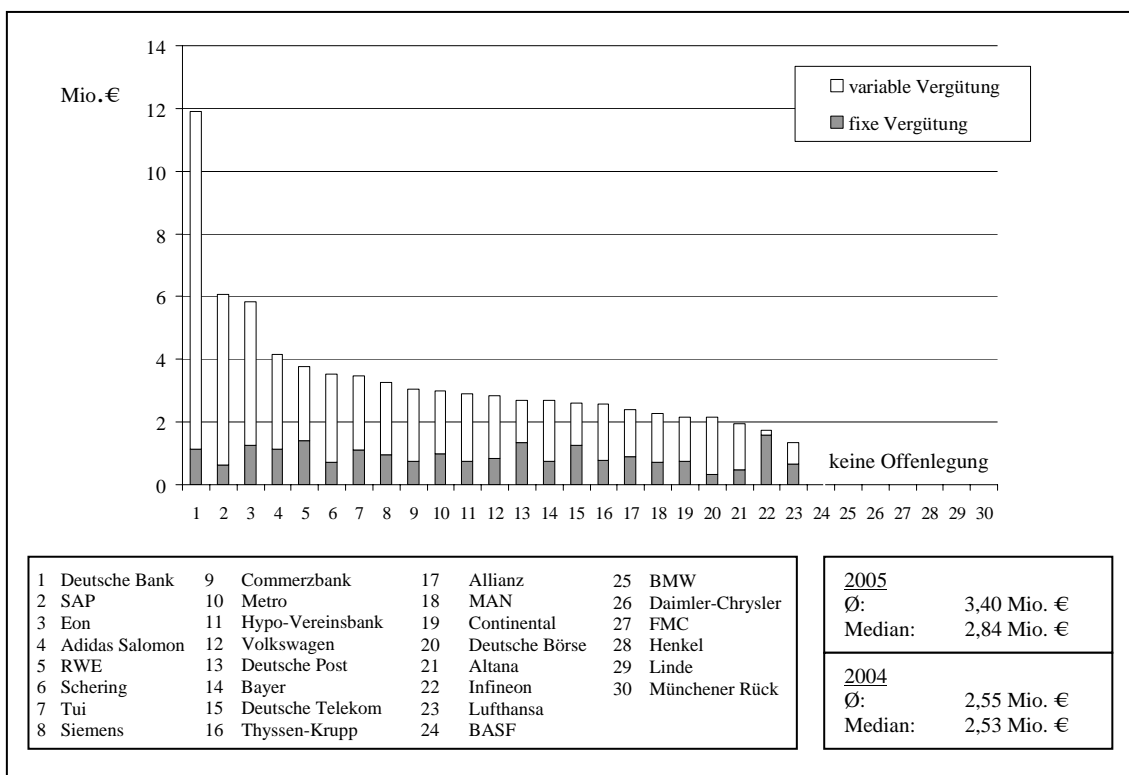


Abbildung 2: Bezüge der Vorstandsvorsitzenden der DAX-Unternehmen (Quelle: Kohnert 2006)

Bezogen auf die deutschen Unternehmen ist zu beobachten, dass sich die fixen Bestandteile der Entlohnung nur unwesentlich unterscheiden. Bei den variablen Komponenten gibt es jedoch erhebliche Unterschiede. Beispielsweise wird Josef Ackermann von der Deutschen Bank zu 90% variabel entlohnt, während dieser Anteil bei Wolfgang Ziebart (Infineon) lediglich 7,6% beträgt. Dennoch bewegen sich die Gesamtbeiträge – von den „Ausreißern“ Deutsche Bank, SAP und Eon abgesehen – in einem recht schmalen Intervall. Auffällig ist, dass sich der Median über die Vorstandsvergütungen der Unternehmen innerhalb eines Jahres um 12% erhöht hat, der Mittelwert aber um ein

Drittel. Offenbar sind die Ausreißer nach oben deutlicher geworden. Von 7 der dreißig Unternehmen wurden keine Daten zur Vorstandsvergütung veröffentlicht. Dieser Aspekt soll später noch genauer betrachtet werden (vgl. Abschnitt 3.3.1).

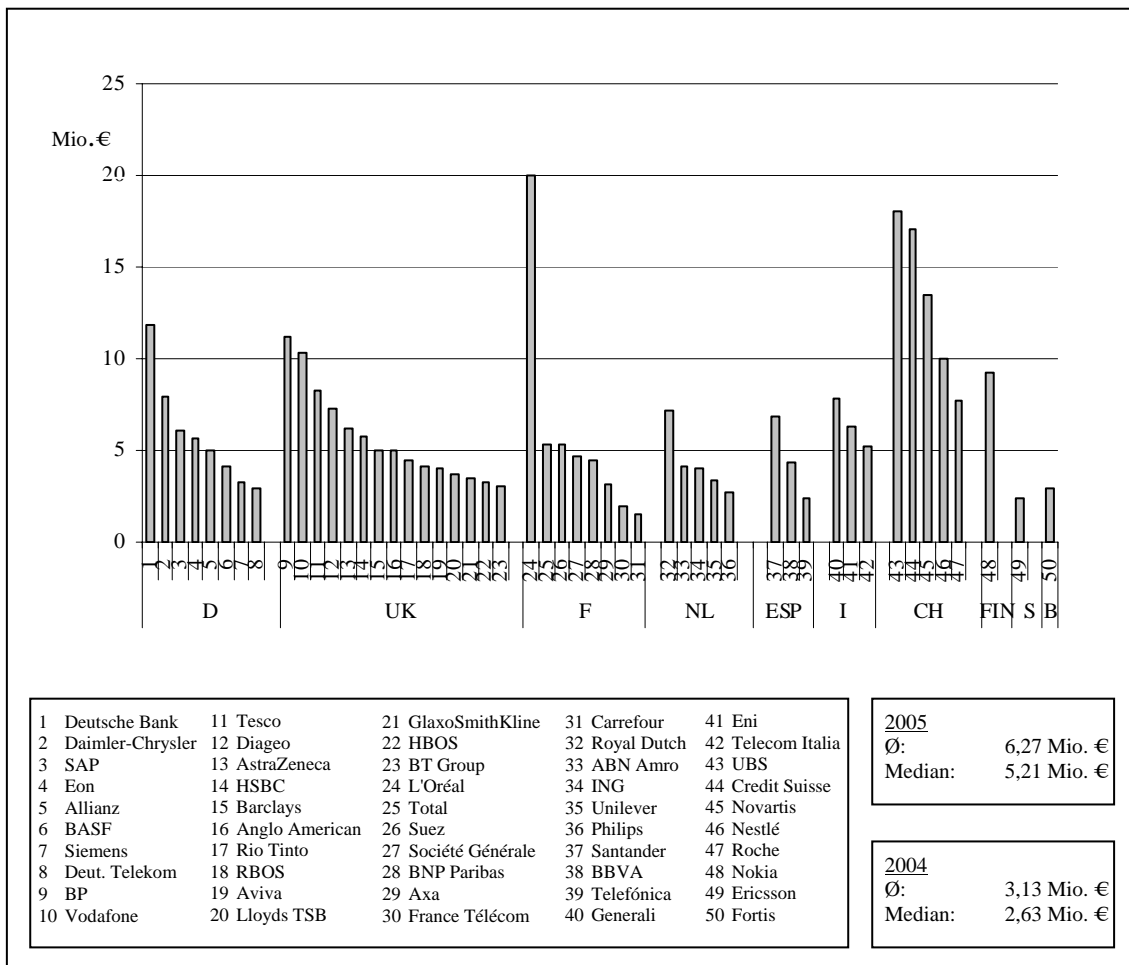


Abbildung 3: Bezüge der Vorstandsvorsitzenden der STOXX-Unternehmen (Quelle: Manager-Magazin 2006)

Auf europäischer Ebene lässt sich feststellen, dass die Vergütung deutscher Vorstände durchaus mit den Verhältnissen in anderen Ländern vergleichbar ist. So fallen die Gehälter von Vorständen etwa in Frankreich und dem Vereinigten Königreich ähnlich aus wie hierzulande. Die Schweiz scheint eindeutiger Spitzenreiter zu sein. Wesentlich interessanter ist hier, dass sich die Vergütungen innerhalb eines Jahres deutlich erhöht haben. Genauer gesagt verdienten die Vorstandsvorsitzenden der bedeutendsten europäischen Unternehmen im Jahr 2005 etwa doppelt soviel wie im Jahr zuvor. Eine beachtliche Entwicklung, insbesondere angesichts der relativ geringen Veränderung in Deutschland. Insofern müssen in anderen Ländern überproportional hohe Gehaltsteigerungen realisiert worden sein. Dennoch dürften selbst für Deutschland nur wenige Per-



sonengruppen identifizierbar sein, die sich über so beachtliche Einkommenssteigerungen freuen durften.

Diese Übersichten zu den Vergütungen legen – zumindest auf den ersten Blick – die beobachtbaren heftigen Diskussionen nahe. Bevor auf eine relativierende Einordnung des Gesamtproblems und Argumente sogar *für* derartige Vergütungshöhen eingegangen wird, soll ein Überblick über den empirischen Stand und Möglichkeiten eines vertieften empirischen Zugangs folgen.

### **3. Empirischer Zugang**

Zur Erklärung der Höhe der Vorstandsgehälter lassen sich unterschiedliche Ansatzpunkte identifizieren, die nun jeweils kurz ausgeführt werden sollen. Zu nennen sind hier die „Performance“ des Unternehmens (3.1) sowie Faktoren, die mit der Kontrolle der Unternehmen zusammenhängen (3.2).

#### **3.1 Zusammenhang von Unternehmensleistung und Vergütung**

Wie die oben dargestellten Daten zeigen, werden die Vorstände deutscher Großunternehmen in hohem Maß variabel, also leistungsabhängig, vergütet. Aufgrund der problematischen direkten Messbarkeit der Arbeitsleistung von Spitzenmanagern und deren Verantwortung für das gesamte Unternehmen wird hier meist die Leistung des Unternehmens als Maßstab herangezogen. Schon allein durch das Funktionsprinzip der variablen Vergütung bietet sich also eine Erklärung der Vorstandsvergütung anhand der Leistung des Unternehmens an. So sollte eine hohe (variable) Vergütung mit einer hohen Unternehmensleistung verbunden sein. Eine Überprüfung dieses Zusammenhangs bedeutet nicht nur Ursachenforschung, sondern gleichzeitig die Beantwortung der Frage, ob denn variable Vergütung tatsächlich so angewendet wird wie theoretisch empfohlen.

In der neueren Literatur finden sich mehrere empirische Untersuchungen, die sich in unterschiedlicher Art und Weise mit den teils erheblichen Unterschieden in der Vergütungshöhe von Topmanagern befassen. Die Gehälter differieren dabei sowohl in der Höhe als auch hinsichtlich der Zusammensetzung aus fixen und variablen Komponenten. Unklar ist zunächst, worauf diese Unterschiede zurückzuführen sind. Denkbar wären etwa Einflussfaktoren wie Unternehmensgröße, Umsatz, Gewinn oder Aktienkurs.

Die Befunde hierzu sind jedoch ernüchternd. So liefert die empirische Literatur nur wenige Hinweise auf einen systematischen Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung eines Unternehmens und der Vorstandsvergütung. Wesentliche Hypothesen solcher – vorwiegend agencytheoretisch geprägter – Arbeiten waren bspw. bessere Unternehmens-„Performance“ infolge höherer Entlohnung, signifikante Zusammenhänge zwischen Eigenkapitalrentabilität und CEO-Vergütung, aber auch signifikante Einflüsse der Unternehmensgröße (vgl. Stammerjohan 2004, Attaway 2000, Tosi et. al. 2000 sowie Schwalbach/Graßhoff 1997).

### **3.2 Unternehmenskontrolle als erklärender Faktor**

Eine andere mögliche Erklärung kann im Zusammenhang zwischen der Unternehmensüberwachung und der Vergütung von Vorstand bzw. Board of Directors gesehen werden. Bei den diesbezüglichen Studien stehen eindeutig Unternehmen in den USA bzw. in Hongkong im Mittelpunkt des Interesses (vgl. Cheng/Firth 2005, Banning 2004, Pukthuanthong/Talmor/Wallace 2004, Cordeiro/Veliyath 2003, Hartzell/Starks 2003, Benz/Kucher/Stutzer 2002, Goldberg/Idson 1995, Hambrick/Finkelstein 1995); es finden sich jedoch auch einige Studien zu deutschen Unternehmen (vgl. Elston/Goldberg 2003, Graßhoff/Schwalbach 1999 sowie Schmid 1997).

Trotz gewisser Unterschiede, etwa bzgl. der betrachteten Vergütungskomponenten, lässt sich zwischen Unternehmensüberwachung und Vorstandsvergütung ein Zusammenhang vermuten. So ermittelte die Mehrheit der oben genannten Studien einen negativen Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der externen Unternehmenskontrolle und der Höhe der Vorstandsvergütung. Dieses Kontrollausmaß zeigt sich, je nach Operationalisierung, in einer starken Machtposition von institutionellen Investoren oder anderen externen Anteilseignern bzw. in einer relativ schwachen Machtposition des Vorstandes, jeweils gemessen anhand der gehaltenen Anteile des Unternehmens. Bezüglich der Vergütungsstruktur wurde festgestellt, dass die Entlohnung von – im Verhältnis zu den Aktionären – „schwachen“ Vorständen tendenziell in größerem Maße von der Leistung abhängig gemacht wird und so für die Manager mit einem größeren Risiko behaftet ist.

So stellen Hartzell und Starks (2003) für ihre Stichprobe von 1914 Unternehmen fest, dass mit steigendem Einfluss institutioneller Investoren die Vorstandsvergütung sinkt und zugleich stärker an die Unternehmensleistung gekoppelt ist. Zudem wird berichtet, dass auf eine veränderte Konzentration institutioneller Anteilseigner Verände-

rungen der Vorstandsvergütung folgen. Ähnliche Ergebnisse präsentieren Cheng und Firth (2005), nämlich signifikant negative Beziehungen zwischen institutionellem Aktienbesitz und der Entlohnung des CEO bzw. der durchschnittlichen Vorstandsvergütung. Nicht belegt werden kann ein Zusammenhang zum Anteil variabler Vergütung. Auch Cordeiro und Veliyath (2003) finden einen negativen Zusammenhang zwischen institutionell gehaltenen Aktienpaketen und der Bar-Entlohnung, allerdings nicht bzgl. der Gesamtvergütung. Sie erklären dies mit der Vermutung, in den Unternehmen mit mächtigen institutionellen Anlegern sei der Anteil der Entlohnung in Form von Aktien oder Aktienoptionen größer.

Studien, die den Kontrollschwerpunkt der Unternehmen – Manager vs. externe Anteilseigner – betrachten, kommen ebenfalls zu Ergebnissen, die eine klare Tendenz erkennen lassen. So ermittelt Banning (2004), dass Unternehmen, die durch das Management kontrolliert werden, ihre Vorstände höher entlohnen. Zudem manipulieren die Vorstände dieser Unternehmen ihre Überwachung und Anreizstrukturen, so dass die Entlohnung weniger risikobehaftet ist. Hambrick und Finkelstein (1995) finden – bezogen auf neu berufene CEOs – einen ähnlichen Zusammenhang. Sie zeigen, dass CEOs in vom Management kontrollierten Unternehmen höher dotierte Verträge abschließen als ihre Kollegen in extern kontrollierten Unternehmen. Werner, Tosi und Gomez-Mejia (2005) schließlich stellen fest, dass in vom Management kontrollierten Unternehmen die Vorstandsvergütung primär von der Unternehmensgröße abhängt, während in Eigentümerkontrollierten Unternehmen der Return on Assets maßgeblich für die Entlohnung ist. Erkenntnisse für deutsche Unternehmen finden sich bei Elston und Goldberg (2003), die einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen Anteilseignerkonzentration einerseits und Gesamt- bzw. Durchschnittsvergütung andererseits ermitteln. Schmid (1997) kann lediglich einen schwachen Zusammenhang von Anteilskonzentration und Vorstandsbezügen aufzeigen.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass die vorliegenden empirischen Arbeiten zum Zusammenhang von Corporate Governance und Vorstandsvergütung zu weitgehend übereinstimmenden Ergebnissen gelangen. Unternehmen, in denen relativ viel Kontrollmacht beim Management liegt, entlohnen ihre Vorstände höher und teilweise risiköärer. Demgegenüber findet sich in Unternehmen mit „starken“ Aktionären tendenziell moderatere und erfolgsabhängigere Vergütung.

Allerdings beziehen sich diese Erkenntnisse weitestgehend auf den angelsächsischen Raum. Demgegenüber ist für Deutschland angesichts der sehr geringen Zahl derartiger Untersuchungen eine Forschungslücke zu konstatieren. Hinzu kommt, dass aufgrund der geänderten institutionellen Rahmenbedingungen durch Inkrafttreten des Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetzes (VorstOG) eine neue Analyse der Situation erforderlich wird.

### **3.3 Ansatzpunkte für eine vertiefende empirische Untersuchung**

Eine mögliche Vorgehensweise im Rahmen einer Analyse der gesetzgeberisch veränderten Situation soll im Folgenden umrissen werden. Dabei wird auf den Gegenstand und die Ziele der Untersuchung (3.3.1) sowie auf absehbare methodische Hürden bei der Umsetzung (3.3.2) eingegangen.

#### **3.3.1 Untersuchungsgegenstand und -ziele**

Eine Sichtung der vorhandenen empirischen Literatur zu den Hintergründen von Managervergütungen zeigt, dass die Eigentümerstruktur der jeweiligen Unternehmen einen relativ hohen Erklärungsbeitrag liefert (vgl. Abschnitt 3.2). Um die erkennbare Forschungslücke bezüglich deutscher Unternehmen zu schließen, bietet sich eine Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Unternehmenskontrolle – insbesondere durch die Eigentümer – und Vorstandsvergütung bei deutschen Unternehmen an. Neben einer reinen Erfassung der Entwicklung der Vorstandsvergütung in Deutschland ließen sich damit insbesondere zwei Zielsetzungen verfolgen: die Fundierung einer „Effizienzpreisvermutung“ für Managerleistung (3.1) und eine Überprüfung des „Einklink-Effekts“ (3.2).

##### **a) Fundierung einer „Effizienzpreisvermutung“**

Ein effizienter Preis für die Leistung eines Vorstandes liegt genau an der Grenze, ab der durch eine erhöhte Vergütung keine relativ bessere Leistung erwartet werden kann. Um Hinweise auf einen solchen Effizienzpreis zu erhalten bieten sich *zwei Ansatzpunkte* an.

Den *ersten Ansatzpunkt* bildet die Analyse des Zusammenhangs zwischen Aktionärsstruktur und Vergütung. Dem liegt die – wie angesprochen – in angelsächsischen Studien bestätigte Hypothese zugrunde, dass Unterschiede in Höhe und Zusammensetzung der Vorstandsvergütung in erheblichem Maße auf die Anteilseignerstruktur der Unternehmen zurückzuführen sind. Hier knüpft die „Effizienzpreisvermutung“ an. Ba-

sierend auf der Annahme, dass Großaktionäre ihren relativ starken Einfluss auf Vorstand und Aufsichtsrat nutzen, um den Preis für die eingekaufte Managementleistung nicht ausufern zu lassen, lässt sich für Großaktionäre eine genaue Vorstellung hinsichtlich eines „effizienten Preises“ unterstellen, der für einen leistungsfähigen Vorstand hinreichende Motivations- und Bleibeanreize setzt. Es liegt im Interesse – und im Bereich der Möglichkeiten – der Großaktionäre, auf die Erzielung eines solchen Effizienzpreises hinzuwirken, nicht zuletzt im Hinblick auf die Eigenkapitalrendite. Demgegenüber besteht bei Unternehmen, die sich weitgehend in Streubesitz befinden, keine derart ausgeprägte Möglichkeit der Disziplinierung hinsichtlich der Vorstandsvergütung, so dass dort vermutlich wesentlich höhere Gehälter bezahlt werden. Entsprechend könnten mögliche Zusammenhänge zwischen der Anteilseignerstruktur und der Vergütungshöhe bei deutschen Aktiengesellschaften analysiert werden.

Den *zweiten Ansatzpunkt* für Hinweise auf einen Effizienzpreis stellt die Offenlegungspolitik von Aktiengesellschaften dar. Zwar umfasst der Deutsche Corporate Governance-Kodex seit einigen Jahren die Norm zur Vergütungsoffenlegung, jedoch kommen dieser bei weitem nicht alle DAX-Unternehmen nach. So gibt es deutliche Unterschiede unter den DAX-Gesellschaften, die freiwillig schon vor Verabschiedung des Corporate Governance-Kodex detaillierte Einblicke in die Vergütungsstrukturen gewährten (vgl. Abschnitt 2.2). Durch das Gesetz zur Vergütungsoffenlegung werden ab dem Jahr 2007 alle Vergütungen detailliert bekannt. Dieses Gesetz gilt für die Abschlüsse des nach dem 31.12.2005 beginnenden Geschäftsjahres, so dass im Frühjahr 2007 mit der flächendeckenden Veröffentlichung zu rechnen ist. Interessant ist, ob Unterschiede zwischen Unternehmen nach dem Grad der Freiwilligkeit bestehen. Sofern sich systematische Unterschiede herausstellen, könnte dies möglicherweise als Hinweis auf eine klare Vorstellung hinsichtlich einer angemessenen Vorstandsvergütung der dafür verantwortlichen aktienrechtlichen Institutionen interpretiert werden. Die zunehmend detaillierte Offenlegungspolitik schafft Möglichkeiten, derartige Unterschiede zu analysieren.

#### **b) Überprüfung des „Einklink-Effektes“**

Der so genannte „Einklink-Effekt“ beschreibt die typische Orientierung von Vergütungshöhen an Referenzgruppen (vgl. Benz/Stutzer 2003, S. 11-12). Eine derartige Ausrichtung und Feinjustierung kompensiert die bei der Einschätzung der Höhe von Vorstandsgehältern unweigerlich vorhandene Unsicherheit hinsichtlich vergleichbarer Akti-

engesellschaften bzw. Vorstandsmitglieder. Ein solches Benchmarking kann vor allem aus der Sicht des Aufsichtsrates das Vergütungsniveau mit vergleichbaren Aktiengesellschaften in Einklang bringen. Mit der durch das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz resultierenden vollständigen Transparenz wird die Ausrichtung an Referenzgruppen erleichtert und an Bedeutung gewinnen. Daraus lässt sich die Hypothese ableiten, dass die bereits erfolgte und künftig erzwungene Offenlegung selbst eine Veränderung der Vergütung bewirkt (vgl. auch Abschnitt 4.2 sowie Fallgatter 2006).

So existieren tragfähige Argumente, dass die Offenlegung tendenziell zu einer Anpassung der Vorstandsvergütungen nach oben und nicht nach unten führen wird (vgl. Fallgatter 2006). Eine Ausrichtung nach unten mit dem Median als Richtwert – der Median passt hier besser als das arithmetische Mittel, da „Ausreißer“ weniger stark ins Gewicht fallen – würde eine gleich doppelt negative Botschaft mit sich bringen: Erstens wäre damit die Aussage des Aufsichtsrates verbunden, dass es nicht gelang, ähnlich „gute“ Top-Manager wie die Konkurrenz oder wie Vergleichsunternehmen zu gewinnen. Zweitens stünde auch die Aussage im Raum, dass die Aussichten der Unternehmensentwicklung schlechter sind als von Vergleichsunternehmen und dass in den nächsten Jahren keine zumindest durchschnittlichen und am Median orientierten Vergütungen angemessen sind. Beides wären kapitalmarktrelevante Informationen, die sicherlich in dieser Form nicht kommunizierbar sind. Schon diese kurze Ausführung legt nach der Offenlegung eine Anpassung der Vorstandsvergütungen nach oben nahe, um eben die doppelt negative Botschaft nicht zu senden. Die individualisierte Offenlegung der Vorstandsgehälter in den USA – Börsenzulassungsregelungen fordern dies seit einiger Zeit – führte zu eben einer solchen Anpassung nach oben (vgl. Fleischer 2005 mit Hinweisen auf diesen Effekt; Thüsing 2003). Ob dies in gleicher Weise in Deutschland erfolgt, könnte im Rahmen der empirischen Untersuchung ermittelt werden. Ließe sich ein Einklink-Effekt feststellen, so würde dies Entwicklungen der Vergütungshöhen erklären und ließe sich möglicherweise auch als Hinweis auf einen Effizienzpreis verwenden.

### **3.3.2 Methodische Hürden**

Eine systematische und methodisch saubere Analyse der Eigentümerstruktur und Vorstandsvergütung bei deutschen Aktiengesellschaften stellt recht hohe Anforderungen an die zu erhebenden Daten und deren Verarbeitung. Anhand der oben beschriebenen in-

ternationalen Studien konnten zwei Bereiche identifiziert werden, die hier besondere Beachtung verdienen. Dies sind die Fragen, inwiefern die erforderlichen Daten verfügbar sein werden (a) und wie sich die Aktionärskonzentration am besten erfassen lässt (b).

**a) Verfügbarkeit der Daten**

Die Stichprobe der Untersuchung könnten die Unternehmen des so genannten HDAX bilden. Dieser Index der Deutschen Börse in Frankfurt am Main bildet alle 110 Unternehmen des DAX, des MDAX und des TecDAX ab und erfasst somit die aus der Sicht des Kapitalmarkts wichtigsten deutschen Großunternehmen. Ein so breiter Zugang ist erforderlich, um systematische Zusammenhänge erkennen zu können.

Dabei ist der Prozess der Datenerhebung voraussichtlich äußerst arbeitsaufwändig. Dies ist darauf zurückzuführen, dass eine detaillierte und standardisierte Veröffentlichung von Vorstandsgehältern in Deutschland erst ab dem Geschäftsjahr 2006 gesetzlich vorgeschrieben ist und bis dahin trotz des Corporate Governance-Kodex nicht normiert war (vgl. auch Abschnitt 3.1). Da üblicherweise ein erheblicher Vergütungsbestandteil variabilisiert ist, müssen beispielsweise Aktienoptionen und andere langfristig wirkende Vergütungsbestandteile normiert werden. Dies verdeutlicht den erheblichen, aber nicht umgeharen Aufwand, der aus der bestehenden Uneinheitlichkeit bei der Dokumentation von betrieblichem Vergütungsaufwand resultiert. Ganz anders sieht dies etwa in den Vereinigten Staaten aus, wo nicht nur eine Offenlegung der Vorstandsvergütung Teil der Börsenzulassungsregeln ist, sondern auch mehrere professionell geführte Datenbanken mit solchen Informationen existieren. Für die dortigen Forscher ist es also wesentlich einfacher, an die gewünschte Datenbasis zu gelangen, was auch durch die relativ hohe Anzahl der US-amerikanischen Studien in diesem Themenbereich veranschaulicht wird.

Die Datenerhebung bezieht sich im Einzelnen auf die normierte individuelle Vergütung der Vorstandsmitglieder, auf die normierte Gesamtvergütung des jeweiligen Vorstandes sowie auf die jeweilige Aktionärsstruktur der 110 HDAX-Unternehmen. Diese Daten können zu einem erheblichen Teil aus den Geschäftsberichten herausgefiltert werden. So gewähren rund zwei Drittel der DAX-30-Unternehmen seit mehreren Jahren umfassende Einblicke in die individuelle Vergütungspraxis und kommen damit den Empfehlungen des Corporate Governance-Kodex nach (vgl. v. Werder/Tilauicar 2006)

an. Das so genannte „comply or explain“-Prinzip, demgemäß ein Unternehmen eine geltende Regel entweder befolgen muss (comply) oder erklären, warum es dies nicht tut (explain), belässt dies sanktionsfrei. Unseren Schätzungen zufolge dürften für rund 50 Unternehmen individuelle Vorstandsvergütungen erhältlich sein. Da ab 2007 mit der Veröffentlichung von individualisierten Vergütungsdaten durch alle 110 Unternehmen zu rechnen ist, wird der Aufwand für die Datenerhebung mit jedem Geschäftsjahr steigen.

Die individualisierte Vergütung ist relevant für die Frage nach der durch die Aufsichtsräte vereinbarten und damit letztendlich als tragbar eingestuften absoluten Vergütungshöhe. Sind keine individualisierten Vergütungsdaten zu erhalten, so lässt sich zumindest die jeweils bezahlte Gesamtvergütung für den Vorstand ermitteln, da es sich um eine Pflichtposition im Jahresabschluss handelt. Die Gesamtvergütungen sollen – wie oben erläutert – in Bezug zu der jeweiligen Aktionärsstruktur gesetzt werden. Auch ohne umfassende Daten über die individuelle Vergütung resultieren zumindest Aussagen zu der Übertragbarkeit der in angelsächsischen Studien ermittelten Zusammenhänge.

#### **b) Messung der Aktionärsstruktur**

Eine weitere wichtige Datenbasis stellt die Aktionärsstruktur dar. Da hierzu im Allgemeinen keine Angaben in Geschäftsberichten zu finden sind, muss auf andere Quellen zurückgegriffen werden. Es bieten sich Unternehmensverzeichnisse, wie etwa das von der Firma Hoppenstedt herausgegebene, an. Allerdings ist hier mit einem ähnlichen Aufwand der Datenerhebung wie bei den Vergütungsinformationen zu rechnen, da die Daten für jedes Unternehmen in jedem Geschäftsjahr erfasst werden müssen.

Die Methodik besteht in erster Linie aus einer Reihe unterschiedlicher Modelle und Regressionsanalysen, die auch nicht-lineare Effekte aufdecken können. Die Gründe für die Prüfung mehrerer Modelle liegen – neben der Findung des aussagekräftigsten Modells – in dem Umstand, dass für Deutschland keine vollständigen Daten über die Anteilsverteilung großer Aktiengesellschaften erhältlich sind. So existieren zwar für jedes Unternehmen Informationen über Großaktionäre (i.d.R. bei Aktienpaketen >5%), jedoch werden die übrigen Anteile meist pauschal als „Streubesitz“ deklariert. Die genaue Verteilung der Aktien innerhalb des Streubesitzes ist unbekannt. Dies erschwert insbesondere bei Unternehmen, die sich überwiegend oder sogar ausschließlich in Streubesitz



befinden (bspw. die Deutsche Lufthansa AG, Stand: 07.08.2006), die Ermittlung von eindeutigen Zusammenhängen zwischen Aktionärsstruktur und Vorstandsvergütung.

Deshalb wird eine wichtige Aufgabe in der Entwicklung eines geeigneten Maßes für die Konzentration der Aktien der untersuchten Unternehmen liegen. Die in Abschnitt 2.1 zitierten Studien wählen sehr unterschiedliche Vorgehensweisen bei der Erfassung der Konzentration von Unternehmensanteilen zur Darstellung eines Machtgefüges. Diese unterscheiden sich in ihrer Tauglichkeit für eine genaue Konzentrationsmessung, die sinnvolle Aussagen über mögliche Zusammenhänge erlaubt. Besonders problematisch erscheint die verbreitete Zählung der Aktienpakete, welche mehr als 5% der Anteile enthalten, da so die tatsächliche Größe der Aktienpakete nicht erfasst und damit die Konzentration der Unternehmensanteile nicht hinreichend genau repräsentiert wird. Eine andere Methode verwendet den, bspw. von institutionellen Anlegern gehaltenen, prozentualen Anteil der Aktien als Konzentrationsmaß. Dies ist jedoch nur anwendbar, wenn ein bestimmter Aktionär oder ein bestimmter Aktionärstyp betrachtet werden soll. Einige andere Arbeiten nehmen eine Klassifizierung der Unternehmen vor. Dies schränkt jedoch die anwendbaren Analysemethoden ein.

Als Konzentrationsmaß scheint der Herfindahl-Index am besten geeignet zu sein. Allerdings stellt seine Berechnung relativ hohe Anforderungen an die vorhandenen Daten. Für das Anwendungsgebiet der Aktionärskonzentration wäre die Kenntnis des Aktienbesitzes jedes einzelnen Aktionärs erforderlich, was angesichts der Datenverfügbarkeit (s.o.) als problematisch anzusehen ist. Zwar ließe sich bei geringem Streubesitz unter Annahme der Gleichverteilung von Anteilen unter den Kleinaktionären ein Schätzwert errechnen (vgl. Häni 1987, S. 85f.). Da bei einigen Unternehmen der Stichprobe jedoch der Streubesitz sehr groß ist, kommt dieses Hilfsmittel nicht infrage. Deshalb muss ein Verfahren entwickelt werden, das einerseits eine möglichst genaue Messung der Anteilskonzentration erlaubt und andererseits den ungenauen Informationen über den Streubesitz Rechnung trägt.

#### **4. Weiterführende Anmerkungen**

Die Diskussion um Vorstandsgehälter – und das zeigt die voran stehende Argumentation – wird in großen Teilen trivialisiert. Die Komplexität der Zusammenhänge wird nicht annähernd beachtet. Im Folgenden sollen einige weiterführende Anmerkungen

zusätzliche Hinweise geben. Es geht zum Ersten um die aktuelle Offenlegungsdebatte und die Forderungen nach einer gesteigerten Transparenz. Zum Zweiten sollen mögliche Argumente für die hohen realisierten Vergütungen beleuchtet werden. Zum Dritten folgt ein Blick auf die vielfach vorgeworfene mangelnde Unternehmensethik. Und zum Vierten soll abschließend die Relevanz des Problems gesamthaft eingeordnet und insbesondere für Arbeitsplätze thematisiert werden.

#### **4.1 Ist Transparenz der Schlüssel?**

Eine Reaktion der Politik auf die öffentliche Diskussion um Vorstandsvergütungen war die Schaffung des seit dem 1. Januar 2006 geltenden Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes. Es zwingt alle börsennotierten Kapitalgesellschaften zur detaillierten Offenlegung der Vorstandsbezüge, wobei die Hauptversammlung die Umsetzung des Gesetzes für maximal fünf Jahre aussetzen kann.

Das VorstOG soll bei börsennotierten Aktiengesellschaften für mehr Transparenz bei der Vorstandsvergütung sorgen und den Anlegerschutz verbessern. Angesichts der Situation von Groß- und Kleinaktionären erschließt sich der Sinn des Gesetzes jedoch nicht. Für Großaktionäre ist eine solche Regelung schlichtweg irrelevant, da diese ihre Vertreter in den Aufsichtsrat entsenden und damit über die Vergütungen befinden. Auch für Kleinaktionäre – die in der Regel reine Finanzanleger sind – ist der Nutzen des VorstOG fraglich. Empirisch belegte und theoretisch begründete Argumente für einen systematischen Zusammenhang zwischen Vergütungsstrukturen und Renditen von Finanzanlagen existieren nicht (vgl. Abschnitt 2.2 sowie Fallgatter 2006).

Neben diesen expliziten Zielen kann von einer impliziten Zielsetzung ausgegangen werden. Als Antwort auf die unterstellte „Selbstbedienungsmentalität“ einiger Spitzenmanager soll die namentliche Veröffentlichung nun öffentlichen Druck ausüben. Nahe-liegenderweise lautet die implizite Argumentationsweise in etwa: Wenn Spitzen-Manager ihre Gehälter bekannt geben müssen, dann Sorge der öffentliche Druck automatisch für eine Disziplinierung und für eine leistungsorientierte Anreizsetzung. Oder umgekehrt: Bei nicht veröffentlichten Gehältern liege eine Selbstbereicherung und Missachtung des Unternehmensinteresses nahe.

Anders als mit dem Gesetz unterstellt, wird die Vergütungstransparenz jedoch keine senkende Wirkung entfalten. Dies liegt zum einen an einer ungenauen Unterscheidung

zweier für variable Vergütungen (hier: Aktienoptionen) maßgeblicher Zeitpunkte: *Vereinbarungs-* und *Realisierungszeitpunkt*. Einfluss auf die Vergütungshöhe kann nur zum Vereinbarungszeitpunkt, nicht jedoch zum Realisierungszeitpunkt genommen werden. Der öffentliche Druck müsste also auf den Vereinbarungszeitpunkt wirken. Dies ist jedoch fast ausgeschlossen, da die Bemessungsgrundlagen und deren Hintergründe zu komplex sind. Folglich bleibt der öffentliche Druck zum Realisierungszeitpunkt ohne direkten Einfluss auf die Vergütungshöhe. Zum anderen erfolgt die Vergütung von Vorständen anhand von Referenzgruppen, wobei ein Auftreten des „Einklink-Effekts“ möglich ist (vgl. Abschnitt 3.3.1).

Über die Nichterreichung der Ziele des VorstOG hinaus liegen zwei Gesetzesfolgen nahe, die eindeutig negativ sind. Erstens könnte auf Unternehmensebene bei Neueinstellung eines Vorstandes die durch Offenlegung implizierte Gleichbehandlung Diskussionen über Anpassungen auch der bisherigen Vorstandsmitglieder induzieren. Zweitens besteht, sollte das Gesetz in den nächsten Jahren nicht die erhofften Wirkungen entfalten, auf der institutionellen Ebene die erhebliche Gefahr, dass eine Art Misstrauenszyklus angestoßen wird. So müsste die dann unveränderte Situation zu schärferen gesetzlichen Rahmenbedingungen führen. Wo aber sollten diese ansetzen? Tragfähige Ansatzpunkte existieren nicht. Zugleich speist das VorstOG die Vorstellung, dass Vorstände und Aufsichtsräte einer externen, öffentlichen Kontrolle bedürfen. Wird eine solche, trotz aller Skandale der letzten Jahre nicht begründbare Vorstellung durch das neue Gesetz gestärkt, so schadet das VorstOG sogar dem Vertrauen in das deutsche System der Unternehmensführung und -überwachung.

#### **4.2 Sind hohe Vergütungen und „harte Entscheidungen“ Ausdruck einer mangelnden Unternehmensethik?**

Sehr schnell stellt sich an dieser Stelle auch die Frage nach der Unternehmensethik. Vor allem Politiker sind sehr schnell mit der Behauptung zur Stelle, diese hohen Gehälter seien das Zeichen einer mangelnden Moral oder einer unzureichenden Unternehmensethik. Um ein wenig mehr Klarheit zu bekommen, ist eine Unterscheidung zwischen Moral und Ethik beziehungsweise Unternehmensethik erforderlich (vgl. etwa Göbel 2006, S. 5ff.). Moral betrifft Handlungsregulierende Werte und Normen und ist prinzipiell keiner Diskussion zugänglich. Unternehmensethik hingegen ist prinzipiell einer Argumentation zugänglich; das ist der wesentliche Unterschied.

In den Wissenschaften wird Unternehmensethik beziehungsweise Ethik im Allgemeinen anhand von drei Kriterien erfasst: Zum ersten besteht Unternehmensethik darin, dass sie keine monistische Veranstaltung ist, sondern eine Interessendivergenz den Ausgangspunkt bildet. Zum zweiten kennzeichnet eine dialogische Perspektive jegliche Unternehmensethik. Das heißt, nicht eine Person ist dafür verantwortlich wie die Ethik ausgestaltet wird, sondern alle betroffenen Individuen sollten in irgendeiner Form an der ethischen Diskussion teilhaben. Zum Dritten muss es bei der Unternehmensethik immer auch um eine Analyse langfristiger Wirkungen gehen. Die Kritik der Vorstandgehälter fokussiert primär auf die Interessendivergenz und die dialogische Formulierung ethischer Maßstäbe.

Bei vielen der kritisierten Entscheidungen wird außer Acht gelassen, dass es gerade eine langfristige Übernahme von Verantwortung ist, frühzeitig „harte Entscheidungen“, beispielsweise im Hinblick auf Entlassungen, zu treffen. Zu welchem Zeitpunkt könnten harte Entscheidungen besser durch Sozialpläne abgefedert und durch natürliche Fluktuation geprägt sein, als zu den Zeitpunkten, in denen noch in anderen Unternehmens- bzw. Konzernbereichen Gewinne erwirtschaftet werden. Ein Hinauszögern harter Entscheidungen birgt aus einer solchen mittel- oder langfristigen Perspektive dann sogar die erhebliche Gefahr, die Sozialkassen enorm zu belasten. Der Ruf nach einer „neuen“ oder „anderen“ Unternehmensethik ist an dieser Stelle also deutlich differenzierter zu sehen, als dies vielfach den Anschein hat.

### **4.3 Sind hohe Vergütungen „rational“?**

Die Tatsachen, dass die Vergütungen von Spitzenmanagern in den letzten Jahren deutlich gestiegen sind und dass regelmäßig Aktionäre und Arbeitnehmervertreter diese Entscheidungen getroffen haben und damit den Hintergrund der Diskussion verantworten, lassen sich auf zwei Arten interpretieren. Zum einen – und eher populistisch – kann man von Kungelei und der „Deutschland AG“ sprechen und damit die Abhängigkeiten und Gefälligkeiten einer weitgehend abgegrenzten Personengruppe in den Vordergrund rücken. Sofern man den Aufsichtsräten als relevanten Gremien ein Mindestmaß an Verantwortung unterstellt, lenkt dies unweigerlich den Blick auf Argumente *für* eine hohe Vergütung.

So liegt eine mögliche Ursache für die beobachtbaren Vergütungshöhen in der Annahme, dass es so etwas wie einen „Markt“ für Managerleistung gibt. Dies wird vielfach

mit dem Argument verworfen, es gäbe nicht ausreichend Beispiele für Spitzenmanager, die international einsetzbar sind und außerhalb von Konzernstrukturen Spitzenpositionen im Ausland übernehmen. Trotz dieser Tatsache kann von einem marktartigen System gesprochen werden, das dazu führt, dass sich Vergütungshöhen nach oben konkurrieren.

Auf diesem Markt bieten Manager ihre Leistung an, die von Unternehmen – in der Regel durch den Aufsichtsrat – nachfragt wird. Der Markt dient gewissermaßen der Allokation der Managerressourcen über die Unternehmen. Dabei entsteht ein Spannungsfeld bezüglich der optimalen Vergütungshöhe, das in Abbildung 4 dargestellt ist.

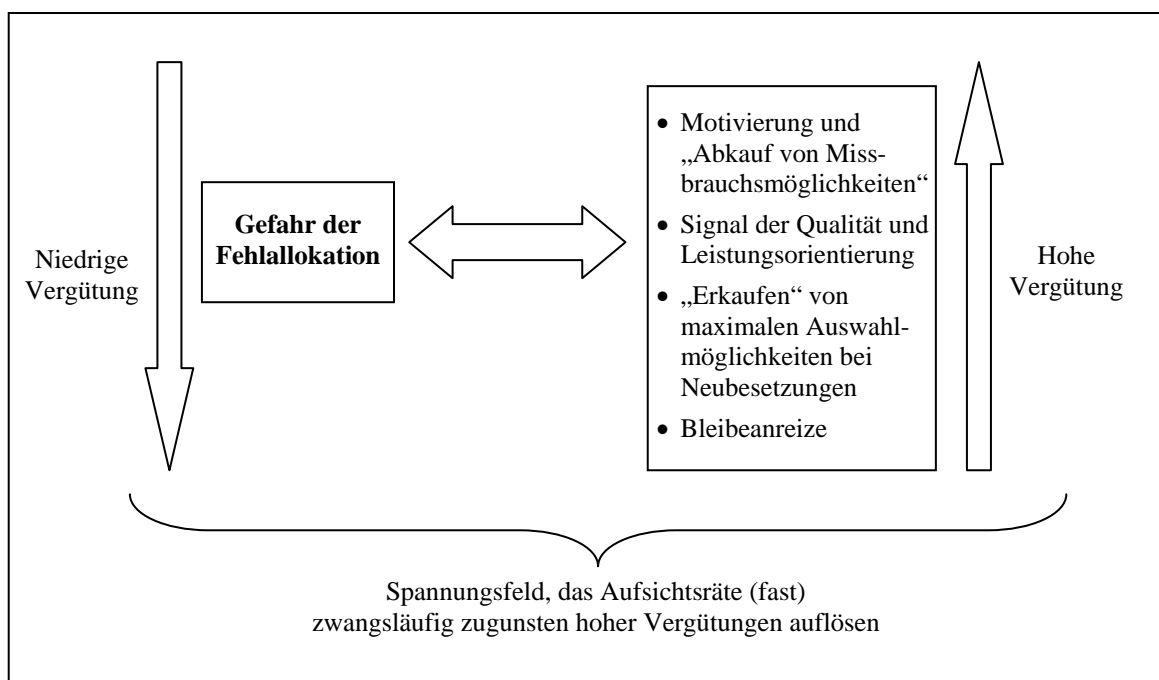


Abbildung 4: Spannungsfeld der optimalen Vergütungshöhe

Im Fall einer (zu) niedrigen Vergütung besteht das Risiko einer Fehlallokation. Mit anderen Worten: Die Relation zwischen der eingekauften Managerleistung und der gewährten Vergütung passt nicht. Die eingesetzten Ressourcen könnten also in einem deutlich besseren Verhältnis zueinander stehen. Eine solche Situation wird im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Diskussion implizit unterstellt. Allerdings stellt sich die Situation weniger eindeutig dar, als dies erscheint. So ist die externe Validität von Personalauswahlverfahren generell unbefriedigend und es ist bei allen Stellenbesetzungsverfahren nur mit einer stark begrenzten Wahrscheinlichkeit eine allokativen Effizienz erreichbar (vgl. Drumm 2005, S. 359ff.; Weinert 2004, S. 340ff.). An dieser Stelle

rücken Argumente für eine hohe Vergütung und damit für eine Akzeptanz einer möglichen Fehlallokation in den Vordergrund.

Die voran stehende Abbildung stellt vier Argumente dar. Diese sind nach ihrer relativen Bedeutung geordnet. Hier wird das Argument, Spitzenmanager ließen sich primär durch hohe variable Vergütung motivieren, als eine „agencytheoretische Verblendung“ eingeschätzt. So lassen sich keine empirischen Hinweise finden, die einen systematischen Zusammenhang zwischen dem Ausmaß einer variablen Vergütung und dem Unternehmenserfolg aufzeigen (vgl. Abschnitt 2.2). Zudem werden sich jene Autoren, die so vehement für eine steigende Variabilisierung eintreten – angesprochen sind dabei gleichermaßen Wissenschaftler, Politiker, Spitzenmanager und Unternehmensberater – selbst als hochgradig intrinsisch motiviert beschreiben. Es scheint ein allgegenwärtiges Phänomen zu sein, die Notwendigkeit variabler Vergütungen und damit die Unterstellung von Drückebergerei und mangelnder Motivation vorwiegend anderen Personen zu unterstellen.

Dementsprechend wird das motivationsbezogene Argument an erster Stelle genannt, aber nicht als übermäßig bedeutsam eingeschätzt. Das zweite Argument für relativ hohe Vergütungen besteht in der Signalisierung einer hohen Qualität und Leistungsorientierung. Dadurch, dass die Unternehmensspitze „leistungsabhängig“ – ungeachtet der realen Umsetzung – vergütet wird, besteht ein wichtiges unternehmensinternes Zeichen. Auch wenn dieses Argument sicherlich nicht wegzudiskutieren ist, sind Zweifel angebracht, ob die realisierten Vergütungshöhen angemessen sind.

Demgegenüber bedeutender ist das dritte Argument. Mit den durch hohe Vergütungen entstehenden Aufwendungen „erkaufen“ Aufsichtsräte bzw. Aktiengesellschaften Auswahlmöglichkeiten, das heißt es geht um die Attraktivität der Positionen für einen möglichst großen Personenkreis. Dieses Argument erhält vor allem deshalb Gewicht, da die prognostische Validität von Personalauswahlverfahren eher gering ist (vgl. Drumm 2005, S. 359ff.; Weinert 2004, S. 340ff.). Sofern Aufsichtsräte einer erheblichen Unsicherheit bei der Besetzung von Spitzenpositionen ausgesetzt sind, so liegt es nahe, den Kreis potenzieller Spitzenmanager nicht durch eine gegenüber anderen Großunternehmen geringere Vergütung zu reduzieren.

In eine ähnliche Richtung zielt das vierte Argument. Beim ungeplanten Ausscheiden von Spitzenmanagern ist in den Medien regelmäßig eine erhebliche Unsicherheit

erkennbar, die sich auch in Aktienkursen niederschlagen kann. Die Rede ist dann regelmäßig vom Aufschub strategischer Entscheidungen oder von grundlegenden veränderten Ausrichtungen. Einher gehen vielfältige Irritationen auf allen Hierarchieebenen und eine aus der Unsicherheit resultierende eingeschränkte Entscheidungs- und Handlungsfähigkeit. Verbunden sind mit derartigen Situationen nicht genau kalkulierbare aber sicherlich erhebliche Kosten und teilweise sogar mittelfristig verschlechterte Wettbewerbspositionen. Zur Vermeidung kann es entsprechend rational sein, durch sehr hohe Vergütungen Bleibeanreize zu bieten.

Angesprochen wurden einige Argumente, die deutlich machen, dass die Vergütungen nicht nur unter der Perspektive allokativer Effizienz gesehen werden dürfen. Vielmehr handelt es sich um ein System, in dem sich Vergütungen „nach oben“ konkurrieren.

#### **4.4 Welche Bedeutung hat die Diskussion eigentlich?**

Die voran stehenden Ausführungen vermitteln einen Eindruck von der Vielschichtigkeit des Themenkomplexes Vorstandsvergütung. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwiefern die aktuelle Diskussion dieser Vielschichtigkeit gerecht wird oder ob die vorgebrachten Argumente zu kurz greifen. Aus der Sicht der Autoren ist die letzte Frage zu bejahen. Dies ist besonders problematisch, da die unangemessen verengte Diskussion zu Veränderungen – etwa in Form von Gesetzgebung – führt, deren Wirksamkeit nicht nur fraglich ist, sondern deren Folgen möglicherweise kontraproduktiv sein werden.

Als Beispiel sei hier der immer wieder hergestellte Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Entlassungen genannt. Jenseits der zu Recht diagnostizierten aber hier irrelevanten tollpatschigen Unternehmenskommunikation ist hier vor allem folgendes zu klären: Ist es denkbar, dass Arbeitsplätze erhalten bleiben, wenn Begrenzungen vorhanden sind? Ein Beleg für einen solchen Zusammenhang steht noch aus. Sind harte Entscheidungen nicht viel eher das Ergebnis fundierter betriebswirtschaftlicher Analysen und durch offensichtliche Daten (s. Kundenrückgang bei Allianz oder Telekom) verursacht? Hier wird versucht, die komplexen Hintergründe solcher Entscheidungen übermäßig zu vereinfachen und daraus politisches Kapital zu schlagen. Tatsächlich führen vielfach externe Beratungsgesellschaften die Analysen durch – wobei freilich nicht verschwiegen werden darf, dass der Einsatz externer Analysten ein Zeichen für – mög-

licherweise sogar schon geplanten – Personalabbau sein kann. Empirisch ist nicht geklärt, wie der Zusammenhang von harten Entscheidungen und dem Vergütungssystem bzw. dem Profitieren von Vorstandsmitgliedern ist. Sofern sich ein solcher Zusammenhang zeigen ließe, ist es dann das Handeln der Führungskräfte oder nicht vielleicht sogar die frühzeitige Entscheidung des Aufsichtsrates – unter Beteiligung der Arbeitnehmervertreter – Personalabbau zu erzwingen? Ist es nicht genauso denkbar, dass harte Entscheidungen von dem individuellen Profitieren entkoppelt sind?

Die Beantwortung dieser und weiterer Fragen geht einher mit der Erforschung der Hintergründe von Vergütungsstrukturen. Einen möglichen Beitrag dazu kann die in Abschnitt 3.3 skizzierte empirische Untersuchung leisten. Die gilt vor allem für den Einfluss der Eigentümer von Großunternehmen und für die Auswirkungen der neuen Offenlegungspflicht. Letzteres wird Hinweise geben, inwiefern die Diskussion um Vorstandsvergütung zu sinnvollen politischen Reaktionen geführt hat.



## Literaturverzeichnis

- Alewell, D. (1993): Lohngerechtigkeit und Lohndifferenzierung, in: WISU – Das Wirtschaftsstudium, 28 Jg. (1993) 7, S. 591-598.
- Attaway, M.C. (2000): A Study of the Relationship between Company Performance and CEO Compensation, in: American Business Review, 18. Jg. (2000) 1, S. 77-85.
- Banning, K. (2004): Corporate Governance and the New Chief Executive: How Institutional Power Affects the Agency Contract, in: Corporate Ownership & Control, 2. Jg. (2004) 1, S. 73-85.
- Benz, M./Kucher, M./Stutzer, A. (2002): Aktienoptionen für Topmanager – Die Möglichkeiten und Grenzen eines Motivationsinstrumentes, in: Frey, B.S./Osterloh, M. (Hrsg.), Managing Motivation, Wiesbaden, 2002, S. 107-136.
- Benz, M./Stutzer, A. (2003): Was erklärt die gestiegenen Managerlöhne?, in: Die Unternehmung, 57. Jg. (2003) 1, S. 5-19.
- Cheng, S./Firth, M. (2005): Ownership, Corporate Governance and Top Management Pay in Hong Kong, in: Corporate Governance: An International Review, 13. Jg. (2005) 2, S. 291-302.
- Cordeiro, J.J./Veliyath, R. (2003): Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation, in: American Business Review, 21. Jg. (2003) 1, S. 56-66.
- Drumm, H.J. (2005): Personalwirtschaft, Berlin, 2005.
- Elston, J.A./Goldberg, L.G. (2003): Executive Compensation and Agency Costs in Germany, in: Journal of Banking & Finance, 27. Jg. (2003) 7, S. 1391-1410.
- Fallgatter, M.J. (2006): Zum Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz - Eine Argumentationshilfe für die Nicht-Offenlegung, in: Zeitschrift Führung + Organisation (zfo), 75. Jg. (2006) 4, S.208-211.
- Fleischer, H. (2005): Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, in: Der Betrieb, 58. Jg. (2005) 30, S. 1611-1617.
- Göbel, E. (2006): Unternehmensethik, Stuttgart, 2006.

- Goldberg, L.G./Idson, T.L. (1995): Executive Compensation and Agency Effects, in: The Financial Review, 30. Jg. (1995) 2, S. 313-335.
- Graßhoff, U./Schwalbach, J. (1999): Agency-Theorie, Informationskosten und Managervergütung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 51. Jg. (1999) 5, S. 437-453.
- Häni, P.K. (1987): Die Messung der Unternehmenskonzentration: Eine theoretische und empirische Evaluation von Konzentrationsmaßen, Grösch, 1987.
- Hambrick, D.C./Finkelstein, S. (1995): The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises, in: Strategic Management Journal, 16. Jg. (1995) 3, S. 175-193.
- Hartzell, J.C./Starks, L.T. (2003): Institutional Investors and Executive Compensation, in: The Journal of Finance, 58. Jg. (2003) 6, S. 2351-2374.
- Heinen, E. (1991): Industriebetriebslehre, 9. Aufl., Wiesbaden, 1991.
- Kohnert, N. (2006): Bezüge der Topmanager steigen kräftig, in: Financial Times Deutschland, 31.03.2006.
- Manager-Magazin (2006): Die Stoxx-Bilanz, URL: <http://www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,432386,00.html>, Stand: 21.08.2006.
- Pukthuanthong, K./Talmor, E./Wallace, J.S. (2004): Corporate Governance and Theories of Executive Pay, in: Corporate Ownership & Control, 1. Jg. (2004) 2, S. 94-105.
- Reichmann, L. (2004): Lohngerechtigkeit, in: Gaugler, E./Oechsler, W.A./Weber, W.
- Schmid, F.S. (1997): Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997) 1, S. 67-83.
- Schwalbach, J./Graßhoff, U. (1997): Managervergütung und Unternehmenserfolg, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997) 2, S. 203-217.
- Stammerjohan, W. (2004): CEO compensation and subsequent firm performance: an empirical investigation, in: Corporate Ownership and Control, 2. Jg. (2004) 1, S. 86-103.
- Steinmann, H./Löhr, A. (1992): Lohngerechtigkeit, in: Gaugler, E./Weber, W. (Hrsg.), Handwörterbuch des Personalwesens, Stuttgart, 1992, Sp. 1284-1294.

- Thüsing, G. (2003): Die Angemessenheit von Vorstandsvergütungen – Mögliche Handlungsoptionen zur Sicherstellung, in: *Der Betrieb*, 56. Jg. (2003) 30, S. 1612-1615.
- 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*, 26. Jg. (2000) 2, S. 301-339.
- v. Werder, A./Talaular, T. (2006): Kodex Report 2006: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 59. Jg. (2006) 16, S. 849-855.
- Weinert, A.B. (2004): *Organisations- und Personalpsychologie*, Weinheim, 2004.
- Werner, S./Tosi, H.L./Gomez-Mejia, L. (2005): Organizational Governance and Employee Pay: How Ownership Structure Affects the Firm's Compensation Strategy, in: *Strategic Management Journal*, 26. Jg. (2005) 4, S. 377-384.

Die Arbeitspapiere des Fachbereichs Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Bergischen Universität Wuppertal erscheinen unregelmäßig.

Bestellungen richten Sie an:

Name des Herausgebers  
Fachbereich Wirtschafts- und Sozialwissenschaften  
Bergische Universität Wuppertal  
Gaußstr. 20  
42097 Wuppertal

- |  |  |
|--|--|
| Koubek/Wiedemeyer/Gester                           | Unternehmensverfassung und Mitbestimmung in Europa, Nr. 155, 1992  |
| Braun, Wolfram                                     | Ökonomische Gerechtigkeit, Nr. 156, 1992   |
| Sievers, Burkard                                   | Characters in Search of a Theatre, Nr. 157, 1992   |
| Kißler/Eckert/Sparrer/ von Wedel-Parlow            | Migrations- und Metropolisierungsforschung in Lateinamerika unter besonderer Berücksichtigung Zentralamerikas, Nr. 158, 1992 |
| Backhaus, Hagen                                    | Multi-Media im Marketing-ASKOT, Autonomes System der Kommunikation im Tourismus, Nr. 159, 1992                               |
| Buttermann, Hillebrand,Hödl, Oberstrass            | Ein integriertes makroökonomisches Input-Output-Modell für die Bundesrepublik Deutschland, Nr. 160, 1992                     |
| Hödl, Pereira, Dausch                              | Fördermaßnahmen im Bereich der Telekommunikation, Nr. 161, 1992  |
| Eckert, Josef                                      | Arbeitsmigration aus Afrika in die EG. Eine Bibliographie., Nr. 162, 1993  |
| Sievers, Burkard                                   | Love in the time of AIDS, Nr. 163, 1993  |
| Hödl, Erich<br>Floercke, Peter<br>Kalter, Bernhard | Ökonomische Strukturanalyse der Bergischen Großstädte Wuppertal-Solingen-Remscheid, Nr. 164, 1993                            |
| Cleff, Thomas                                      | Kultur als Determinante für Regelungen der Arbeitnehmermitsprache. Ein deutsch-französischer Vergleich, Nr. 165, 1993        |
| Backhaus, Hagen<br>Glomb, Herbert                  | Interaktive Absatzsysteme - Multi-Media im Marketing, Nr. 166, 1994  |

- Ziegler, Andreas                      GEE1: Ein Programmsystem zur Schätzung von Parameterstrukturen in multivariaten verallgemeinerten linearen Modellen mit Generalized Estimating Equations, Nr. 167, 1994
- Henke, Achim                          Entwicklung und Verabschiedung der Richtlinie zur Bildung von Europäischen Betriebsräten, Nr. 168, 1994
- Sievers, Burkhard                    Mythos als Metapher - Die Schlacht am Lerchenfeld, Nr. 16 1995
- Hödl, Erich  
Kuhne, Dirk  
Voßnacke, Michael                    Strukturanalyse der Luftschadstoffemissionen durch Engergieverbräuche in der Bundesrepublik Deutschland in den Jahren 1970-86, Nr. 170, 1995
- Sydow, Jörg  
Martin Kloyer                          Managementpraktiken in Franchisingnetzwerken -Erkenntnisse aus sechs Fallstudien- Nr. 171, 1995
- Hödl, Erich  
Weida, Andreas                        Wettbewerbsorientierte Strukturpolitik in der Europäischen Union Nr. 172, 1995
- Hödl, Erich  
Balaghi-Mobayan, Mustafa            Deutsche Direktinvestitionen in den modernen Industriebranchen des Irans Nr. 173, 1995
- Koubek, Norbert  
Gester, Heinz  
Stindt, Ferdinand                      Die Auswirkung der divisionalen Unternehmensstrukturen auf das Personalmanagement und die Arbeitnehmervertretung Nr. 174, 1996
- Meinzen, Ferdinand                    Problematik einer effizienten staatlichen Regulierung von Stromverteilungssystemen Nr. 175, 1996
- Backhaus, Hagen  
Zydorek, Christoph                    Multimedia und die Virtuelle Messe: Substitut oder Ergänzung zur klassischen stationären Messe? Nr. 176a, 1996
- Sievers, Burkard                        Accounting for the Caprices of Madness  
Narrative Fiction as a Means of Organizational Transcendence  
Nr. 176, 1996
- Baisch, Helmut                        Risikowirtschaft I. Handlungsfreiheiten und Handlungszwänge in einer fremdfinanzierten Ökonomie Nr. 177, 1997

- Kappelhoff, Peter  
Wenzel, Olaf                      Studium und Berufseinstieg  
Eine Absolventenbefragung am Fachbereich Wirtschafts-  
wissenschaft der Bergischen Universität-GHS Wuppertal  
Nr. 178, 1997
- Baisch, Helmut                      Risikowirtschaft II. Markt und Macht in einer mischfinan-  
zierten Ökonomie  
Nr. 179, 1997
- Klein, Magdalena  
Krebs, Michael                      Klassische und moderne Ansätze der betriebswirtschaftlichen  
Theorie  
Nr. 180, 1998
- Krebs, Michael                      Die virtuelle Unternehmung als Wissensorganisation:  
Potentiale und Grenzen des Wissensmanagements  
Nr. 181, 1998
- Frambach, Hans                      Ein neuer Gedanke zur Entstehung der Neoklassik  
Nr. 182, 1998
- Eissrich, Daniel  
Frambach, Hans                      Zum Verständnis des Transaktionskostenbegriffs in der  
ökonomischen Theorie  
Nr. 183, 1998
- Hödl, Erich  
Oberstraß, Martin                      Konsequenzen einer kompensierten Steuer auf Energieträger -  
ein Vergleich ökonometrischer Studien  
Nr. 184, 1999
- Grieger, Jürgen                      Umorientierung der Personalwirtschaftslehre?  
Personalwirtschaftliche Ziele im Lichte der Shareholder  
Value- und Corporate Governance-Diskussionen  
Nr. 185, 1999
- Wenzel, Olaf                      Erlebnismilieu? Die empirische Umsetzung des  
Milieumodells von Gerhard Schulze  
Nr. 186, 1999
- Grieger, Jürgen                      Ansatzpunkte und Perspektiven der Rekonstruktion von  
Betriebswirtschaftslehre und Nationalsozialismus  
Nr. 187, 1999
- Koubek/Böckly/Gester                      Wissensmanagement und personalwirtschaftliche  
Standartsoftware in internationalen Unternehmen  
Nr. 188, 2000
- Heindl, Heinrich/  
Pauschert, Dirk                      Wissensmanagement im virtuellen Unternehmen  
Nr. 189, 1998
- Heindl, Heinrich                      Die digitale Signatur im Internet-Rechtsverkehr  
Nr. 190, 1999

Heindl, Heinrich	Benchmarking Best Practices Nr. 191, 1999
Gehle/Heindl/Klein/ Pauschert/Witt	Internetökonomie in New York - Analyse der Rahmen- bedingungen von New Economy-Unternehmen in New York Nr. 192, 2001
Gehle/Heindl/Klein/ Pauschert/Witt	Standorte der New Economy: Das Ruhrgebiet im globalen Wettbewerb der Regionen Nr. 193, 2001
Tindemans, Leo	Die Zukunft Europas Nr. 194, 2001
Pauschert, Dirk	Benchmarking und Innovation Nr. 195, 1999
Pauschert, Dirk	Benchmarking der Internetökonomie - Evaluierung von Erfolgsfaktoren der New Economy in New York Nr. 196, 2000
Frambach, Hans	Die Zertifizierungsverfahren FSC und PEFC im Vergleich - Ein Beitrag zur Zertifizierung nachhaltiger Forstwirtschaft Nr. 197, 2001
Frambach, Hans	Die neoklassische "Geschichte" der Ökonomie: Bemerkungen zur Standortbestimmung von Douglass C. North's Theorie vom Wandel der Institutionen, Nr. 198, 2001
Heindl/Pauschert	Erfolgsfaktoren von New Economy im Silicon Alley, Nr. 199, 2002
Sievers/Ahlers-Niemann	The psychoanalytic study of organizations. A bibliography in the making, Nr. 200, 2003
Koubek, Böckly	Kennzahlen-Systeme im Personalmanagement, Nr. 201, 2003
Weinert, Stephan/ Meyer, Kirsten	"The Evolution of IT-Outsourcing: From its Origins to Current and Future Trends", Nr. 202, 2005
Grieger, Jürgen	"Corruption in Organizations. Some Outlines for Research", Nr. 203, 2005
Fallgatter, Michael, J./ Pluntke, Franziska	Zum 360° -Feedback – eine Analyse der Entwicklungslinien und Funktionsfähigkeit, Nr. 204, 2006
Keim, Martin/Weinert, Stephan	Langzeitstudierende im Fachbereich B der Bergischen Universität Wuppertal - eine explorative Studie, Nr. 205, 2006

Fallgatter, Michael/Brink,  
Siegrun

Zum Einfluss der Legitimation auf die Entwicklung junger  
Unternehmen: Das Beispiel DocMorris, Nr. 206, 2006