



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2008

Die Regulierung der Managergehälter schadet meist mehr, als sie nützt

Göx, Robert

Abstract: Im Zuge der Bankenkrise ist der Ruf nach einer schärferen Regulierung der Managergehälter laut geworden. Der Autor zeigt, dass staatliche Vorschriften in der Vergangenheit kaum je nützten und häufig unerwünschte Nebenwirkungen hatten. Erfolgversprechender wäre, den Aktionären mehr Kontrollrechte in Vergütungsfragen zu geben.

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-79434>
Newspaper Article
Published Version

Originally published at:

Göx, Robert. Die Regulierung der Managergehälter schadet meist mehr, als sie nützt. In: NZZ, 250, 25 October 2008, 29.

Die Regulierung der Managergehälter schadet meist mehr, als sie nützt

Grössere Mitsprache für die Aktionäre als erfolgversprechende Alternative

Von Robert F. Göx

Im Zuge der Bankenkrise ist der Ruf nach einer schärferen Regulierung der Managergehälter laut geworden. Der Autor zeigt, dass staatliche Vorschriften in der Vergangenheit kaum je nützten und häufig unerwünschte Nebenwirkungen hatten. Erfolgversprechender wäre, den Aktionären mehr Kontrollrechte in Vergütungsfragen zu geben. (Red.)

Das stetige Wachstum der Managergehälter erhitzt seit Jahren weltweit die Gemüter. Vor allem unmittelbar nach der Publikation der Geschäftsberichte überschlugen sich die Medien jedes Jahr mit Meldungen über die Höhe der Bezüge bekannter Manager, mit Ranglisten der bestbezahlten CEO oder mit Enthüllungen über mutmassliche Gehaltsexzesse. Zusätzliche Brisanz hat das Thema in jüngster Zeit durch die Bankenkrise und das Missverhältnis erhalten, das zwischen der Inanspruchnahme staatlicher Finanzhilfen und der Entschädigungspolitik der betroffenen Banken besteht. In der Schweiz haben sich unterschiedliche Interessengruppen des Themas angenommen und eigene Vorschläge und Initiativen zur Lösung des Problems unterbreitet. Der Wirtschaftsdachverband Economiesuisse setzt unverdrossen auf das Instrument der Selbstregulierung. Aktionärsvertreter wie die Stiftung Ethos oder die von dem Unternehmer Thomas Minder ins Leben gerufene «Eidgenössische Volksinitiative gegen die Abzockerei» fordern eine verbesserte Transparenz der Bezüge und mehr Mitsprache der Aktionäre bei Entscheidungen über die Höhe der Managersaläre. Schliesslich werden die Gewerkschaften nicht müde, die sich immer weiter öffnende Lohnschere zwischen Managern und einfachen Arbeitnehmern zu beklagen.

Funktioniert der Managermarkt?

Auch die Schweizer Politik befasst sich seit Jahren mit den Managerlöhnen. In der Vergangenheit ging es dabei primär um die Einführung strenger Offenlegungsvorschriften. Durch die Zuspitzung der Bankenkrise hat sich die Sicht auf das Problem offenbar schlagartig gewandelt. Neu wird nun sogar in den Reihen der bürgerlichen Parteien offen über ein zumindest konsultatives Abstimmungsrecht der Generalversammlung (GV) im Zusammenhang mit der Höhe der Bezüge von Verwaltungsrat (VR) und Geschäftsleitung (GL) diskutiert. Die SP geht noch weiter und fordert in einem Positionspapier eine gesetzliche Lohnobergrenze von 1 Mio. Fr. sowie ein generelles Verbot von Bonuszahlungen. Was ist von solchen Massnahmen zu halten? Sind sie nötig, und wenn ja, wie sollten Sie konkret ausgestaltet werden?

Aus ökonomischer Sicht ist gegen ein hohes Salär nichts einzuwenden, wenn es als Ergebnis einer effizienten Vertragsgestaltung zustande kommt. Auf einem funktionierenden Markt für Managementleistungen würde kein Unternehmen Vergütungen ausrichten, die den vom Management erwarteten Beitrag zum Unterneh-

menwert übersteigen, und kein Manager würde einen Vertrag akzeptieren, der ihm nicht mindestens den aus alternativen Beschäftigungsmöglichkeiten erzielbaren Lohn garantiert. Diese beiden Extrempunkte definieren sozusagen die Bandbreite aller aus ökonomischer Sicht akzeptablen Entlohnungen – der Rest ist Verhandlungssache.

Ob der Markt für Manager effizient funktioniert und worin die Ursache des weltweiten Anstiegs der Managerlöhne liegt, ist in der wissenschaftlichen Diskussion sehr umstritten. Die Verfechter des Marktansatzes sehen die steigenden Managersaläre als unmittelbare Folge einer im Zuge der Globalisierung gestiegenen Nachfrage nach qualifizierten Managementleistungen. Kritiker, wie der Harvard-Jurist Lucian Bebchuk, sehen die Entwicklung eher als Folge einer mangelhaften Corporate Governance in grossen Publikumsaktiengesellschaften, die es dem Management erlaubt, weitgehend selbst über die Höhe seiner Bezüge zu entscheiden und sich auf Kosten der Aktionäre zu bereichern.

Trotz Lohntransparenz keine Mässigung

Für beide Thesen gibt es eine Reihe überzeugender Argumente und empirischer Befunde, beweisen oder widerlegen lassen sie sich jedoch nicht. Entscheidend dafür ist, dass der finanzielle Erfolg eines Unternehmens ausser von der Managementleistung von zahlreichen anderen Faktoren beeinflusst wird, die nicht der Kontrolle des Managements unterliegen. Da sich der Beitrag der einzelnen Faktoren zum Unternehmenserfolg nicht klar identifizieren lässt, kann man auch den Beitrag des Managements weder objektiv ermitteln noch empirisch messen. Damit lässt sich aber auch nicht schlüssig belegen, ob die Vergütung eines Managers im konkreten Fall angemessen oder unangemessen ist.

Die Realität dürfte zwischen den beiden Extremen liegen. Jegliche Form von Regulierung muss daher neben den gewollten Konsequenzen für die schlecht geführten Unternehmen auch die ungewollten Konsequenzen für die gut geführten Unternehmen bedenken. Schliesslich müssen auch die gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen der Regulierung bedacht werden. Neben der Frage der Funktions- und Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes sind dabei grundsätzlich auch die durch eine zunehmende Lohnungleichheit bedingten Externalitäten – wie steigende Mieten und Immobilienpreise – zu berücksichtigen.

Aussagekräftige Informationen über die Struktur und Höhe der Managersaläre sind eine notwendige Voraussetzung für eine wirksame Kontrolle des Managements durch die Aktionäre. Wie andere europäische Länder konzentrierte sich die Schweiz bisher auf die Verschärfung der Transparenzvorschriften. 2002 erliess die Schweizer Börse die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG), durch die alle börsenkotierten Unternehmen verpflichtet werden, Angaben über die Entschädigungen der Mitglieder des VR und der GL zu machen. Seit 2007 sind alle börsenkotierten Aktiengesellschaften auch nach dem neuen Obligationenrecht

dazu verpflichtet, entsprechende Informationen im Anhang zur Bilanz zu machen.

Die strenger werdenden Transparenzvorschriften scheinen jedoch bisher in keiner Weise zu einer Begrenzung des weltweiten Wachstums der Managersaläre beigetragen zu haben. Man gewinnt eher den Eindruck, dass sie das Gegenteil bewirkt haben. So sind etwa in den USA als dem Land mit den ältesten und umfangreichsten Transparenzvorschriften die mit Abstand höchsten Zuwächse der Managersaläre zu konstatieren (die Wertpapieraufsichtsbehörde SEC verlangt bereits seit 1934 entsprechende Informationen von den börsenkotierten Unternehmen).

Erklären lässt sich diese Entwicklung etwa mit der Praxis der sogenannten Referenzgruppen-Entlohnung in Verbindung mit der zu starken Betonung der individuellen Vergütungen einzelner Manager. Jüngere empirische Studien zeigen, dass die meisten Unternehmen die Vergütungen ihres Top-Managements relativ zu einer selbstdefinierten oder von externen Vergütungsberatern vorgeschlagenen Referenzgruppe festsetzen. Dabei werden die Bezüge meistens am oder über dem Median der Firmen-Vergleichsgruppe festgesetzt. Diese als «Competitive Benchmarking» bekannte Praxis führt im Ergebnis zu einer permanenten Erhöhung der Bezüge. Jüngere theoretische Untersuchungen zeigen, dass dieser Effekt durch eine Pflicht zur individuellen Angabe der Bezüge, wie diese etwa in den USA und seit 2006 auch in Deutschland gilt, noch verstärkt wird.

Weniger und besser informieren

Der Regulator steht damit vor einem Dilemma. Für die Wahrung der Aktionärsinteressen braucht es ein Mindestmass an Transparenz, gleichzeitig bewirkt aber die Veröffentlichung der Vergütungsinformationen tendenziell einen nach oben unbegrenzten Wettlauf um den höchsten Lohn. Eine Lösung dieses Zielkonflikts könnte darin bestehen, im Interesse einer Dämpfung der Lohnspirale auf die Veröffentlichung der individuellen Bezüge einzelner Manager gänzlich zu verzichten und stattdessen Angaben zu verlangen, die es den Aktionären gestatten, die Effizienz des Managements besser zu beurteilen. Zu denken wäre dabei an einige wenige standardisierte Kennzahlen, die die Kosten des Managements ins Verhältnis zum Unternehmenserfolg setzen – etwa der Anteil der aggregierten Gesamtbezüge von VR und GL am Jahresgewinn oder deren Verhältnis zur Veränderung des Shareholder Value (Aktienpreisentwicklung plus Dividenden). Um die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen zu gewährleisten, sollten diese Angaben in einer für alle Unternehmen verbindlichen tabellarischen Übersicht gemacht werden.

Erheblicher Nachholbedarf besteht auch hinsichtlich der Informationen zur konkreten Ausgestaltung der verwendeten Anreizsysteme. Oftmals finden sich in heutigen Geschäftsberichten hierzu nur vage Angaben, die es dem Aktionär unmöglich machen, die Höhe der realisierten Entlohnung nachzuvollziehen. Das gilt nicht nur für die Kriterien zur Gewährung aktienbasierter Lohnkomponenten, sondern vor allem auch für die Gewährung der derzeit kontrovers diskutierten Bonusprogramme.

Die Firmeneigentümer sollten stärkere Kontrollrechte erhalten

Damit die Firmeneigentümer ihre Interessen wirksam durchsetzen können, bedarf es nicht nur aussagekräftiger Informationen über die Höhe und Struktur der Vergütung, sondern es muss auch sichergestellt sein, dass keine Vergütungspraktiken vereinbart werden, die dem Aktionärsinteresse zuwiderlaufen. Um dies zu gewährleisten, sieht der Gesetzesentwurf zum neuen Aktienrecht die Möglichkeit vor, die Zuständigkeit der Generalversammlung (GV) für die Festlegung der Verwaltungsrats-Entschädigungen in den Statuten festzuschreiben. Die Stiftung Ethos hat zusammen mit acht grossen Schweizer Pensionskassen bei den Unternehmen ABB, Credit Suisse, Nestlé, Novartis und UBS bereits entsprechende Aktionärsanträge für die kommenden GV gestellt. Die Volksinitiative gegen die Abzockerei fordert schliesslich eine jährliche Genehmigung der Bezüge von Verwaltungsrat (VR), Geschäftsleitung (GL) und Beirat durch die GV.

Verwaltungsrat in die Pflicht nehmen

Aus ökonomischer Sicht ist nichts dagegen einzuwenden, wenn die Entscheidungskompetenzen in Vergütungsfragen teilweise auf die Aktionäre verlagert werden. Dies würde dazu beitragen, allfällige Interessenkonflikte zwischen Verwaltungsrat und Aktionären zu mildern, das Vertrauen der Investoren in Publikumsgesellschaften zu stärken und damit letztlich die Attraktivität des Kapitalmarktes zu erhöhen. Bereits eine Konsultativabstimmung über den Vergütungsbericht würde dem VR einen Anreiz bieten, seine Vergütungspraxis sorgfältiger als bisher zu überdenken und zu begründen. Dieser Anreiz wäre noch stärker, wenn die Abstimmung verbindlich wäre. Um den Aufwand für die Umsetzung einer solchen Regel möglichst klein zu halten, sollte die Mitwirkung der Aktionäre allerdings auf jene Fälle beschränkt werden, in denen der VR höhere Saläre vorschlägt, ohne dass gleichzeitig auch ein entsprechender Mehrwert für die Aktionäre geschaffen wurde. Ein bedingtes Kontrollrecht seitens der Aktionäre könnte an die vorgeschlagenen Kennzahlen zu den relativen Kosten des Managements geknüpft werden. So muss das Management immer dann seine Bezüge besonders rechtfertigen, wenn es einen höheren Anteil am erwirtschafteten Mehrwert beansprucht, also etwa wenn es trotz rückläufigem Gewinn eine Beibehaltung seines bisherigen Salärs verlangt. Auf diese Weise würden die Kontrollrechte der Aktionäre wirksam gestärkt, ohne die Kompetenzen des VR in Vergütungsfragen wesentlich einzuschränken.

Statt den Parteien zusätzliche Pflichten aufzuerlegen oder neue Rechte einzuräumen, kann der Staat grundsätzlich auch die Privatautonomie bei der Gestaltung von Vergütungsfragen einschränken und versuchen, den Preis für die Managementleistung direkt oder indirekt zu beeinflussen. Die in diesem Zusammenhang diskutierten Massnahmen reichen vom Verbot bestimmter Entlohnungspraktiken wie Aktienoptionen und Bonuszahlungen über eine steuerliche Diskriminierung hoher Löhne bis zur Einführung gesetzlicher Salär-Obergrenzen.

Nebenwirkungen von Staatseingriffen

Am besten dokumentiert sind die ökonomischen Konsequenzen einer steuerlichen Diskriminierung von hohen Managergehältern. So wurde in den USA bereits im Jahre 1993 die steuerliche Abzugsfähigkeit für die nicht erfolgsabhängige Entlohnung auf 1 Mio. \$ pro Kalenderjahr be-

grenzt. Die Auswirkungen dieser Regel wurden in einer Reihe empirischer Studien untersucht. Die Ergebnisse deuten mehrheitlich darauf hin, dass die Vorschrift unter dem Strich zu einer Erhöhung der Gesamtvergütungen geführt hat. Zwar wurden in vielen Fällen die fixen Basisaläre auf das steuerlich zulässige Niveau gesenkt, im Gegenzug wurden aber zusätzliche Aktienoptionen gewährt, deren Wert die meist geringfügige Senkung der Basisgehälter deutlich übertraf. Neuere theoretische Arbeiten zeigen, dass vergleichbare Substitutionseffekte auch von einer direkten Beschränkung der Managersaläre ausgehen können. Ebenso liegt es auf der Hand, dass die gelegentlich geforderte Verknüpfung der Managersaläre mit den niedrigsten Löhnen im eigenen Unternehmen einen starken Anreiz zur Auslagerung geringer qualifizierter Arbeitsplätze an Drittunternehmen bieten würde.

Unabhängig von der konkreten Form führt die direkte Regulierung der Vergütungen zu Verzerrungen und damit stets zu Zusatzkosten für die Aktionäre der betroffenen Unternehmen – dies, ohne einen erkennbaren Beitrag zur Lösung des Problems zu leisten. Berücksichtigt man zudem, dass eine übermässige Regulierung die Attraktivität eines Investitionsstandortes nachhaltig beeinträchtigen kann, fällt es unter normalen Bedingungen schwer, den Nutzen direkter staatlicher Eingriffe in die Vergütungspraxis der Unternehmen ökonomisch zu begründen.

Etwas anders ist die Lage zu beurteilen, wenn wie im Fall der Bankenkrise mangelhaft ausgestaltete Anreizsysteme zu gravierenden Fehlentwicklungen führen, deren Kosten am Ende der Steuerzahler zu tragen hat. Ein Staat, der für die Fehler der Banken geradestehen muss, kann den Anspruch erheben, bei der Gestaltung der Anreizsysteme dieser Institute mitzureden, um vergleichbare Probleme in Zukunft zu vermeiden. Insofern erscheinen vor allem Massnahmen zweckmässig, die eine am nachhaltigen Unternehmenserfolg orientierte Entschädigungspolitik fördern. Zu denken ist hier vor allem an klare Regeln für den Umgang mit am kurzfristigen Erfolg orientierten Boni sowie für Aktienoptionen, da beide das Management dazu verleiten können, die Chancen stärker zu gewichten als die Risiken. Der Nutzen einer allgemeinen Begrenzung der Lohnhöhe für in Not geratene Banken, wie diese in der letzten Woche in Deutschland eingeführt wurde, bleibt dagegen höchst fraglich.

Weiterführende Literatur

Robert Göx (2004): Erfolgsabhängige Gehälter, Belohnung für den Zufall und der Einfluss des Managements auf die Gestaltung seines eigenen Vergütungssystems. Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft No. 51, 27–55.

Robert Göx / Uwe Heller (2008): Risiken und Nebenwirkungen der Offenlegungspflicht von Vorstandsbezügen, Individual- vs. Kollektivausweis. Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 60. Jg., 98–123.

Robert Göx (2008): Tax Incentives for Inefficient Executive Pay and Reward for Luck. Review of Accounting Studies, Vol. 13, 452–478.

Der Autor

mbe. Die Frage nach den Gründen für die Explosion der Managergehälter und deren «richtiger» Höhe beschäftigt die Wissenschaft seit vielen Jahren. Die gegenwärtige Forschung von Robert F. Göx bewegt sich vor allem in diesem Themenbereich. Göx geht in seinen Publikationen etwa



der Frage nach, ob Managerlöhne reguliert werden sollten, wie sich die Vergütungssysteme «optimal» ausgestalten lassen und wie sich verschiedene Rechnungslegungsregeln auf die Leistungsanreize von Managern auswirken. Die intellektuelle Heimat von Göx ist dabei das Rechnungswesen. Der 46-Jährige ist seit 2001 ordentlicher Professor für Betriebswirtschaftslehre mit einem Schwerpunkt in Unternehmensrechnung und Controlling an der Universität Freiburg. Seit 2003 präsidiert er dort auch das Departement für Betriebswirtschaftslehre.

Die Karriere von Göx ist eng mit der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg verbunden, wo er doktorierte, habilitierte und bis 2001 auch ausserordentlicher Professor für Accounting war. Im Rahmen eines Forschungssemesters war er 2006 zudem Gastprofessor an den Universitäten Wien und Graz. Göx beschäftigt sich nicht nur in der Forschung mit dem Thema Managerlöhne, sondern gibt dazu auch regelmässig Vorlesungen und Seminare in Freiburg sowie an der Universität Lausanne. Sein wissenschaftliches Werk umfasst zahlreiche Veröffentlichungen in internationalen und deutschsprachigen Fachzeitschriften. Göx ist zudem Mitglied des Editorial Board von mehreren Fachpublikationen im Bereich Rechnungswesen.