

Unsichtbare Hand des Marktes oder unsichtbares Handschütteln? Wachstum der Managerlöhne in der Schweiz



Katja Rost, Margit Osterloh

Managerlöhne, Corporate Governance, Markt für Manager, Marktmacht



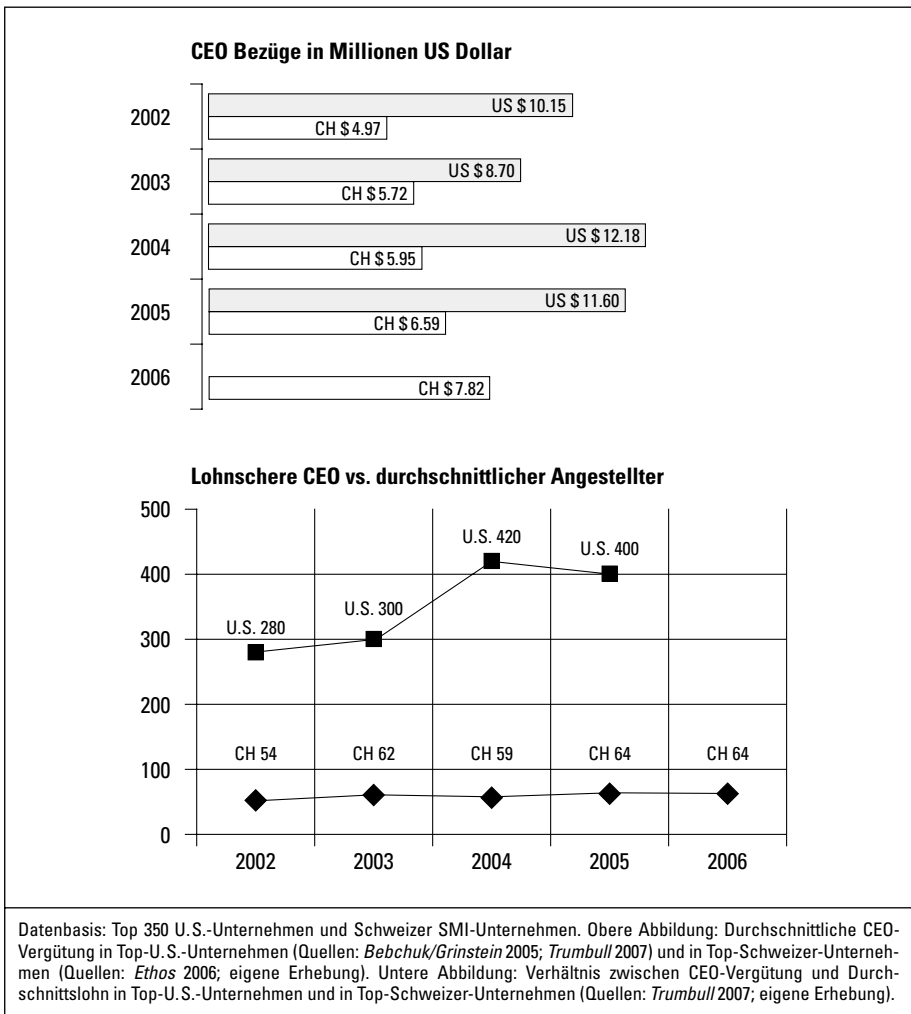
Welche Ursachen bewirken den Vergütungsanstieg Schweizer Top-Manager? Vertreter der «Marktthese» argumentieren: Die steigenden Löhne sind eine Folge von Veränderungen auf dem Markt für Manager. Vertreter der «Machtthese» halten dagegen: Die steigenden Löhne sind eine Folge der wachsenden Verfügungsgewalt des Managements in Aktiengesellschaften zu Lasten der Aktionäre. Wir testen beide Argumente. Gemäss unseren Ergebnissen rechtfertigen Marktkräfte nur deutlich geringere Zuwachsraten; so müssten die Managemententschädigungen jährlich um mehr als ein Drittel geringer ausfallen. Um einen solchen marktgerechten Anstieg zu erreichen, empfehlen wir für die Revision des Schweizer Aktienrechts ein Massnahmenbündel, das nicht nur auf monetäre Anreize und stärkere Kontrolle durch die Aktionäre setzt, sondern das die Motivation des Managements angemessen berücksichtigt. Diese Investition in das Vertrauen verhindert die Explosion von Löhnen, weil die Interessen der Manager und deswegen auch die

Interessen der Aktionäre angemessen berücksichtigt werden. Zu dieser Investition gehören die Rückkehr zu Fixlöhnen, der Einsitz von Arbeitnehmervertretern im Verwaltungsrat, Verwaltungsratsvorsitzende ohne Stimmrecht und der Ausbau direkt-demokratischer Einflussmöglichkeiten.

Which are the causes of the rise of executive compensation? The market-approach argues that growth of executive compensation is driven by optimal contracts and market forces. The managerialism-approach points out that the growth of executive compensation is driven by an increasing market power of management. We empirically test both explanations. According to our results, the upward shift of executive pay is triggered not only by market forces; in the case of market forces the present salary of managers should be around more than one third smaller. In order to achieve a rise of executive compensation corresponding to real market conditions we recommend measures for the revision of the Swiss law of stock companies that do not only build on monetary incentives and stronger control by the shareholders but also respect the motivation of managers. The «investment trust» prevents the rise of executive compensation because it bears in mind the interests of both groups, i. e. the interests of managers and the interests of shareholders. For this reason stock corporations should (1) return to a fixed pay, (2) monitor the management by knowledge workers and (3) by a board chair who has no voting right, and (4) extent the direct democratic measurements.

1 Einleitung

Die Vergütungen von Top-Managern sind in den letzten Jahren erheblich gestiegen: Seit den 90er Jahren verdoppelten sich die Gehälter des U.S.-Top-Managements (*Bebchuk/Grinstein 2005; Mishel et al. 2006*). In der Schweiz stiegen seit 2002 die Einkünfte der CEOs der SMI-Unternehmen um 60% an (vgl. ► *Abbildung 1* sowie *Schiltknecht 2004; Ethos 2006; Hengartner 2006; KPMG 2006; Amstutz 2007*).¹ Der Vergleich der USA mit der Schweiz zeigt darüber hinaus, dass die Durchschnittsgehälter Schweizer CEOs in ihrer Höhe bislang noch geringer ausgeprägt sind und dass sich die Schere zwischen den CEO-Einkünften und den durchschnittlichen Einkünften der Mitarbeiter in der



▲ Abb. 1 CEO-Vergütungen und Lohnscheren im Vergleich Schweiz–USA

Schweiz weniger stark geöffnet hat. Diese Gegenüberstellung darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Brutto-Bezüge Schweizer Top-Manager im internationalen Vergleich an zweiter Stelle rangieren und erst mit Abstand von den Bezügen deutscher, kanadischer, mexikanischer und japanischer CEOs gefolgt werden (vgl. *Managermagazin* 12.08. 2006; *Ethics World* 14.03.2007).

Der länderübergreifende Anstieg der Top-Management-Vergütungen gemäss dem Vorbild der USA wirft in der öffentlichen Diskussion zahlreiche Fragen auf. Unser Beitrag trägt in erster Linie zur Diskussion folgender Frage bei: Welche *Ursachen* bewirken den Vergütungsanstieg Schweizer Top-Manager? Der Beitrag ist folgendermassen gegliedert: Der zweite Abschnitt beleuchtet zwei gegensätzliche Thesen für den Gehaltsanstieg des Top-Managements und zeigt empirische Evidenz zur Begründung für jede dieser Thesen auf. Im dritten Abschnitt stellen wir das empirische Design dar, mit dem wir diese Thesen überprüfen. Der letzte Abschnitt diskutiert die Konsequenzen unserer Resultate für die praktische Ausgestaltung der Corporate Governance in der Schweiz.

2 Zwei entgegengesetzte Thesen für den Vergütungsanstieg von Top-Managern

Die Ursachen für den Anstieg der Top-Managementvergütungen werden in der Wissenschaft und in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert. Wir stellen die beiden gegensätzlichen Positionen als «Markthese» und als «Machtthese» (im englischen: managerialism-approach) einander gegenüber. Für die *Markthese* treten Verteidiger des hohen Wachstums der Management-Entgelte ein. Vertreter der Wissenschaft (z.B. *Fama* 1980; *Murphy/Zábojník* 2003, 2004) und der Wirtschaft (z.B. *Wuffli* 2006) begründen den Vergütungsanstieg der letzten Jahre mit Veränderungen auf dem Markt für Manager, insbesondere mit der erhöhten Nachfrage nach Managementtalenten in einer globalen und komplexen Wirtschaft. Für die *Machtthese* treten Kritiker des rasanten Vergütungsanstiegs ein. Vertreter der Wissenschaft (z.B. *Tosi et al.* 2000; *Bertrand/Mullainathan* 2001a; *Bebchuk/Fried* 2003; *Schiltnknecht* 2004; *Thielemann* 2004; *Bebchuk/Grinstein* 2005; *Frey/Osterloh* 2005), der Medien (z.B. der Chef der NZZ- Wirtschaftsredaktion *Schwarz* 2006 und der Chef des Wirtschaftsmagazins CASH *Schütz* 2006) und der Wirtschaft (z.B. der Ex-Verwaltungsrats-Präsident von UBS und Novartis *Krauer* 2004 und der Ex-CEO des Nestlé- Konzerns *Maucher* 2007) interpretieren die steigenden Management-Entgelte als eine Folge der ungerechtfertigt anwachsenden Verfügungsgewalt des Managements in Aktiengesellschaften.

2.1 Die Marktthese

Die Vertreter der Marktthese (z.B. *Martin/Moldoveanu* 2003; *Wuffli* 2006) argumentieren, dass angestellte Manager in einer durch Globalisierung, Deregulierung und Wettbewerb gekennzeichneten Wirtschaft immer verantwortungsvollere und risikoreichere Aufgaben wahrnehmen. Entsprechende Talente seien rar, und es brauche hohe Löhne und Erfolgsbeteiligungen, um im «war for talents» mithalten zu können (vgl. *Martin/Moldoveanu* 2003). Der Preis einer Managementleistung bestimme sich aus dem Angebot und der Nachfrage nach Top-Managern. Der externe Arbeitsmarkt lege die Vergütungsgrenzen für Top-Manager fest, und der Wettbewerb auf dem Markt für Manager Sorge für die optimale Ausgestaltung der Vergütungsverträge (*Fama* 1980; *Murphy* 1999; *Murphy/Zábojník* 2003, 2004, zur kritischen Diskussion vgl. *Benz/Stutzer* 2003).

Im Wesentlichen wurden in den letzten Jahren zwei Gründe für den Anstieg der Preise von Managementleistungen genannt: *Erstens* werden Unternehmen im Zuge der Globalisierung immer grösser und komplexer (zu diesen Befund vgl. *Bebchuk/Grinstein* 2005). Grosse Unternehmen sind schwieriger zu managen als kleine Unternehmen und verlangen von der Führungskraft höhere Humankapitalinvestitionen (*Roberts* 1956; *Mahoney* 1979). Hierdurch sinke das Angebot geeigneter Führungskräfte und die geforderten Preise der verbleibenden Führungskräfte steigen. *Zweitens* beobachte man seit den 90er Jahren eine steigende Nachfrage nach Personen mit transferierbaren, generellen Managementfähigkeiten (*Murphy/Zábojník* 2003, 2004).² Diese Entwicklung trägt zusätzlich zum Anstieg der Löhne bei: Personen, die ebenso gut in Investmentbanken oder als Unternehmensgründer hohe Renten generieren könnten, d.h. die gute Outside-Optionen haben, sind nur durch wettbewerbsfähige Gehälter an das Unternehmen zu binden (*Jensen/Murphy* 1990b). Aus diesen Argumenten leitet sich die folgende Marktthese ab, warum Managementgehälter im Zeitablauf, für unterschiedliche Personen oder für verschiedene Unternehmungen variieren:

Marktthese: Je grösser die Aufgabenanforderungen an Manager sind, umso höher sind die zu zahlenden Preise.

Bislang wurde das Marktmodell nur indirekt bzw. durch Teilbefunde empirisch erhärtet. Sowohl der Markt für Manager als auch der externe Arbeitsmarkt sind mit messbaren Grössen schwer erfassbar. Dennoch gibt es Indizien dafür, dass der externe Arbeitsmarkt für die Preisbildung auf dem Markt für Manager relevant ist (z.B. *Ezzamel/Watson* (1998). *Mintzberg* 1973; *Yukl* 1989; *Fisher/Govindarajan* 1992). *Murphy/Zábojník* (2004) weisen auf einen steigenden Trend von Unternehmen zur Rekrutierung externer Führungskräfte hin und folgern, dass die Nachfrage nach Personen mit transferierbaren, generellen Managementfähigkeiten zugenommen hat. Zudem bestätigt die Unter-

suchung von *Murphy/Zábojník* (2004), dass die Preise für extern rekrutierte Führungskräfte höher sind als für intern rekrutierte. Dieser Befund kann eine Folge besserer Outside-Optionen extern rekrutierter CEOs sein (vgl. ebenso *Agrawal/Knoeber* 1996). Zusätzlich belegt die Literatur, dass ein höheres Humankapital, etwa eine erstklassige Ausbildung (*Agarwal* 1981; *Gerhart/Milkovich* 1990), internationale Erfahrungen (*Carpenter et al.* 2001) oder öffentlich wahrgenommene Managementfähigkeiten (*Rajgopal et al.* 2006) die Preise für Top-Manager erhöhen. Befunde zeigen zudem, dass ein hoher Anteil unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder zu höheren Vergütungen der Aufsichtsräte führt (*Main* 1991; *Lambert et al.* 1993; *Boyd* 1994; *Westphal/Zajac* 1994; *David et al.* 1998; *Core et al.* 1999). *Murphy/Zábojník* (2004) vermuten hinter diesem Zusammenhang eine Korrelation mit generellen Managementfähigkeiten: Unabhängige Verwaltungsratsmitglieder besitzen in Folge ihrer firmenunspezifischen Investitionen höhere transferierbare Managementfähigkeiten und haben deswegen einen höheren Preis.

Zu Grunde liegendes Konstrukt	Messung	Einfluss auf Management-Bezüge	Studien
Aufgabenkomplexität	Geschäftsdiversifikation	+	<i>Finkelstein/Hambrick</i> 1989; <i>Agrawal/Knoeber</i> 1996; <i>Rose/Shepard</i> 1997; <i>Sanders/Carpenter</i> 1998; <i>Anderson et al.</i> 2000; <i>Almazan et al.</i> 2005
	Internationalisierung	+	<i>Roth/O'Donnell</i> 1996; <i>Sanders/Carpenter</i> 1998; <i>Miller et al.</i> 2002; <i>Hengartner</i> 2006
	Wahrgenommene Komplexität	+	<i>Hengartner</i> 2006
	Handlungsspielraum	+	<i>Finkelstein/Boyd</i> 1998
	Investitionsspielraum	+	<i>Smith Jr/Watts</i> 1991; <i>Gaver/Gaver</i> 1993; <i>Skinner</i> 1993; <i>Baber et al.</i> 1996
	Intensiver Produktwettbewerb	+	<i>Cuñat/Guadalupe</i> 2005
	Wettbewerbsintensive Industrie	+	<i>Hubbard/Palia</i> 1995
	F&E- bzw. Marketingintensität	+	<i>Eaton/Rosen</i> 1983; <i>Ryan/Wiggins</i> 2001
	Wachstumschancen	+	<i>Lewellen et al.</i> 1987; <i>Smith Jr/Watts</i> 1991; <i>Gaver/Gaver</i> 1993; <i>Mehran</i> 1995; <i>Guay</i> 1999; <i>Bryan et al.</i> 2000
	De-Regulation	+	<i>Smith Jr/Watts</i> 1991; <i>Finkelstein/Rajagopalan</i> 1992; <i>Joskow et al.</i> 1993; <i>Bryan et al.</i> 2000
	Hoch-Technologie Firmen	+	<i>Balkin/Gomez-Mejia</i> 1987; <i>Hambrick/Abrahamson</i> 1995; <i>Balkin et al.</i> 2000

▲ Tab. 1 Weitere empirische Befunde zur Marktthese

Eine Vielzahl von Untersuchungen erhärtet weiterhin, dass die Preise für Top-Manager bei komplexen Aufgabenanforderungen steigen, sei dies als Folge grösserer Wachstumsmöglichkeiten, einer höheren Übernahmegefahr, einer höheren Nachfrageinstabilität, einer höheren F&E-Intensität oder einer höheren Produktdifferenzierung (für einen Überblick vgl. ◀ Tabelle 1). Dem liegt die Annahme zugrunde, dass komplexe Aufgaben höhere Humankapitalinvestitionen verlangen, den Pool angebotener Manager verkleinern und somit die Preise erhöhen.

2.2 Die Machtthese

Für Vertreter der Machtthese sind die exorbitanten Managerlöhne Indiz einer ungerechtfertigt wachsenden Verfügungsgewalt des Managements in Aktiengesellschaften. So sieht *Schwarz* (2006) die Ursache dieser Entwicklung im Machtzuwachs einer von den Aktionären abgeschotteten Management-Kaste. Aus dieser Sicht entsteht der enorme Aufwärtstrend der Managergehälter in den letzten Jahren durch zwei Faktoren. Zum einen bestimme das Management sein Gehalt weitgehend selber (*Tosi et al.* 2000; *Bebchuk et al.* 2002; *Bebchuk/Fried* 2003; *Keller* 2003). Zum anderen nehme der Managementeinfluss mit der Zersplitterung des Aktienkapitals auf Kleinaktionäre zu (*Bebchuk/Grinstein* 2005).

Der erste Faktor wird mit drei Sachverhalten begründet. Erstens profitiere der Verwaltungsrat, welcher die Gehälter festsetzt, selbst von hohen Managementgehältern. Hierdurch steige das eigene Einkommen, und Konflikte mit befreundeten Managern würden vermieden (*Herman* 1981; *Fierman* 1990; *Crystal* 1991; *Amstutz* 2007). Zweitens seien wechselseitige Gefälligkeiten bei Gehaltsfestsetzungen als Folge fließender, sozialer Grenzen zwischen Management und Verwaltungsrat üblich. In vielen Fällen tritt eine Person sowohl in der Position des Managers als auch in der Position des Verwaltungsratsmitgliedes auf (*Gomez-Mejia* 1994). Drittens sei der Markt für Manager ineffizient, da eindeutige Grenzen fehlen: «... If a vice-president of a soft drink company can become president of a major computer company, what does that imply about the boundaries of the labor market? (...) This ambiguity creates a mystique around candidates, who *are* identified as eligible, thus buoying their pay. ...» (*Finkelstein/Hambrick* 1988, 546f.). Dies führe zu intransparenter Preisfestlegung, weil der Beitrag eines Konzernchefs zum Unternehmensergebnis nicht genau messbar sei (*Amstutz* 2007).

Der zweite Faktor – die Zersplitterung des Aktienkapitals auf Kleinaktionäre – vergrössere den Einfluss des Managements. Kleinaktionäre hätten in vielen Ländern, so auch in der Schweiz, keine direkte Einflussmöglichkeit auf die Gehälter. Sie besäßen darüber hinaus nicht die notwendigen Informationen und hätten oft auch nur ein minimales Interesse an einer Einflussnahme

(*Bebchuk/Grinstein* 2005). Aktiengesellschaften würden folglich von befreundeten und verflochtenen Verwaltungsräten und Managern gesteuert. Ein neutrales Organ für Gehaltsfestsetzungen fehle (*Bebchuk/Grinstein* 2005). Das Machtmodell kommt deshalb zu folgender These, warum Managementgehälter im Zeitablauf, für einzelne Personen und für einzelne Unternehmen ansteigen:

Machtthese: Je grösser der Einfluss des Managements ist, desto mehr weichen die Entlohnungen des Managements von Marktlöhnen ab.

Die empirischen Befunde zu Gunsten der Machtthese sind – wie diejenigen zur Marktthese – meist indirekt. Der Einfluss des Managements auf Gehaltsfestlegungen findet im Verborgenen statt und ist deswegen nur schwer oder gar nicht messbar (*Hambrick/Finkelstein* 1995; *Grabke-Rundell/Gomez-Mejia* 2002; *Bratton* 2005). Untersuchungen zeigen, dass soziale Vergleiche bei der Gehaltsfestlegung eine mindestens ebenso wesentliche Rolle spielen wie Marktkräfte (*Oreilly et al.* 1988; *Ezzamel/Watson* 1998; *Bizjak et al.* 2000). Beispielsweise erhöhen im Branchenvergleich schlecht bezahlte CEOs ihre Gehälter auch dann, wenn ihre Managementleistungen gemessen an der Branchenperformance schwach sind. Dieses Ergebnis kann ein Beleg dafür sein, dass der Markt für Manager ineffizient ist: Die Gehälter orientieren sich nicht am knappen Angebot guter Manager, sondern am Angebot der den Markt kontrollierenden Manager (*Combs/Skill* 2003). *Fiss* (2006) zeigt, dass eine hohe Ausbildungsdifferenz zwischen dem amtierenden CEO und dem Verwaltungsratsvorsitzenden zu höheren Managereinkünften führt. Er interpretiert diesen Befund als Folge einer grossen Macht der CEOs. *Daily et al.* (1998) zeigen, dass die Managementgehälter stärker steigen, wenn das Vergütungskomitee erst nach Eintritt des amtierenden CEOs bestellt wird oder wenn das Vergütungskomitee Geschäftsbeziehungen zum Management unterhält. Des Weiteren beeinflussen Manager ihre variablen Gehälter, indem sie die Preise bewilligter Optionen durch bewusstes Verschweigen oder Verbreiten von Unternehmensnachrichten zum eigenen Vorteil manipulieren (*Yermack* 1997; *Aboody/Kasznik* 2000; *Chauvin/Shenoy* 2001; *Baker et al.* 2003).

Gomez-Mejia et al. (2003) führen Belege dafür an, dass eine stärkere Kontrolle die Gehälter nachhaltig senkt. CEOs, die mit den Hauptanteilseignern des Unternehmens verwandt sind, bekommen nicht nur ein geringeres Gehalt ausbezahlt; das Gehalt ist auch stärker mit dem Wohlergehen des Unternehmens verknüpft. Zahlreiche Untersuchungen weisen aus, dass Grossaktionäre die Managementgehälter senken (*Gomez-Mejia et al.* 1987; *Gomez-Mejia/Tosi* 1994; *David et al.* 1998; *Ryan/Wiggins* 2001; *Khan et al.* 2005; *Kim* 2005). Darüber hinaus wechseln durch Grossaktionäre kontrollierte Unternehmen im Vergleich zu managerkontrollierten Unternehmen das Management bei schlechten Unternehmensergebnissen schneller aus (*Salancik/Pfeffer*

Messung	Zu Grunde liegendes Konstrukt Machtthese	Zu Grunde liegendes Konstrukt Marktthese	Einfluss auf Management- Bezüge	Studien
Unternehmensgrösse	Macht	Aufgabenkomplexität	+	<i>Marris 1964; Aoki 1984; Tosi et al. 2000; Bertrand/Mullainathan 2001a</i>
Tenure	Macht	Fähigkeiten	+	<i>Finkelstein/Hambrick 1989; Main 1991; Mayers/Smith 1992; Brickley et al. 1997; Hallock 1997; Sanders/Carpenter 1998; Sanders 2001; Brick et al. 2002; Fiss 2006</i>
CEO Dualität	Macht	Fähigkeiten	+	<i>Beatty/Zajac 1994; Boyd 1994; Gray/Cannella 1997; Core et al. 1999; Fiss 2006</i>
Bildung	Pay Premium	Fähigkeiten	+	<i>Angel/Fumas 1997; Carpenter/Wade 2002</i>
Managementbeteiligungen	Macht	Incentive Kontrolle	+	<i>Dyl 1988; Lambert et al. 1991; David et al. 1998; Core et al. 1999; Bliss/Rosen 2001; Sanders 2001</i>
Anzahl VR-Mitglieder	Macht	Aufgabenkomplexität	+	<i>Main 1991; Conyon/Peck 1998; Core et al. 1999; Ghosh/Sirmans 2005</i>

▲ Tab. 2 Uneindeutige empirische Befunde zur Machtthese

1980). Sie sind auch seltener in Unternehmensskandale verwickelt (*Blair/Kaserman 1983*). Folglich stärkt die Zersplitterung des Aktienkapitals auf Kleinaktionäre den Einfluss und damit das Einkommen des Managements.

Es gibt eine Fülle von weiteren Untersuchungen, welche die Machtthese mit zusätzlichen Indikatoren stützen. Diese Indikatoren sind jedoch nicht eindeutig. Die Marktthese würde nämlich ähnliche Effekte vorhersagen, jedoch andere Begründungen anführen. Eine Übersicht über diese Befunde gibt ◀ Tabelle 2.

3 Empirische Methode

3.1 Studiendesign

Die empirischen Ergebnisse der geschilderten Studien verdeutlichen, warum die Diskussion um Managergehälter nicht abgeschlossen ist: Der Nachweis der Gründe für das Ansteigen der Gehälter ist schwierig, weil eindeutige Indikatoren zur Messung von Markt oder Macht fehlen. Zum einen kontrollieren viele Untersuchungen nicht die Ursachen der beiden kontroversen Begründungen, zum anderen können die verwendeten Indikatoren – je nach Erkenntnisinteresse – sowohl zur Unterstützung der Markt- als auch der Machtthese herangezogen werden. Deswegen kann keine der beider Thesen als widerlegt gelten. Noch viel weniger wird aufgezeigt, wie stark beide Thesen jeweils zur

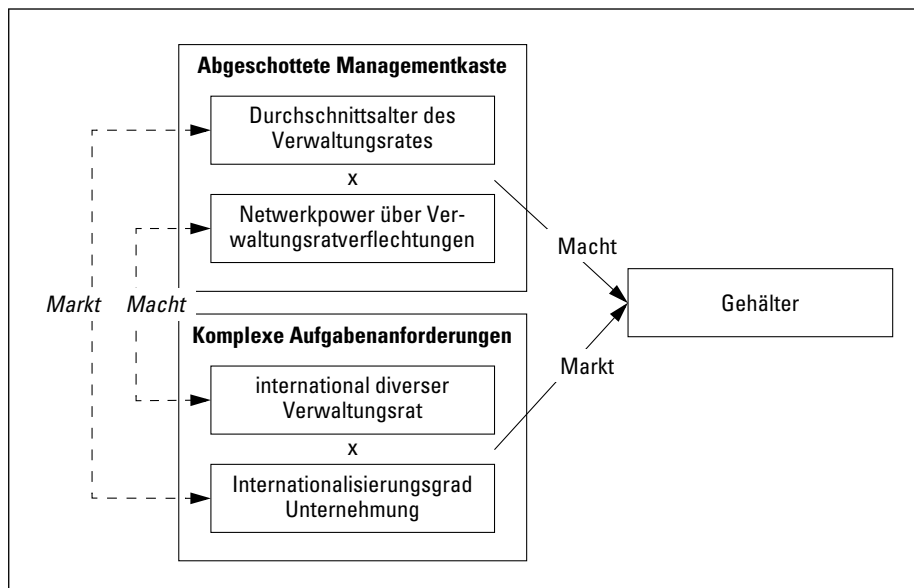
Erklärung des Anstiegs der Management-Entlohnung beitragen. Nachfolgend versuchen wir mit Daten aus der Schweiz die kontroversen Argumente beider Thesen eindeutig zu messen.

Als abhängige Variable wählen wir den Mittelwert des durchschnittlichen Gehalts (a) eines exekutiven Mitgliedes der Geschäftsleitung bzw. des Verwaltungsrates und (b) eines nicht exekutiven Verwaltungsratsmitgliedes. Wir kombinieren beide Gehälter in einem Index, weil die gemeinsam erklärte Varianz mit 53,1 % sehr hoch ist ($r = 0,73^{***}$). Die Höhe der Korrelation deutet ähnliche Bemessungsgrundlagen für die Gehälter an, unabhängig davon, ob es sich um ein exekutives oder ein nicht exekutives Mitglied des Verwaltungsrates handelt. Dieser Zusammenhang könnte ein Beleg für die Marktthese sein, da Unternehmen mit komplexen Aufgabenanforderungen einem kleineren Angebot an qualifizierten Managern und Verwaltungsräten gegenüberstehen und deswegen beiden Gruppen höhere Entgelte zahlen. Der Zusammenhang könnte aber auch ein Beleg für die Machtthese sein. Die nicht exekutiven Verwaltungsratsmitglieder des Entschädigungsausschusses legen die Bezüge der exekutiven Vertreter der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates fest, währenddessen die Gesamtheit der übrigen Verwaltungsratsmitglieder die Gehälter der Mitglieder des Entschädigungsausschusses festlegt (vgl. *Ethos* 2006; *Amstutz* 2007). Eine Kombination der Durchschnittsgehälter empfiehlt sich deswegen für einen Test der Markt- vs. der Machtthese.

Die *Machtthese* begründet die Gehälter mit dem Einfluss einer abgeschotteten Managementkaste, während die *Marktthese* die Gehälter mit komplexen Aufgabenanforderungen erklären will. Zum Test beider Argumente verwenden wir Interaktionseffekte. Diese erlauben eine statistisch präzise Trennung unterschiedlicher Effekte und damit auch eine Gewichtung der inhaltlich verschiedenen Argumente.

Wir operationalisieren die *Existenz einer abgeschotteten Managementkaste* durch den wechselseitigen Einfluss zweier Indikatoren: Mehrfachmandate und Alter des Verwaltungsrates. Wir untersuchen damit den Einfluss von «Old Boys Networks» auf die Gehälter. Der Einfluss von Netzwerken der Verwaltungsräte auf die Gehaltspolitik mittels Mehrfachmandate ist ein in der Literatur verbreiteter Indikator zur Messung von Macht (z.B. *Hallock* 1997; *Core et al.* 1999; *Fich/White* 2005; *Hengartner* 2006). Allerdings müssen höhere Gehälter bei Verwaltungsratsverflechtungen nicht zwangsläufig auf wechselseitige Gefälligkeiten bzw. Managementmacht hindeuten. Sie können auch Indiz einer höheren Nachfrage nach diesen Personen in Folge ihrer höheren Fähigkeiten sein. Deswegen kombinieren wir den Netzwerkeinfluss mit dem Durchschnittsalter des Verwaltungsrates. Das Alter von Personen bietet sich als Indikator zur Messung sozialer Zugehörigkeit an, da ältere Personen meist schon länger in Managementkreisen aktiv sind und damit die Bedeutung wechselseitiger Gefälligkeiten zunehmen sollte.

Wir operationalisieren *komplexe Aufgabenanforderungen* durch den Einfluss international diversifizierter Verwaltungsräte in international tätigen Unternehmen auf die Gehälter. Der Internationalisierungsgrad von Unternehmen ist ein in der Literatur verbreiteter Indikator zur Messung höherer Aufgabenanforderungen (z.B. Roth/O'Donnell 1996; Finkelstein/Boyd 1998; Sanders/Carpenter 1998; Carpenter et al. 2000; Carpenter/Wade 2002; Miller et al. 2002; Hengartner 2006). Allerdings sind hohe Managementgehälter in internationalisierten Unternehmen nicht zwangsläufig Indikator einer Marktentschädigung, sondern können auch Indiz eines grösseren Managementeinflusses in einem schwer kontrollierbaren Umfeld sein (für eine analoge Diskussion bzgl. der Unternehmensgrösse vgl. Tosi et al. 2000). Deswegen kombinieren wir den Internationalisierungsgrad einer Unternehmung mit den hierfür erforderlichen Fähigkeiten, die über die internationale Diversität des Verwaltungsrates gemessen werden. Das der Marktthese zu Grunde liegende Argument sind die höheren Preise für rare Talente und komplexe Aufgaben. Ein Verwaltungsrat, der aus Angehörigen verschiedener Sprach- und Kulturregionen besteht, bietet sich als Indikator zur Messung relevanter Fähigkeiten in international tätigen Unternehmen an, weil die Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder nicht nur mehrere Sprachen beherrschen, sondern auch verstärkt mit interkulturellen Konflikten umgehen müssen (vgl. für analoge Messungen z.B. Palich/Gomez-Mejia 1999; Tihanyi et al. 2000; Ellstrand et al. 2002). Da nicht jede Person diesen Anforderungen gewachsen ist, sollten die Preise der Leistungen von Managern bzw. Verwaltungsräten in



▲ Abb. 2 Studiendesign zur Prüfung der Markt- und Machtthese

international tätigen Unternehmen mit grossen Kultur- und Sprachunterschieden nach Marktgesichtspunkten höher sein.³

Wir kontrollieren in Regressionsanalysen den Einfluss älterer Verwaltungsräte in internationalisierten Unternehmen und den Netzwerkeinfluss international diverser Verwaltungsräte. Es ist wahrscheinlich, dass ältere Verwaltungsräte in Folge ihrer langjährigen Erfahrungen verstärkt in komplexen Aufgabenumfeldern tätig sind und deswegen höhere Renten generieren. Ebenso wahrscheinlich ist, dass die Netzwerke international diversifizierter Verwaltungsräte weitreichender sind und hierdurch eine effizientere Beeinflussung der Gehaltspolitik zulassen. Der erste Effekt deutet somit eine zusätzliche optionale Markterklärung für die Gehälter an, während der zweite Effekt auf eine zusätzliche optionale Machterklärung der Gehälter hindeutet. ◀ Abbildung 2 stellt das eben skizzierte Studiendesign zusammenfassend dar.

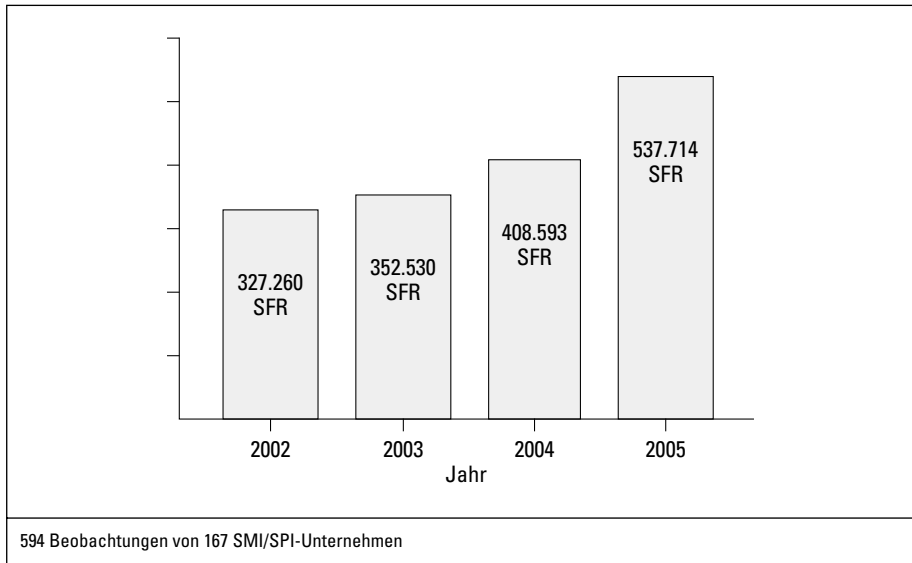
3.2 Datenbasis

Die analysierte Grundgesamtheit setzt sich aus den 200 grössten an der Swiss Exchange (SWX) kotierten Unternehmen zusammen, gemessen an der Börsenkapitalisierung Ende 2001 (vgl. für eine analoge Stichprobe *Meyer/Staub* 2005). Die Stichprobe enthält alle Unternehmen im Swiss Market Index (SMI), im Swiss Market Index Medium (SMIM) und die grössten Unternehmen im Swiss Performance Index (SPI). Die Basisinformationen wurden Quellen entnommen, die Anlegern und der Öffentlichkeit seit 2002 (vgl. Fussnote 1) zugänglich sind, zum Beispiel Geschäftsberichten der Unternehmen und ihren Internetseiten. Zusätzliche Auskünfte wurden im direkten Kontakt mit den Unternehmen eingeholt. Für einige der untersuchten Unternehmen sind nicht alle erforderlichen Informationen verfügbar, so dass sich die anfängliche Stichprobe bei listenweisem Fallausschluss auf 160 Unternehmen mit durchschnittlich 3,3 Beobachtungen für den 4-Jahres-Zeitraum (530 Fälle) reduziert. Die Branchenverteilung, der Umsatz und die Bilanzsumme dieser Unternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von der Grundgesamtheit der 200 Unternehmen, so dass wir in den Analysen von einer für die Schweiz repräsentativen Stichprobe an Aktienunternehmen ausgehen.

3.3 Operationalisierung der Variablen

Durchschnittsgehälter exekutiver und nicht-exekutiver VR- bzw. GL-Mitglieder

Die durchschnittlichen Vergütungen für (a) jedes nichtexekutive Mitglied des Verwaltungsrats (VR) bzw. (b) jedes exekutive Mitglied des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung (GL) beruhen auf den Totalvergütungen beider Führungsinstanzen dividiert durch die Anzahl der entschädigten Personen. Die



▲ Abb. 3 Entwicklung des Mediandurchschnittsgehaltes für ein exekutives bzw. nicht-exekutives VR- bzw. GL- Mitglied in der Schweiz

Totalvergütungen beider Führungsinstanzen werden in den Geschäftsberichten separat dokumentiert. Die Anzahl der Personen wurde so angepasst, dass sie die effektive Präsenzzeit in Monaten widerspiegelte. Anschliessend ermittelten wir für jedes Unternehmen das arithmetische Durchschnittsgehalt beider Führungsinstanzen (Mittelwert a, b). Wie ◀ Abbildung 3 veranschaulicht, stiegen diese Durchschnittsgehälter von 2002 bis 2005 um ca. 60%.

Die Gehälter beruhen auf den Totalbezügen und umfassen die feste Vergütung (Grundgehalt), die variable Vergütung (Bonus und langfristige Beteiligungspläne) und die anderen Vergütungen (Beiträge an Vorsorgepläne und Sachleistungen). Bei der Berechnung der Totalbezüge stützen wir uns auf die Berechnungsgrundlagen von *Ethos* (2006, 65 ff.) und übernehmen, wenn bereits dokumentiert, die im *Ethos*-Gutachten kalkulierten Durchschnittsgehälter. Der Aktienwert berechnet sich aus der Anzahl zugeteilter Aktien multipliziert mit dem veröffentlichten Wert dieser Aktien. Falls der Aktienwert nicht dokumentiert ist, verwenden wir den Wert der Aktie am Zuteilungstag bzw. bei nicht veröffentlichtem Datum den Schlusskurs der Aktien in der untersuchten Rechnungslegungsperiode. Der Optionswert ermittelt sich – falls nicht im Geschäftsbericht bzw. bei *Ethos* (2006) angegeben – aus dem 25%-igen Anteil des Produktes aus dem Ausübungspreis der Optionen multipliziert mit der Anzahl zugeteilter Optionen (vgl. *Lambert et al.* 1993). Eine derartige Optionsbewertung korreliert zu 0,98 mit dem Optionswert berechnet nach dem Black-Scholes-Modell und liefert laut *Finkelstein/Boyd* (1998, 187) zuverlässigere Schätzergebnisse als die Black-Scholes-Formel.

Merkmalsausprägung	Anzahl Verwaltungsratsmitglieder	In %
Betriebswirte	568	41,28
Volkswirte	28	2,04
Ingenieure & Naturwissenschaftler	313	22,75
Juristen	278	20,20
Geistes- & Sozialwissenschaftler	54	3,92
Sonstiges	61	4,43
Frauen	90	6,54
Männer	1278	92,88
CH-D	944	68,60
CH-F	127	9,23
CH-I	21	1,53
Ausland	256	18,60
Durchschnittsalter in Jahren	56,23	/
Total	1376	100
Untersucht werden die Verwaltungsräte von 186 Schweizer Unternehmen aus dem Jahr 2004. ^a		

▲ Tab. 3 Verwaltungsratsstruktur Schweizer Unternehmen

a. Wir danken Anil Mahawattage für die Datenerhebung im Rahmen seiner Diplomarbeit (*Mahawattage 2007*).

Durchschnittsalter, internationale Diversität des Verwaltungsrates

Für jedes Unternehmen ermitteln wir demographische Merkmale der amtierenden Verwaltungsratsmitglieder. Für 14 der 200 Unternehmen sind diese Daten nicht oder nur unvollständig verfügbar. Alle Informationen basieren auf Erhebungen der Verwaltungsratsstruktur des Jahres 2004. In den Analysen gehen wir folglich von einer über den 4-Jahres-Zeitraum unveränderten Verwaltungsratsstruktur aus.⁴ ◀ Tabelle 3 veranschaulicht die demographische Struktur der untersuchten Verwaltungsräte.

Auffällig ist der überproportionale Anteil an Männern, Betriebswirten und Deutschschweizern. Das Durchschnittsalter eines Verwaltungsrates berechnet sich aus dem kumulierten Alter der Mitglieder eines Verwaltungsrates dividiert durch die Anzahl der Mitglieder. Die internationale Diversität eines Verwaltungsrates messen wir nach *Blau (1977)* wie folgt: $D = 1 - \sum(P_i)^2$. P_i kennzeichnet den Prozentanteil der Mitglieder eines Verwaltungsrates, welche aus der (a) deutschsprachigen, (b) französischsprachigen, (c) italienischsprachigen Schweiz bzw. (d) aus dem Ausland stammen. Der Wertebereich von D liegt zwischen 0,00 und 0,75, wobei 0 einen Verwaltungsrat kennzeichnet, dessen Mitglieder aus demselben Kultur- und Sprachraum stammen.

Internationalisierungsgrad einer Unternehmung

Der Internationalisierungsgrad erfasst die Auslandsaktivitäten einer Unternehmung über den Zeitraum 2002–2005. Wir unterscheiden die folgenden geographischen Regionen: (a) Europa (= 1), (b) Amerika (= 1,5), (c) Asien (= 2), (d) Afrika (= 2). Die Werte in den Klammern kennzeichnen die relativen Ge-

Bonacich's power (vgl. *Bonacich* 1987; *Borgatti et al.* 2002). Der Bonacich's power einer Person i ermittelt sich für eine Adjedenzmatrix A wie folgt: $c_i = \sum A_{ij}(a + bc_j)$. Die Zentralität einer Person i ist somit abhängig von der Zentralität der mit i verbundenen Personen j . Der Parameter a standardisiert die Ergebnisse um die Netzwerkgrösse. Der Parameter b korrigiert die Ergebnisse um die durchschnittliche Zentralität aller Personen im Netzwerk. Dieser Index berücksichtigt damit zum einen wie zentral der Verwaltungsrat i eines Unternehmens in das Gesamtnetzwerk eingebunden ist und zum anderen wie zentral die Verwaltungsräte j , die dieser Verwaltungsrat i direkt bzw. indirekt über wechselseitige Kontakte erreichen kann, in das Gesamtnetzwerk eingebunden sind. Je zentraler ein Verwaltungsrat und dessen Netzwerkpartner positioniert sind, umso höher sind die Werte des Indexes bzw. umso grösser ist der Netzwerkeinfluss dieses Verwaltungsrates (vgl. zur Aussagekraft der Netzwerkzentralität z.B. *Perry-Smith/Shalley* 2003; *Rost* 2006). Der Index nimmt den Wert 0 an, falls der Verwaltungsrat einer Unternehmung keine Doppelmandate innerhalb der Untersuchungsstichprobe wahrnimmt. Er nimmt Werte grösser als 0 an, wenn der Verwaltungsrat einer Unternehmung über Mehrfachmandate in das Netzwerk eingebettet ist.

Kontrollvariablen

Wir kontrollieren in den Regressionsanalysen um den jährlichen Reingewinn; Unternehmen mit einem guten Geschäftsergebnis zahlen eventuell höhere Gehälter. Zudem kontrollieren wir um die Unternehmensgrösse, gemessen über die Anzahl der beschäftigten Vollzeitangestellten. Die Literatur belegt, dass die Unternehmensgrösse mit 40% den grössten Erklärungsanteil an den Top-Managementgehältern besitzt (vgl. *Tosi et al.* 2000).

Schätzungen

Mittels OLS-Regressionen schätzen wir folgende Modelle:

$$(1) y_{iT} = \beta_0 + \beta_1 \text{gewinn}_{i\bar{T}} + \beta_2 \text{grösse}_{i\bar{T}} + \beta_3 \text{international}_{i\bar{T}} \\ + \beta_4 \text{netzwerk}_{i2002} + \beta_5 \text{diversität}_{i2004} + \beta_6 \text{alter}_{i2004} + \varepsilon_i$$

$$(2) y_{iT} = \beta_0 + \beta_1 \text{gewinn}_{i\bar{T}} + \beta_2 \text{grösse}_{i\bar{T}} + \beta_3 \text{international}_{i\bar{T}} \\ + \beta_4 \text{netzwerk}_{i2002} + \beta_5 \text{diversität}_{i2004} + \beta_6 \text{alter}_{i2004} \\ + \beta_7 (\text{international}_{i\bar{T}} * \text{diversität}_{i2004}) \\ + \beta_8 (\text{international}_{i\bar{T}} * \text{alter}_{i2004}) \\ + \beta_9 (\text{netzwerk}_{i2002} * \text{diversität}_{i2004}) \\ + \beta_9 (\text{netzwerk}_{i2002} * \text{alter}_{i2004}) + \varepsilon_i$$

Der Index \bar{T} kennzeichnet für jedes Unternehmen i den Mittelwert eines Indikators im Zeitraum 2002–2005.

Gruppensplit

Die gewählten Indikatoren zur Messung von Markt bzw. von Macht können – trotz der Bemühungen einer eindeutigen Messung – kontrovers ausgelegt werden. Um die Reliabilität unsere Messinstrumente zu erhärten, teilen wir den Datensatz mittels des Medianwertes des Reingewinns in zwei Gruppen. (1) Unternehmen, die in der Zeit T , d.h. von 2002 bis 2005, einen geringeren Reingewinn als der Gruppendurchschnitt erwirtschaften («Low-Performer»). (2) Unternehmen, die in dieser Zeitperiode einen höheren Reingewinn als der Gruppendurchschnitt erwirtschaften («High-Performer»). Für beide Gruppen wiederholen wir die Analysen der Modelle I und II. Für den Fall, dass unsere Messinstrumente tatsächlich Markt- bzw. Machtindikatoren messen, erwarten wir für «High-Performer» stärkere Effekte der Marktindikatoren auf das Gehalt und für «Low-Performer» stärkere Effekte von Machtindikatoren auf das Gehalt.

Sensitivitätsanalysen

Zusätzlich prüfen wir, ob eine separate Betrachtung der Durchschnittsgehälter (a) nichtexekutiver bzw. (b) exekutiver Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder zu vergleichbaren Schätzergebnissen in den Modellen I und II führt. Weiterhin prüfen wir, ob der prozentuale Auslandsumsatz (das in der Literatur üblichere Mass für den Internationalisierungsgrad eines Unternehmens) zu analogen Ergebnissen wie der von uns gewählte geographische Internationalisierungsindex führt.

	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Lohn nicht exekutiver VR (log.)	11,52	1,04									
2 Lohn GL und exekutiver VR (log.)	13,47	0,87	0,54**								
3 Lohn VR, GL (log.)	13,67	0,84	0,67**	0,98**							
4 Netzwerkeinfluss VR	9,45	9,62	0,12*	0,24**	0,23**						
5 Herkunftsdiversität VR	0,33	0,28	0,22**	0,35**	0,35**	0,05					
6 Durchschnittsalter VR	50,17	17,84	0,11*	0,12*	0,14**	0,08**	-0,27**				
7 Internationalisierungsgrad	0,48	0,38	0,31**	0,49**	0,50**	0,20**	0,35**	0,20**			
8 % Auslandsumsatz	0,30	0,38	0,20**	0,36**	0,35**	0,24**	0,21**	0,19**	0,43**		
9 Mitarbeiteranzahl (log.)	7,81	1,75	0,39**	0,47**	0,49**	0,15**	0,18**	0,09*	0,34**	0,21**	
10 Reingewinn (log.)	8,61	0,40	-0,01	0,10*	0,10*	-0,02	-0,05	0,01	-0,01	0,02	0,00

** Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,01 (2-seitig) signifikant. * Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,05 (2-seitig) signifikant. Listenweise N = 530 Beobachtungen/160 Unternehmen.

▲ Tab. 4 Deskriptive Statistik und Korrelationen

◀ Tabelle 4 dokumentiert die deskriptive Statistik und die Korrelationen der untersuchten Variablen. Variablen, für die keine Normalverteilungsannahme getroffen werden kann, werden für die Analysen logarithmiert. Dies gilt für die Gehaltsvariablen, den Reingewinn und die Unternehmensgröße. Weil der Reingewinn negativ ausfallen kann, ermitteln wir über alle Unternehmen hinweg den maximal möglichen negativen Reingewinn, addieren dessen absoluten Betrag mit dem Reingewinn jeder Unternehmung und ziehen aus diesem Index den Logarithmus.

4 Empirische Ergebnisse

4.1 Gesamtergebnisse

► Tabelle 5 dokumentiert in der *Spalte 1* die Schätzergebnisse für die gesamte Stichprobe.

Modell I untersucht den absoluten Einfluss des Internationalisierungsgrades, der Verwaltungsratsnetzwerke, der Herkunftsdiversität des Verwaltungsrates und dessen Durchschnittsalters auf die Gehälter. Übereinstimmend mit vorangegangenen Untersuchungen korrelieren alle Variablen positiv mit den Gehältern, wobei die Erklärungsbeiträge des Internationalisierungsgrades (Beta = 0,27***) und der Herkunftsdiversität (Beta = 0,22***) doppelt so hoch ausfallen wie die Erklärungsbeiträge des Netzwerkeinflusses (Beta = 0,10**) und des Durchschnittsalters (Beta = 0,10**). Reingewinn (Beta = 0,11***) und Unternehmensgröße (Beta = 0,33***) sind mit den Gehältern signifikant positiv verknüpft, wobei die Unternehmensgröße die Gehälter um das Dreifache besser explizieren kann. Die eingeschlossenen Variablen erklären die Führungsgehälter zu 65 % (Adj. R-Quadrat = 41,4 %).

Modell II berücksichtigt die Interaktionseffekte aus ◀ Abbildung 2. Die Haupteffekte des Netzwerkeinflusses und das Durchschnittsalters sind nicht mehr signifikant mit den Gehältern verknüpft. Die Haupteffekte des Internationalisierungsgrades und der Herkunftsdiversität sind nur schwach signifikant mit den Gehältern korreliert. Das bedeutet, dass die Gehälter somit hauptsächlich durch das Zusammenwirken der unterschiedlichen Haupteffekte erklärt werden können (Interaktionseffekte). Letztere bestätigen sowohl die Markt- als auch die Machtthese. Für die Marktthese spricht, dass das Management international tätiger Unternehmen mit international diversen Verwaltungsräten erheblich höhere Durchschnittsgehälter bezieht (Beta = 0,50***). Für die Machtthese spricht, dass das Management von Unternehmen mit älteren Verwaltungsräten, die gute Netzwerkkontakte pflegen, auch hohe Gehälter bezieht (Beta = 0,26**). Die Daten erhärten partiell die optionalen Begründungen der Markt- vs. Machtthese: Internationalisierte Unternehmen mit älteren, erfahre-

nen Verwaltungsräten zahlen tendenziell höhere Gehälter (Beta = 0,30*). Im Gegenzug kann nicht aufgezeigt werden, dass das Management international gut vernetzter Verwaltungsräte höhere Renten generiert (Beta = 0,08). Diese Präzisierung der ursächlichen Gründe hoher Gehälter, d.h. die Berücksichtigung von Interaktionseffekten, erhöht die Erklärungskraft des Modells auf 69,9% (Adj. R-Quadrat = 47,6%). Dies ist für sozialwissenschaftliche Modelle nicht nur hoch, sondern deutet zudem eine recht präzise Vorhersage der Durchschnittsgehälter durch das Zusammenwirken von nur wenigen Indikatoren an.

4.2 Ergebnisse des Gruppensplits

► Tabelle 5 dokumentiert in den *Spalte 2 und 3* die Schätzergebnisse für «High-» und «Low-Performer»-Unternehmen.

«Low-Performer»

In *Modell I* korrelieren alle untersuchten Haupteffekte positiv mit den Gehältern. Die Unternehmensgröße (Beta = 0,45***) erklärt die Gehälter bei «Low-Performern» um das Vierfache besser als der Unternehmensgewinn (Beta = 0,15***). Zudem sinkt im Vergleich zur Gesamtstichprobe aller Unternehmen der Erklärungsbeitrag des Internationalisierungsgrades für das Gehalt (Beta = 0,11*), während die Erklärungsbeiträge der Herkunftsdiversität (Beta = 0,27***), des Netzwerkeinflusses (Beta = 0,16***) und des Durchschnittsalters (Beta = 0,19***) ansteigen. Die eingeschlossenen Variablen erklären die Führungsgehälter zu 66% (Adj. R-Quadrat = 41,5%). *Modell II* berücksichtigt die Interaktionseffekte. Alle Haupteffekte – ausgenommen des nunmehr stark signifikant negativen Effektes des Internationalisierungsgrades – sind nicht mehr signifikant mit den Gehältern verknüpft. Die Machtthese wird durch die Resultate gut gestützt: Das Management von Unternehmen mit älteren Verwaltungsräten mit guten Netzwerkkontakten bezieht mit Abstand die höchsten Gehälter (Beta = 0,58**). Zudem generiert das Management international gut vernetzter Verwaltungsräte höhere Renten (Beta = 0,20*). Für die Marktthese spricht, dass das Management international tätiger Unternehmen mit international diversen Verwaltungsräten höhere Durchschnittsgehälter bezieht (Beta = 0,51***) und das internationalisierte Unternehmen mit älteren, erfahrenen Verwaltungsräten höhere Gehälter zahlen (Beta = 0,44*). Allerdings werden beide Markterklärungen durch den stark signifikant negativen Effektes des Internationalisierungsgrades abgeschwächt. Die Erklärungskraft des Modells steigt auf 71,9% an (Adj. R-Quadrat = 49,5%).

«High-Performer»

In *Modell I* korrelieren ausschliesslich die beiden Marktindikatoren Internationalisierungsgrad (Beta = 0,39***) und Herkunftsdiversität (Beta = 0,18***) positiv mit den Gehältern. Netzwerkeinfluss und Durchschnittsalter beeinflussen hingegen die Gehälter in «High-Performer»-Unternehmen nicht. Zudem werden die Gehälter im Vergleich zu «Low-Performer» zu einem geringeren Ausmass anhand der Unternehmensgrösse festgelegt (Beta = 0,29***). Die Variablen erklären die Führungsgehälter zu 66% (Adj. R-Quadrat = 42,7%). In *Modell II* wird deutlich, dass die Gehälter in «High-Performer»-Unternehmen ausschliesslich auf dem Zusammenwirken von Marktindikatoren beruhen: Das Management international tätiger Unternehmen mit international diversen Verwaltungsräten bezieht höhere Durchschnittsgehälter (Beta = 0,70***). Die restlichen Haupt- und Interaktionseffekte sind nicht signifikant. Die Erklärungskraft des Modells steigt auf 70,7% an (Adj. R-Quadrat = 47,6%).

Zusammenfassend zeigen die Resultate des Gruppensplits, dass die gewählten Indikatoren zur Messung von Markt und Macht herangezogen werden können. Das Management in «High-Performer»-Unternehmen wird ausschliesslich anhand von Marktindikatoren vergütet. Hingegen bestimmt sich das Gehalt von Führungskräften in «Low-Performer»-Unternehmen auch anhand von Machtindikatoren.

4.3 Ergebnisse der Sensitivitätsanalysen

► Tabelle 6 dokumentiert die Schätzergebnisse der Sensitivitätsanalysen. Modelle, die das Durchschnittsgehalt exekutiver Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder (*Spalte 4*) bzw. nichtexekutiver Verwaltungsratsmitglieder (*Spalte 5*) als abhängige Variable wählen, kommen zu vergleichbaren Schätzergebnissen wie eine kombinierte Betrachtung der Gehälter. Dies gilt insbesondere für die Befunde zur Gehaltsfestlegung exekutiver Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder. Ein Modell, das den prozentualen Auslandsumsatz als Mass für den Internationalisierungsgrad eines Unternehmens verwendet (*Spalte 6*), belegt ausdrücklich die Machtthese, während die Marktthese im Gesamtmodell nicht aufgezeigt werden kann. Der Gruppensplit erhärtet für Low-Performer-Unternehmen die Machtthese und deutet für High-Performer-Unternehmen die Marktthese an (signifikanter Effekt der Herkunftsdiversität).

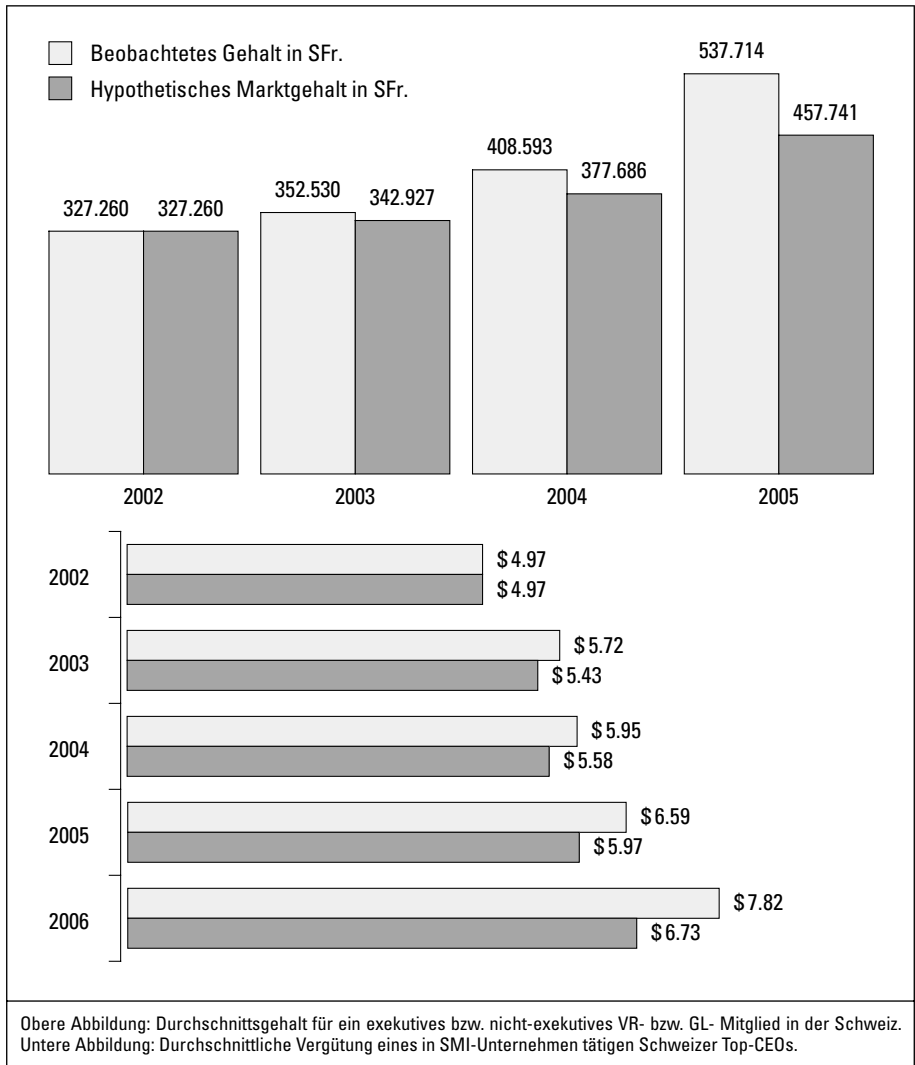
Spalte	4						5						6					
	GL-Lohn						VR-Lohn						GL- & VR-Lohn					
	Gesamt		Geringer ROE		Hoher ROE		Gesamt		Geringer ROE		Hoher ROE		Gesamt		Geringer ROE		Hoher ROE	
Abhängige Variable	I	II	Ia	Ila	Ib	IIb	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta
Unabhängige Variable	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta
Sample	I	II	Ia	Ila	Ib	IIb	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta
Model	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta	Beta
Internationalisierungsgrad	0,30***	-0,33*	0,15**	-0,62**	0,40***	-0,24	0,13**	-0,18	0,04	-0,41	0,19***	0,06	0,16***	-0,03	0,24***	-0,91	0,12*	-0,09
Netzwerkeinfluss VR	0,10***	-0,19	0,15***	-0,28	0,07	-0,17	0,03	-0,10	0,06	-0,30	0,03	-0,05	0,11***	-0,51***	0,15***	-0,74***	0,11*	-0,25
Herkunftsdiversität VR	0,18***	-0,12*	0,20***	-0,12	0,15***	-0,18*	0,15***	-0,10	0,12	-0,20	0,19***	0,03	0,28***	0,20***	0,23***	0,06	0,29***	0,23**
Durchschnittsalter VR	0,06	-0,07	0,11**	-0,05	-0,01	-0,12	0,11**	0,06	0,08	-0,03	0,15**	0,14	0,14***	0,02	0,14**	-0,06	0,09	0,03
Internationalisierungsgrad																		
* Herkunftsdiversität VR	0,54***			0,54***		0,59***	0,37***			0,40***		0,28*	0,14		0,17		0,15	
* Durchschnittsalter VR	0,34**			0,49**		0,31	0,12			0,26		-0,04	0,07		1,01		0,10	
Netzwerkeinfluss VR																		
* Herkunftsdiversität VR	0,05			0,10		0,05	0,10			0,21*		0,00	0,12		0,81***		0,03	
* Durchschnittsalter VR	0,28**			0,43*		0,20	0,09			0,30		0,09	0,58***		0,28**		0,35	
Mitarbeiteranzahl (log.)	0,32***	0,28***	0,43***	0,41***	0,29***	0,24***	0,30***	0,27***	0,40***	0,38***	0,28***	0,26***	0,37***	0,34***	0,49***	0,46***	0,36***	0,34***
Reingewinn (log.)	0,11***	0,11***	0,11**	0,10**	0,03	0,04	-0,00	-0,00	0,06	0,07	-0,07	-0,07	0,11***	0,11***	0,17***	0,18***	0,01	0,01
R	62,7	67,1	62,6	68,9	64,1	67,8	46,0	48,9	46,5	51,9	51,5	52,6	62,5	63,9	68,5	71,8	58,6	59,1
Adj. R-Quadrat	38,6	43,9	37,7	45,3	39,5	43,7	20,1	22,1	19,4	23,5	24,4	24,2	38,2	39,5	45,4	51,5	32,4	31,8
Änderung in F	52,7	12,7	26,6	9,6	27,0	5,3	19,5	3,9	10,0	3,9	12,7	0,9	45,8	3,3	63,0	5,1	40,5	0,5

*** Der Koeffizient ist auf dem Niveau von 0,01 (2-seitig) signifikant. ** Der Koeffizient ist auf dem Niveau von 0,05 (2-seitig) signifikant.
 * Der Koeffizient ist auf dem Niveau von 0,10 (2-seitig) signifikant. Listenweise N=530 Beobachtungen/160 Unternehmen.

▲ Tab. 6 Sensitivitätsanalysen

4.4 Relativer Erklärungsanteil der Markt- und Machtthese

Abschliessend bestimmen wir den relativen Erklärungsanteil der Markt- vs. der Machtthese. Zu Gunsten der *Markterklärung* ordnen wir den Einfluss der Variable «Internationalisierungsgrad» ausschliesslich der Aufgabenkomplexität und somit der Markterklärung zu. Zudem berücksichtigen wir die Interaktionseffekte dieser Variable mit der Herkunftsdiversität und dem Durchschnittsalter des Verwaltungsrates. Die drei vorgenannten Variablen verbessern die Erklärung eines Modells, das zunächst nur die Haupteffekte der Herkunftsdiversität, des Durchschnittsalters und des Reingewinns beinhaltet⁶, um 44,8% (Verbesserung des R-Quadrat = 20,1%). Die *Machterklärung* be-



▲ Abb. 5 Prognostizierte Zuwachsraten der Managementgehälter nach Marktgesichtspunkten

stimmen wir aus dem Haupteffekt des Netzwerkeinflusses des Verwaltungsrates auf die Gehälter und aus dessen Interaktionseffekten mit der Herkunftsdiversität und dem Durchschnittsalter. Die drei Variablen der Machterklärung verbessern die Erklärung eines Modells, das anfänglich die Herkunftsdiversität, das Durchschnittsalter und den Reingewinn beinhaltet, um 27,2% (Verbesserung des R-Quadrat = 7,4%). Setzt man diese vorsichtig bestimmten Erklärungen der Markt- (44,8%) und der Machtthese (27,2%) ins Verhältnis, beruhen die Managementgehälter – vorausgesetzt, dass die gewählten Indikatoren den Markt und die Macht hinreichend widerspiegeln – zu 62% auf Markt- und zu 38% auf Machtgesichtspunkten. Folglich sollten die jährlichen Zuwachsraten der Gehälter nach Marktgesichtspunkten um mehr als einen Drittel geringer ausfallen. Wie ◀ Abbildung 5 verdeutlicht, würden die Managementgehälter in diesem Fall zwar tatsächlich anwachsen – allerdings deutlich geringer als wir bisher empirisch beobachten.

5 Implikationen

Unserer Analysen zeigen, dass die Managementgehälter in Schweizer Aktiengesellschaften nicht nur auf Marktkräften, sondern auch auf Macht beruhen. Durch ungerechtfertigten Einfluss erhöht das Management sein Einkommen im Zeitablauf weit über eine Marktentlohnung hinaus. Das «unsichtbare Handschütteln» anstelle der «unsichtbaren Hand des Marktes» führt zur Interessenskollision mit den Kapitalgebern und Arbeitnehmern und lässt an der Lohngerechtigkeit zweifeln. Ein begründetes Anliegen aller Anspruchsgruppen ist die Unterbindung von Lohnsteigerungen, die *nicht* auf Marktmechanismen beruhen.

Dementsprechende Empfehlungen beruhen derzeit meist auf dem standardökonomischen Modell, welches den «homo oeconomicus» zu Grunde legt.⁷ Sie stellen vor allem auf eine externale Verhaltenskontrolle ab (vgl. z.B. *Jensen/Meckling* 1976; *Fama/Jensen* 1983; *Jensen/Murphy* 1990b; *Jensen/Murphy* 1990a). Viele dieser Empfehlungen sind jedoch gescheitert und haben zudem neue Probleme geschaffen (vgl. z.B. *Thielemann/Weibler* 2007), wie auch Vertreter der Standardökonomik eingestehen (vgl. z.B. *Bebchuk/Fried* 2003; *Jensen et al.* 2004). So hat zum Beispiel die Empfehlung variabler Anreizvergütungen zur Kontrolle des Managements massgeblich zur Intransparenz der Lohnpolitik und sogar zu einem Kontrollverlust durch Manipulationsanreize beigetragen (*Osterloh/Frey* 2004; *Frey/Osterloh* 2005; *Rost/Osterloh* 2007). Die Verpflichtung zur Offenlegung der Einkommen des Top-Managements hat in den USA den rasanten Anstieg der Saläre nicht verhindert, sondern vermutlich mit Hilfe der Aktivitäten der Vergütungsberater sogar noch zu deren Förderung beigetragen (*Schiltknecht* 2004; *Schütz* 2005).

Die Verschärfung der Kontrollen und drakonischen Sanktionen im Sarbanes-Oxley-Act haben zu einer Explosion der Kosten geführt, ohne die Explosion der Saläre zu bremsen. Neuerdings werden deshalb aus der Sicht der Standardökonomik sowie vom neuen Zweig der psychologischen Ökonomik neue Vorschläge unterbreitet. Sie sollten bei der bevorstehenden Revision des Schweizer Aktienrechts in die Vernehmlassung einbezogen werden.

Aus Sicht der Standardökonomie wird die Explosion der Managergehälter durch folgende, neue Massnahmen gebremst: striktere Gewaltenteilung zwischen der «Legislative» und der «Exekutive» in Unternehmen, kompetitive Wahlen und verkürzte Amtsdauer des Verwaltungsrats (*Frey/Stutzer 2003; Benz 2006; Benz/Frey 2007*). Zu Grunde liegende Annahme ist eine Disziplinierung des Managements durch externale Anreize.

Aus Sicht der psychologischen Ökonomik wird die Explosion der Managergehälter durch folgenden Massnahmen gebremst: Rückkehr zu Fixlöhnen (*Frey/Osterloh 2005*), Arbeitnehmende im Verwaltungsrat (*Osterloh/Frey 2005; Osterloh/Weibel 2006; Osterloh/Zeitoun 2006*), Verwaltungsratsvorsitzender ohne Stimmrecht (*Osterloh/Frey 2005; Osterloh/Weibel 2006*) und der Ausbau direkt-demokratischer Einflussmöglichkeiten (*Frey/Stutzer 2003; Benz 2006; Benz/Frey 2007*). Zu Grunde liegende Annahme ist das Vertrauen in ein gutes Management und der gezielte Aufbau dieses Vertrauens durch Berücksichtigung der internalen Motivation von Managern, sei dies durch eine Selektion geeigneter Manager oder durch eine Sozialisation ehrenhafter Manager (zu den Ausnahmen vgl. *Frey 1997; Frey/Osterloh 2000; Osterloh 2007*).

6 Fazit

Unsere Ergebnisse belegen für die Schweiz, dass die Managergehälter nicht nur in Folge von Markttrends steigen sondern auch in Folge von Managementeinfluss. Während der Markt die Leistungen eines Managers anhand des Komplexitätsgrades einer Aufgabe und dessen Fähigkeiten vergütet, bezahlen sich die Manager ihre soziale Zugehörigkeit zu einer kleinen Netzwerkelite wechselseitig mit Geld, das den Aktionären und den Wissensarbeitenden gehört. Um weitere Lohnexzesse im Management zu verhindern, die nicht auf Marktmechanismen beruhen, empfehlen wir insbesondere die Berücksichtigung von Massnahmen der Psychologischen Ökonomik. Angesichts der anstehenden Revision des Schweizer Aktienrechts sollte diskutiert werden, ob man dem Management in Zukunft nicht besser wieder mehr vertraut. Die Investition Vertrauen verhindert die Explosion von Löhnen, weil wechselseitiges Vertrauen die Interessen der Manager und damit auch die Interessen der Aktionäre angemessen berücksichtigt und schützt (*Osterloh/Weibel 2006*).

Eine gemeinsame Schnittmenge von Interessen ist Grundvoraussetzung für die Erreichung gemeinsamer Ziele. Die durch die Psychologische Ökonomik vorgeschlagenen paritätischen Mitbestimmungsmodelle gewährleisten die Entstehung von Vertrauen und damit von gemeinsamen Zielen. Diese teilweise provokativ erscheinenden Empfehlungen sind in Patt-Situationen äusserst erfolgreich: Dies zeigt die «Keimzelle» der Europäischen Union mit ihrer Montanmitbestimmung von 1951.⁸ Angesichts der gegenwärtigen Krise der Corporate Governance bleibt zu hoffen, dass paritätische Mitbestimmungsmodelle auch bei Kritikern Beachtung finden werden.

Anmerkungen

- 1 Schweizer Gesellschaften werden seit Juli 2002 mit Einführung der SWX-Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance dazu angehalten, den Investoren gegenüber wesentliche Schlüsselinformationen, wie z.B. die Entschädigungen der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung, zugänglich zu machen.
- 2 Vgl. aber auch die Gegenargumente von *Groysberg et al.* (2004).
- 3 Eine Operationalisierung der Marktthese über die Aufgabenvielfalt besitzt den Nachteil, dass das Angebot an Managern unberücksichtigt bleibt. Eine präzise Messung von Marktargumenten erfordert – neben der Messung einer erhöhten Nachfrage in Folge der komplexeren Aufgabenvielfalt – den zusätzlichen Nachweis, dass das Angebot an Managementleistungen gleich geblieben ist bzw. zurückgegangen ist. In unseren Analysen unterstellen wir deswegen, dass der Pool an verfügbaren Manager über die Zeit konstant geblieben ist (bzw. sogar in Folge der komplexeren Aufgabenanforderungen zurückgegangen ist) und gleichzeitig die Nachfrage an Managern in Folge der Globalisierung und der Zunahme feindlicher Übernahmen gestiegen ist. Diese Annahmen sind durchaus plausibel.
- 4 Diese Annahme spiegelt die Realität nicht vollumfänglich wieder; allerdings ist der hiermit verbundene Messfehler akzeptabel und sollte robuste Resultate nicht verfälschen. Die Amtsdauer der analysierten Schweizer Verwaltungsräte beträgt durchschnittlich 6 Jahre. Vorausgesetzt, dass die Verwaltungsräte der Stichprobe hinsichtlich der Amtsdauer zufällig verteilt sind, sind 25% der analysierten Verwaltungsräte im Jahr 2002 bzw. 2003 noch nicht tätig gewesen bzw. im Jahr 2005 nicht mehr tätig. Der Messfehler beträgt somit 25%. Dies ist für Primärdaten hoch, allerdings im Vergleich mit einer Befragung gering.
- 5 UCINET ist ein Programm zur Netzwerkanalyse.
- 6 Wir verzichten bewusst auf die Kontrolle um die Unternehmensgrösse. Die Literatur ist bis heute uneinig, ob die Unternehmensgrösse als Indiz für die Marktthese (vgl. z.B. *Roberts* 1956; *Mahoney* 1967; *Hermalin* 1994; *Combs/Skill* 2003; *Murphy/Zábojník* 2003, 2004) oder eher als Indiz für die Machtthese (vgl. z.B. *Marris* 1964; *Herman* 1981; *Aoki* 1984; *Tosi et al.* 2000; *Bertrand/Mullainathan* 2001b) zu werten ist. Die Ergebnisse des Gruppensplits erhärten beide Thesen. Da die Unternehmensgrösse beide Erklärungen widerspiegelt – wir allerdings nicht wissen, zu welchem Anteil – verfälscht die Berücksichtigung die Ergebnisse zu Gunsten einer Erklärung.
- 7 Zur Darstellung des Standardökonomischen Modells des «homo oeconomicus» vgl. z.B. *Frey* (1990) oder *Kirchgässner* (1991).
- 8 Die Montanunion kontrolliert und regelt die Kohle- und Stahlproduktion auf europäischer Ebene. Die Montanmitbestimmung bildete die Vorlage für das deutsche Mitbestimmungsgesetz von 1976. Letzteres wird allerdings durch zwei Modifikationen geschwächt: Der Vorsitzende besitzt ein Doppelstimmrecht und auf Arbeitnehmerseite sind die leitenden Angestellten vertreten. Hierdurch wird in Patt-Situationen nur eine scheinbare Parität erzeugt.

Literaturhinweise

- Aboody, D./Kasznik, R.* (2000): CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, S. 73–100.
- Agarwal, N. C.* (1981): Determinants of Executive-Compensation, in: *Industrial Relations*, Vol. 20, S. 36–46.
- Agrawal, A./Knoeber, C.* (1996): Managerial compensation and threat of takeover, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, S. 219–239.
- Almazan, A./Hartzell/Starks, L.* (2005): Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation, University of Texas Working Paper.
- Amstutz, M. D.* (2007): Macht und Ohnmacht des Aktionärs. Möglichkeiten und Grenzen der Corporate Governance bei der Wahrung der Aktionärsinteressen, Zürich.
- Anderson, R./Bates, T./Bizjak, J./Lemmon, M.* (2000): Corporate Governance and firm diversification, in: *Financial Management*, Vol. 29, S. 5–22.
- Angel, P./Fumas, V.* (1997): The compensation of Spanish executives: A test of a managerial talent allocation model, in: *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 15, S. 511–532.
- Aoki, M.* (1984): *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford.
- Baber, G./Janakiraman, S./Kang, S.* (1996): Investment opportunities and the structure of executive compensation, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, S. 297–318.
- Baker, T./Collins, D./Reitenga, A.* (2003): Stock option and earnings management incentives, in: *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 18, S. 557–582.
- Balkin, D. B./Gomez-Mejia, L. R.* (1987): Toward a Contingency Theory of Compensation Strategy, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 8, S. 169–182.
- Balkin, D. B./Markman, G. D./Gomez-Mejia, L. R.* (2000): Is CEO pay in high-technology firms related to innovation?, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 43, S. 1118–1129.
- Beatty, R. P./Zajac, E. J.* (1994): Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing – a Study of Executive-Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 39, S. 313–335.
- Bebchuk, L./Fried, J.* (2003): Executive Compensation as an Agency Problem, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, S. 71–92.
- Bebchuk, L./Fried, J./Walker, D.* (2002): Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation., in: *University of Chicago Law Review*, Vol. 69, S. 751–846.
- Bebchuk, L./Grinstein, Y.* (2005): The Growth of Executive Pay, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, S. 283–303.
- Benz, M.* (2006): Was kann die Corporate Governance in der Schweiz von der Public Governance lernen?, Working Paper No. 305, Working Paper Series University Zurich ISSN 1424-0459.
- Benz, M./Frey, B. S.* (2007): Corporate governance: What can we learn from public governance?, in: *Academy of Management Review*, Vol. 32, S. 92–104.
- Benz, M./Stutzer, A.* (2003): Was erklärt die steigenden Managerlöhne?, in: *Die Unternehmung*, Vol. 57, S. 5–19.
- Bertrand, M./Mullainathan, S.* (2001a): Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, S. 901–932.
- Bertrand, M./Mullainathan, S.* (2001b): Do people mean what they say? Implications for subjective survey data, in: *American Economic Review*, Vol. 91, S. 67–72.
- Bizjak, J. M./Lemmon, M. L./Naveen, L.* (2000): Has the use of peer groups contributed to higher levels of executive compensation?, Working Paper, Portland State University.
- Blair, R. D./Kaserman, D. L.* (1983): Ownership and Control in the Modern Corporation – Antitrust Implications, in: *Journal of Business Research*, Vol. 11, S. 333–343.
- Blau, P. M.* (1977): *Inequality and Heterogeneity: A Primitive Theory of Social Structure*, New York, London.
- Bliss, R. T./Rosen, R. J.* (2001): CEO compensation and bank mergers, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, S. 107–138.

- Bonacich, P.* (1987): Power and Centrality: A Family of Measures, in: *The American Journal of Sociology*, Vol. 92, S. 1170–1182.
- Borgatti, S.P./Everett, M.G./Freeman, L.C.* (2002): *Ucinet 6 for Windows*. Harvard: Analytic Technologies.
- Boyd, B.K.* (1994): Board Control and CEO Compensation, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 15, S. 335–344.
- Bratton, W.W.* (2005): Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation, in: *California Law Review*, Vol. 93, S. 1557–1584.
- Brick, I./Palmon, O./Wald, J.* (2002): CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism, Working Paper.
- Brickley, J.A./Coles, J.L./Jarrell, G.* (1997): Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3, S. 189–220.
- Bryan, S./Hwang, L./Lilien, S.* (2000): CEO stock-based compensation: An empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants, in: *Journal of Business*, Vol. 73, S. 661–693.
- Carpenter, M.A./Sanders, W.G./Gregersen, H.B.* (2000): International assignment experience at the top can make a bottom-line difference, in: *Human Resource Management*, Vol. 39, S. 277–285.
- Carpenter, M.A./Sanders, W.G./Gregersen, H.B.* (2001): Bundling human capital with organizational context: The impact of international assignment experience on multinational firm performance and CEO pay, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 44, S. 493–511.
- Carpenter, M.A./Wade, J.B.* (2002): Microlevel opportunity structures as determinants of non-CEO executive pay, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 45, S. 1085–1103.
- Chauvin, K.W./Shenoy, C.* (2001): Stock price decreases prior to executive stock option grants, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, S. 53–76.
- Combs, J.G./Skill, M.S.* (2003): Managerialist and human capital explanations for key executive pay premiums: A contingency perspective, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 46, S. 63–73.
- Conyon, M.J./Peck, S.I.* (1998): Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 41, S. 146–157.
- 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.S.* (1991): Why Ceo Compensation Is So High, in: *California Management Review*, Vol. 34, S. 9–29.
- Cuñat, V./Guadalupe, M.* (2005): How Does Product Market Competition Shape Incentive Contracts?, in: *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, S. 1058–1082.
- 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, 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, S. 200–208.
- Dyl, E.A.* (1988): Corporate-Control and Management Compensation – Evidence on the Agency Problem, in: *Managerial and Decision Economics*, Vol. 9, S. 21–25.
- Eaton, J./Rosen, H.S.* (1983): Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration, in: *Journal of Finance*, Vol. 38, S. 1489–1505.
- Ellstrand, A.E./Tihanyi, L./Johnson, J.L.* (2002): Board structure and international political risk, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 45, S. 769–777.
- Ethics World* (14.03.2007): www.ethicsworld.org
- Ethos* (2006): Vergütungen der Führungsinstanzen der 100 grössten in der Schweiz kotierten Unternehmen, Ethos Studien.
- Ezzamel, M./Watson, R.* (1998): Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 41, S. 221–231.
- Fama, E./Jensen, M.C.* (1983): Agency Problems and Residual Claims, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, S. 327–349.

- Fama, E.F.* (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: The University of Chicago Press, Vol. 88, S. 288–307.
- Favini, N.* (2007): Verwaltungsratsverflechtungen in der Schweiz, Diplomarbeit, Zürich.
- Fich, E./White, L.* (2005): Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 11, S. 175–195.
- Fierman, J.* (1990): The People Who Set the CEOs Pay, in: Fortune, Vol. 121, S. 58.
- Finkelstein, S./Boyd, B.K.* (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, S. 179–199.
- Finkelstein, S./Hambrick, D.C.* (1988): Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation., in: Strategic Management Journal, Vol. 9, S. 543–558.
- Finkelstein, S./Hambrick, D.C.* (1989): Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes, in: Strategic Management Journal, Vol. 10, S. 121–134.
- Finkelstein, S./Rajagopalan, N.* (1992): Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems, in: Strategic Management Journal, Vol. 13, S. 127–142.
- Fisher, J./Govindarajan, V.* (1992): Profit Center Manager Compensation – an Examination of Market, Political and Human-Capital Factors, in: Strategic Management Journal, Vol. 13, S. 205–217.
- Fiss, P.C.* (2006): Social influence effects and managerial compensation evidence from Germany, in: Strategic Management Journal, Vol. 27, S. 1013–1031.
- Frey, B.S.* (1990): Ökonomie ist Sozialwissenschaft, München.
- Frey, B.S.* (1997): Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation, Cheltenham, UK/Brookfield, USA.
- Frey, B.S./Osterloh, M.* (2000): Managing Motivation. Wie Sie die neue Motivationsforschung für Ihr Unternehmen nutzen können., Wiesbaden.
- Frey, B.S./Osterloh, M.* (2005): Yes, managers should be paid like bureaucrats, in: Journal of Management Inquiry, Vol. 14, S. 96–111.
- Frey, B.S./Stutzer, A.* (2003): Direct Democracy: Designing a Living Constitution, Working Paper No. 167.
- Gaver, J.J./Gaver, K.M.* (1993): Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, in: Journal of Accounting & Economics, Vol. 16, S. 125–160.
- Gerhart, B./Milkovich, G.T.* (1990): Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance, in: Academy of Management Journal, Vol. 33, S. 663–691.
- Ghosh, C./Sirmans, C.F.* (2005): On REIT CEO Compensation: Does Board Structure Matter?, in: Journal of Real Estate Financial Economics, Vol. 30, S. 397–428.
- Gomez-Mejia, L.R.* (1994): Executive compensation: A reassessment and a future research agenda, in: Research in Personnel and Human Resources Management, Vol. 12, S. 161–222.
- Gomez-Mejia, L.R./Larrazza-Kintana, M./Makri, M.* (2003): The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, in: Academy of Management Journal, Vol. 46, S. 226–237.
- Gomez-Mejia, L.R./Tosi, H./Timothy, H.* (1987): Managerial Control, Performance and Executive Compensation, in: Academy of Management Journal, Vol. 30, S. 51–76.
- Gomez-Mejia, L.R./Tosi, H.L.J.* (1994): CEO compensation monitoring and firm performance, in: Academy of Management Journal, Vol. 37, S. 1002–1016.
- Grabke-Rundell, A./Gomez-Mejia, L.R.* (2002): Power as a determinant of executive compensation, in: Human Resource Management Review, Vol. 12, S. 3–23.
- Gray, S.R./Cannella, A.A.* (1997): The role of risk in executive compensation, in: Journal of Management, Vol. 23, S. 517–540.
- Groysberg, B./Nanda, A./Nohria, N.* (2004): The risky business of hiring stars, in: Harvard Business Review, Vol. 82, S. 92–100.
- Guay, W.R.* (1999): The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants, in: Journal of Financial Economics, Vol. 53, S. 43–71.
- Hallock, K.F.* (1997): Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 32, S. 331–344.

- Hambrick, D.C./Abrahamson, E.* (1995): Assessing Managerial Discretion across Industries – a Multimethod Approach., in: *Academy of Management Journal*, Vol. 38, S. 1427–1441.
- 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*, Vol. 16, S. 175–193.
- Hengartner, L.* (2006): Explaining Executive Pay: The roles of management power and complexity, Wiesbaden.
- Hermalin, B.E.* (1994): Heterogeneity in Organizational Form – Why Otherwise Identical Firms Choose Different Incentives for Their Managers, in: *Rand Journal of Economics*, Vol. 25, S. 518–537.
- Herman, E.S.* (1981): Corporate control, corporate power, Cambridge.
- Hubbard, G.R./Palia, D.* (1995): Executive pay and performance: Evidence from the US banking industry., in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, S. 105–130.
- Jensen, M.C./Meckling, W.H.* (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305–360.
- Jensen, M.C./Murphy, K.J.* (1990a): CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but How, in: *Harvard Business Review*, Vol. 68, S. 138–153.
- Jensen, M.C./Murphy, K.J.* (1990b): Performance, Pay and Top-management Incentives, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 98, S. 225–264.
- Jensen, M.C./Murphy, K.J./Wruck, E.G.* (2004): Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them, Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI – Finance Working Paper No. 44/2004.
- Joskow, P./Rose, N./Shepard, A.* (1993): Regulatory constraints on CEO compensation.
- Keller, H.U.* (2003): The Determinants and Effects of Interlocking Directorships and Board Composition: An Empirical Analysis of Corporate Governance in Switzerland: Universität St. Gallen.
- Khan, R./Dharwadkar, R./Brandes, P.* (2005): Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination, in: *Journal of Business Research*, Vol. 58, S. 1078–1088.
- Kim, K.* (2005): Large shareholder turnover and CEO compensation, Pittsburgh.
- KPMG* (2006): Management Compensation in der Schweizer Praxis, KPMG Schweiz, Universität St. Gallen.
- Krauer, A.* (2004): Es braucht Sinn für das das Mass, in: *Neue Zürcher Zeitung*, Vol. 52, S. 23.
- Lambert, R.A./Larcker, D.F./Weigelt, K.* (1991): How Sensitive Is Executive-Compensation to Organizational Size, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 12, S. 395–402.
- Lambert, R.A./Larcker, D.F./Weigelt, K.* (1993): The Structure of Organizational Incentives, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, S. 438–461.
- Lewellen, W./Loderer, C./Martin, K.* (1987): Executive-Compensation and Executive Incentive Problems – an Empirical-Analysis, in: *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 9, S. 287–310.
- Mahawattage, A.* (2007): Trifft ein heterogener Verwaltungsrat bessere Entscheidungen für die Unternehmung?, Diplomarbeit, Zürich.
- Mahoney, T.A.* (1967): Managerial Perceptions of Organizational Effectiveness, in: *Management Science*, Vol. 14, S. B76–B91.
- Mahoney, T.A.* (1979): Organizational Hierarchy and Position Worth, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 22, S. 726–737.
- Main, J.* (1991): The Battle over Benefits, in: *Fortune*, Vol. 124, S. 91–96.
- Managemagazin* (2006): Stoxx Europas höchst bezahlte Konzernchefs 2005, in: *Managemagazin*, Nr. 7, Vol. 2006, S. 33–40.
- Marris, P.* (1964): The Experience of Higher Education, New York.
- Martin, R.L./Moldoveanu, M.C.* (2003): Capital versus talent. The battle that's reshaping business, in: *Harvard Business Review*, Vol. 81, S. 36–41.
- Maucher, H.* (2007): Management Brevier: Ein Leitfaden für den unternehmerischen Erfolg, Frankfurt/New York.
- Mayers, D./Smith, C.W.* (1992): Executive-Compensation in the Life-Insurance Industry, in: *Journal of Business*, Vol. 65, S. 51–74.

- Mehran, H.* (1995): Executive-Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, S. 163–184.
- Miller, J.S./Wiseman, R.M./Gomez-Mejia, L.R.* (2002): The fit between CEO compensation design and firm risk, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 45, S. 745–756.
- Mintzberg, H.* (1973): New Look at Chief Executives Job, in: *Organizational Dynamics*, Vol. 1, S. 20–30.
- Mishel, L.R./Bernstein, J./Allegretto, S.A.* (2006): The State of Working America 2006/2007.
- Murphy, K.J.* (1999): Executive Compensation. In: *Ashenfelter, O./Card, D.* (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, S. 2485–2563. Amsterdam.
- Murphy, K.J./Zábojník, J.* (2003): Managerial Capital and the Market for CEOs.
- Murphy, K. J./Zábojník, J.* (2004): CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends, in: *American Economic Review*, Vol. 94, S. 192–196.
- Oreilly, C.A./Main, B.G./Crystal, G.S.* (1988): Ceo Compensation as Tournament and Social-Comparison – a Tale of 2 Theories, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, S. 257–274.
- Osterloh, M.* (2007): Psychologische Ökonomik: Integration statt Konfrontation. Die Bedeutung der Psychologischen Ökonomik für die BWL, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Vol. 56, S. 61–81.
- Osterloh, M./Frey, B.S.* (2004): Corporate governance for crooks. The case for corporate virtue. In: *Grandori, A.* (Ed.), *Corporate Governance and Firm Organization*, S. 191–211. Oxford.
- Osterloh, M./Frey, B.S.* (2005): Shareholders Should Welcome Employees as Directors, <http://ssrn.com/abstract=655202>.
- Osterloh, M./Weibel, A.* (2006): Investition Vertrauen. Prozesse der Vertrauensentwicklung in Organisationen, Wiesbaden.
- Osterloh, M./Zeitoun, H.* (2006): Mitbestimmung schützt wichtiges Wissen in der Firma, in: *Neue Zürcher Zeitung*, 30.09.2006.
- Palich, L.E./Gomez-Mejia, L.R.* (1999): A theory of global strategy and firm efficiencies: Considering the effects of cultural diversity, in: *Journal of Management*, Vol. 25, S. 587–606.
- Perry-Smith, J.E./Shalley, C.E.* (2003): The social side of creativity: A static and dynamic social network perspective, in: *Academy of Management Review*, Vol. 28, S. 89–106.
- Rajgopal, S./Shevlin, T./Zamora, V.* (2006): CEOs' Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts., in: *Journal of Finance*, Vol. 61, S. 1813–1844.
- Roberts, D.R.* (1956): A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, S. 270–294.
- Rose, N.L./Shepard, A.* (1997): Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment?, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 28, S. 489–514.
- Rost, K.* (2006): Patentstärke und Netzwerkeinbettung in Forscher- und Entwickler-Netzwerken, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Vol. 5, S. 363–389.
- Rost, K./Osterloh, M.* (2007): Managementmode Pay for Performance, in: *Working Paper Zürich*.
- Roth, K./O'Donnell, S.* (1996): Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective, Vol. 39: 678–703: *Academy of Management*.
- Ryan, H.E./Wiggins, R.A.* (2001): The influence of firm-and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, S. 101–123.
- Salancik, G.R./Pfeffer, J.* (1980): Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in US Corporations, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 23, S. 653–664.
- Sanders, W.G.* (2001): Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 44, S. 477–492.
- Sanders, W.M.G./Carpenter, M.A.* (1998): Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 41, S. 158–178.
- Schiltknecht, K.* (2004): *Corporate Governance: Das subtile Spiel um Geld und Macht*, Zürich.
- Schütz, D.* (2005): Gierige Chefs. Warum kein Manager zwanzig Millionen wert ist, Zürich.
- Schwarz, G.* (2006): Gehälter, Gagen und Gewinne, in: *NZZ Fokus*, Vol. 28, S. 6–7.

- Skinner, D.J.* (1993): The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, S. 407–445.
- Smith Jr, C./Watts, R.L.* (1991): The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, Vol. 32: 263–192.
- Thielemann, U.* (2004): Managergehälter – Eine Frage der Ethik, in: *Wirtschaftsdienst. Zeitschrift der Wirtschaftspolitik*, Vol. 6, S. 358–362.
- Thielemann, U./Weibler, J.* (2007): Betriebswirtschaftslehre ohne Unternehmensethik? Vom Scheitern einer Ethik ohne Moral, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 77, S. 179–194.
- Tihanyi, L./Ellstrand, A.E./Daily, C.M./Dalton, D.R.* (2000): Composition of the top management team and firm international diversification, in: *Journal of Management*, Vol. 26, S. 1157–1177.
- 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, S. 301–339.
- Trumbull, M.* (2007): America's CEO pay may soon face squeeze, *The Christian Science Monitor*, Vol. Jan 4, 2007.
- Westphal, J.D./Zajac, E.J.* (1994): Substance and Symbolism in Ceos Long-Term Incentive Plans, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 39, S. 367–390.
- Wuffli, P.* (2006): Gehälter, Gagen und Gewinne, in: *NZZ Fokus*, Vol. 28, S. 12–13.
- Yermack, D.* (1997): Good timing: CEO stock option awards and company news announcements, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 449–476.
- Yukl, G.* (1989): Managerial Leadership: A Review of Theory and Research, in: *Journal of Management*, Vol. 15, S. 251.

Katja Rost, Dr., ist Mitarbeiterin und Habilitandin am Institut für Organisation und Unternehmenstheorien der Universität Zürich.

Anschrift: Dr. Katja Rost, Institut für Organisation und Unternehmenstheorien, Universität Zürich, Plattenstrasse 14, CH-8032 Zürich,
E-Mail: katja.rost@iou.unizh.ch

Margit Osterloh, Prof. Dr., ist Ordinaria für Betriebswirtschaftslehre am Institut für Organisation und Unternehmenstheorien der Universität Zürich und Direktor von CREMA (Center for Research in Economics, Management and the Arts).

Anschrift: Prof. Dr. Margit Osterloh, Institut für Organisation und Unternehmenstheorien, Universität Zürich, Plattenstrasse 14, CH-8032 Zürich,
E-Mail: osterloh@iou.unizh.ch