

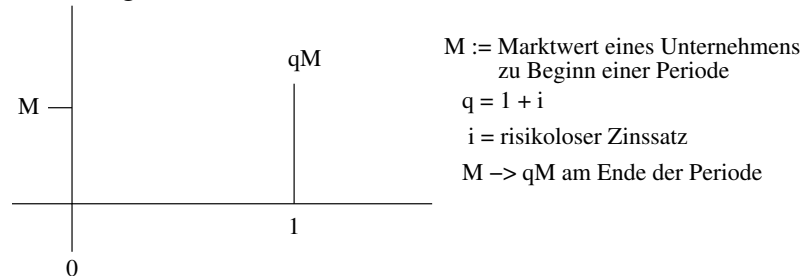
### Managerentlohnung

- Diskussion seit Anfang der 90er.
  - Grund der Vertrag von Mike Eissner mit Disney.
    - \* relativ geringes Grund plus renditeabhängige Prämie, in Form von Optionen.
    - \* Als er das Optionsrecht ausübte hatte es einen Wert von 250 Mio \$.
- In den 80er begann die überproportionale Steigerung (steigender Anteil der Optionen am Gehalt).
- In Deutschland ab 1995.
- Wovon hängt die zeitliche Entwicklung der Aktienkurse ab?
  - Aufschwung in den USA aufgrund der Steuerreform.
  - Aktienkurse steigen in Inflationsphasen.
  - Eigenschaften lassen sich in zwei Gruppen aufspalten.
    - \* Weil das Managment gut war, oder
    - \* allgemeine Faktoren.
  - Wie kann man die unverdienten Faktoren verhindern?
    - \* Vergleichsdepots z.B. besser als DAX
    - \* Erst wenn Unternehmen X 20% besser als Branchenvergleichsportefolio ist.
  - Option wirken immer asymmetrisch.
    - \* Manager sind nur an den Gewinnen beteiligt, nicht an den Kosten.
  - Option führt zu höheren Innovationsneigung.
  - Option führen zu Manipulationen.
    - \* Bei kurz vor dem Geld, hat Manager einen Anreiz zu lügen.

Empirische Befunde zur Managmententlohnung in USA bis Ende der 80er.

- Grundgehalt 50%
- Bonus 25% anhand der Bilanzdaten, EK-Rendite, Residualgewinn
- LTI(=Long Term Incentivs) 25%

Residualgewinn:



Der Residualgewinn entspricht der Differenz zwischen Gewinn und risikofreiem Zins. Was ist wenn kein Marktwert existiert? In der Bilanz sind keine kalkulatorischen Zinsen des EK's enthalten. Wenn der Manager am Bilanzgewinn beteiligt ist, wird er soviel EK wie möglich verwenden, deswegen mit  $i$  als Schranke. Boni betreffen laufende Periode. LTI langfristige mehrjährige Durchschnitte der Bilanzdaten. Aus den LTI wurde im Laufe der Zeit die Optionen.

Internationales Lohndifferential zwischen Vorstandsvorsitzendem und durchschnittlichem Facharbeiter schwankt stark (1992).

- Japan 17
- Frankreich/Deutschland 24
- USA 107

Zu Japan, die Managerentlohnung beinhaltet zusätzliche Rechte die nicht in der Bilanz stehen z.B. lebenslange Mitgliedschaft im kaiserlichen Golfclub, was mit Geld nicht zu kaufen ist.

Die durchschnittlichen Managerlöhne steigen mit der Unternehmensgröße. Die Lohnumsatzelastizität ist ziemlich stabil bei 0.2. Der Einfluß von Vergütungsberater ist beobachtbar.

In Deutschland gibt es ein Datenproblem, da es zu wenig Vorschriften zur Publizierung der Managergehälter gibt.

Veröffentlicht wird:

- Die Summe der Grundgehälter der Vorstandsmitglieder.
- Prämien, leistungsabhängige und leistungsunabhängige müssen im Anhang als Summe ausgewiesen werden

Rentenzusagen richten sich nach dem Grundgehalt

- Grundgehalt Alt = Grundgehalt Neu + Zulage

- Grundgehalt Alt > Grundgehalt Neu
- Deshalb gibt es leistungsunabhängige Zulage.
- Die Höhe der Rentenzusagen ist nicht bekannt.

Der variable Anteil an den Vorstandsgehälter, betruget vor 10 Jahren 25 %, der Anteil steigt, ein großer Teil der Gehälter sind nicht monetär.

Wenn es einen starken Eigentümer gibt (mind. 25% Aktien) → ergebnissabhängiger Entlohnung. Weder das Niveau, noch die Steigerung der Managergehälter in Deutschland ist außerordentlich.

Der Versuch der amerikanischen Regulierungsbehörde den Anstieg zu bremsen, führt dazu, daß der Anstieg stärker wurde.

Vergleichsgruppen

- Die Leistung des Unternehmens muß im Vergleich zu anderen Unternehmen erläutert werden.
- Die Entlohnung soll in Vergleich zu anderen Unternehmen erläutert werden
- Idee: Einfluß von Peer Groups
- Proxy Statements mit Verweis auf Durchschnittslöhne einer Vergleichsgruppe
- Ergebniss war ein verstärkter Durchschnittsprozeß.

### Theoretische Probleme

- Kontrolle
  - Trennung von Eigentum und Kontrolle.
  - Kleinaktionäre kontrollieren nicht da aus ihrer Sicht Kontrollkosten größer als Kontrollerträge sind. Die Kontrolle ist dann ein öffentliches Gut.
  - Stärke Eigentümer bekommen einen höhere Anteil an den Kontrollerträgen und haben deshalb ein Eigeninteresse an Kontrolle.
  - Substitution bei der Kontrolle durch Banken (ersetzen starken Eigentümer), was aber nicht beruhigend ist, da diese bereits das Fremdkapital vertreten.
  
- Unternehmensgröße
  - Konsens: Contracts and the market for executives
  - These : Die Managerlöhne müssen mit der Unternehmensgröße steigen
    - \* Entscheidungen von Managern auf höheren Ebenen beeinflussen die Entscheidungen von Managern auf den unteren Ebenen.
    - \* über die Ebenen wird der Einfluß der Manager wie bei einer geometrischen Folge verstärkt.
    - \* Man findet bessere Manager auf höheren Ebenen, wenn das Beförderungssystem funktioniert.
    - \* Die Einkommenszuwächse nehmen über die Ebenen zu.
  
- Prinzipal Agenten Problem
  - Das Standardmodell hat zu enge Annahmen z.B. keine Mehrstufigkeit.
  - Zentrale Aussage ist, daß der Lohn ergebnissabhängig sein sollte
  - Aber der Prämiensatz ist kaum bestimmbar.
  - indirekte/direkte Anreize z.B. Außenoption.
  - Außenoption ist nicht vorhanden, d.h. man müsste einschätzen, was ein Manager in einem anderen Unternehmen verdienen würde.
  
- Managermacht
  - Es wird bezweifelt ob Managerentlohnung etwas mit optimalen Verträgen zu tun hat.

- Es ist kein Kontraktproblem, sondern Rent Seeking Problem.
  - \* Ausbeutung der Unternehmen durch die Manager.
- Kritik der Literatur:
  - \* Man kann sich auf die Anreize (= Neutralität) der outside directors nicht verlassen.
  - \* CEO kann die Wahl und die Entlohnung der Direktoren beeinflussen.
  - \* Die Kontrolle durch den Managermarkt ist schwach. Da eine Aussoption nicht vor liegt.
- Managermachtansatz
  - \* Die Relevanz des Einflusses von Managern kann nicht bestritten werden.
  - \* Es gibt massive Hinweise auf problematische Formen der Entlohnung vor allem bei der Optionsentlohnung.
  - \* Exogene Einflüsse erklären mehr, vor allem die steigenden Kurse in den 90ern.
  - \* Vergütungsberater helfen eher dem CEO. Die Höhe der Löhne wird oft verschleiert.

### Allgemeine Regeln für die Managerentlohnung

1. Löhne haben etwas mit Unternehmensgröße zu tun; starker Brancheneffekt; Einfluß der Eigentümerstruktur stark.
  2. Verstoß gegen Einhaltung muß geahndet werden.
  3. Alle informativen Signale sollen beachtet werden.
  4. Vorstandsmitglieder/ Manager dürfen nur dafür verantwortlich gemacht werden, was sie auch beeinflussen können.
  5. Es gibt keine perfekte Bemessungsgrundlage.
- Extremes Ausmaß an exogenen Einflüssen.
  - Es besteht immer die Gefahr, daß Manager (absichtlich) fehlinformieren
  - Lösungsmöglichkeit
    - relative Marktwerte
      - \* Problem: Vergleichsportfolio notwendig.
      - \* Vorteil : exogene Risiken werden herausgefiltert.
    - Residualer Marktwert
      - \* Erst dann eine Prämie zahlen, wenn sich eine Anlage im Unternehmen mehr lohnt als eine Investition am Finanzmarkt.
      - \* positiver Kapitalwert angestrebt.
  - Dividenden dürfen nicht als Bemessungsgrundlage verwendet werden
    - Manager selbst sind für die Bilanz zuständig.
    - smoothing (=glätten des Erfolgsausweises).
    - konstanter positiver Trend wird angestrebt.
    - Endspieeffekte.
    - Behandlung von Endspieeffekten: Alterssicherung an Gewinnentwicklung koppeln.
  - Jahresüberschuß hängt völlig vom Bilanzierungsverhalten des Managers ab.
    - Nur verzerrtes Signal.