

„Neue Regeln guter Unternehmensführung“: Eine Analyse aus der Sicht von New Institutional Economics

Fragen rund um die Entlohnung von Führungskräften erfreuen sich zur Zeit eines großen Interesses. Die Gehälter von Managern in leitenden Positionen waren im Vergleich zu anderen Jobs zwar immer schon relativ hoch; irgendwie schien aber die Meinung vorzuherrschen, dass die Wirtschafts-

kapitäne aufgrund ihrer Leistung die Summen auch „verdienen“. In den letzten Jahren stiegen dann die Managergehälter überproportional an. Erste kritische Stimmen kamen auf, ob Manager diese Gehälter wirklich „verdienen“ oder nur noch „bekommen“. Diese warnenden Töne wurden mit Verweis auf

die stetig steigenden Aktienkurse aber schnell abgetan. Solange die Börse verrückt spielte, erschien selbst der dilettantischste Manager erfolgreich, die Kurse stiegen ja.

Mit dem Platzen der Börsenblase änderte sich das Bild dramatisch. Viele Börsenlieblinge der 90er Jahre waren schlichtweg

auf Sand gebaut. Man versuchte dies ein Zeitlang zu vertuschen, wobei man selbst vor Betrug nicht zurückschreckte. Mit der Zeit wurden aber die meisten Firmen auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt. Häufig fielen schlechte Managementleistungen mit vollkommen überzogenen Gehältern zusammen. Eine breite Öffentlichkeit ist nunmehr der Meinung, dass Topmanager schlichtweg überbezahlt sind. Manager hätten in den guten Börsenjahren hemmungslos abgezockt. Sie hätten nur noch in die eigenen Taschen gewirtschaftet und die Interessen der Aktionäre, Mitarbeiter, Kunden vollkommen aus den Augen verloren. Sie konnten dies tun, weil eine geeignete Kontrolle fehlte. Die bestehende Kontrolle durch den Aufsichtsrat erwies sich aufgrund von gegenseitigen Verflechtungen und damit einhergehenden „reciprocal favors“¹ als wenig effizient.

Vor dem Hintergrund der aktuellen nationalen und internationalen Corporate-Governance-Diskussionen, die sich unter anderem auch mit der Entschädigungspraxis von Managern beschäftigen, hat die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex eine Anpassung desselben beschlossen. Die Hauptänderungen beziehen sich auf die Angemessenheit und Transparenz der Vergütungssysteme für Vorstand und Aufsichtsrat. Wie sind diese Anpassungen aus Sicht der New Institutional Economics zu beurteilen?

New Institutional Economics

New Institutional Economics (NIE) ist ein interdisziplinärer Ansatz, welcher Konzepte aus

¹ Das Wort „Filz“ ist wohl die allgemein verständliche Übersetzung dieses Phänomens. In der Schweiz spricht man von der „Vetterliwirtschaft“, im Rheinland vom „Klüngel“.

Ökonomie, Recht, Organisations- theorie, Politologie, Soziologie und Anthropologie miteinander verbindet. Das Ziel der NIE ist das Verständnis von Institutionen, konkret deren Entstehung, der Zwecke, denen sie dienen, deren Wandel über die Zeit und die Notwendigkeit von allfälligen Reformen. Der Begriff New Institutional Economics geht auf Williamson zurück, wobei die grundlegenden Konzepte unter anderem auf Coase (The Nature of the Firm, 1937), Hayek (Writings on Knowledge, 1937, 1945) und Chandler (History of the Industrial Enterprise, 1962) basieren². Die prominentesten Vertreter von NIE sind Ronald Coase, Mancur Olson, Douglas North und Oliver Williamson.

Gemäß Davis und North³ wird allgemein unterschieden zwischen dem institutionellen Umfeld und den institutionellen „Arrangements“. Das institutionelle Umfeld umfasst die zugrundeliegenden Restriktionen oder Spielregeln, welche das individuelle Verhalten steuern. Beispiele solcher Regeln sind Gesetze, welche formellen Charakter haben, oder aber informelle Regeln wie soziale Normen. Institutionen definieren und limitieren die Menge der individuellen Wahlmöglichkeiten. Institutionelle Einschränkungen beinhalten demnach, was die Individuen nicht bzw. unter welchen Bedingungen sie eine bestimmte Handlung unternehmen dürfen.

² R. H. Coase: The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4 (1937), S. 386-405; F.A. Hayek: *Economics and Knowledge* (1937), in: ders.: *Individualism and Economic Order*, London 1948, S. 33-56; F.A. Hayek: *The Use of Knowledge in Society* (1945), in: ders.: *Individualism and Economic Order*, London 1948, S. 77-91; A.D. Chandler Jr.: *Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise*, in: *Journal of Economic Perspectives*, 6 (1992), S. 79-100.

Die institutionellen „Arrangements“ sind spezifische Verhaltensregeln, gemäß Williamson⁴ so genannte Governance-Strukturen, die durch die Parteien explizit konstruiert werden, zwecks Abwicklung einer spezifischen ökonomischen Transaktion. Beispiele von institutionellen „Arrangements“ sind etwa langfristige Kontrakte, Firmen, öffentliche Bürokratien, Non-Profit-Organisationen. So sind in den USA die Beziehungen zwischen Kohlebergwerken und den dazugehörigen Stromerzeugern häufig durch langfristige Kontrakte geregelt, da die vertikale Integration dieser Firmen verboten ist. In anderen Ländern, in denen kein solches Integrationsverbot besteht, operieren Bergwerk und Stromerzeuger meist unter dem Dach einer Firma⁵.

Corporate-Governance-Regeln sind Teil des institutionellen Umfeldes, welches die Rahmenbedingungen für sich selbst-verwaltende Firmen definiert und so die individuellen Wahlmöglichkeiten einschränkt. Insgesamt ist deren Ziel aber die Schaffung einer institutionellen Infrastruktur, die ein möglichst reibungsloses Funktionieren der Märkte gewährleistet.

New Institutional Economics und Corporate Governance

NIE hebt die neoklassische Annahmen vollständiger Information und Rationalität, und somit von perfekt funktionierenden Märkten auf. Entsprechend besteht der potentielle Nutzen von Institutionen darin, die Konsequenzen von imperfekter Information und beschränkter Rationalität zu korrigieren. Obwohl in der Literatur keine

³ L. E. Davis, D. C. North: *Institutional Change and American Economic Growth*, Cambridge 1971. D. C. North: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge 1990.

Einigkeit besteht bezüglich der präzisen Abgrenzung des Feldes, wird das Prinzipal-Agenten-Problem und die damit verbundene Existenz von Informationsasymmetrien als ein Hauptzweig der NIE betrachtet. Aufgrund bestehender Informationsasymmetrien kann der eigennützige (informierte) Agent seinen Informationsvorsprung gegenüber dem (uninformierten) Prinzipal ausnützen und so das Funktionieren von Marktmechanismen beeinträchtigen⁶.

Diese Sichtweise ist auch relevant im Zusammenhang mit Corporate Governance, und dabei speziell mit dem Problem fehlender Transparenz. Der Begriff Corporate Governance heißt übersetzt Unternehmensleitung. Darunter versteht man allgemein Grundsätze und Regelungen die Führung von Unternehmungen und deren Kontrolle betreffend. Im Vordergrund stehen Verantwortung, Organisation und Arbeitsweise der obersten Gremien (Aktionäre/Generalversammlung, Aufsichtsrat, Vorstand, Kontrollstelle) sowie die Abstimmung der Rechte und Pflichten und die Zusammenarbeit dieser Gremien.

Eine wichtige Funktion eines Corporate-Governance-Systems bezieht sich auf die Herstellung von Transparenz sowohl innerhalb der Firma als auch nach außen. Das Problem von fehlender Transparenz rührt von der Organisation der modernen Firma her, die typischerweise durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle gekennzeichnet ist. Für die Aktionäre (Prinzipale) besteht die Schwierigkeit, die besser informierten Manager (Agenten) zu überwachen, die

diese Informationsasymmetrie zu Ungunsten der Firmeneigentümer ausnützen können. Obwohl die Firmeneigentümer oft wissen, welche Aktionen die Manager im Idealfall tätigen sollten, können sie diese oft nicht direkt beobachten⁷.

Adäquate Kompensationsmechanismen als eine Dimension von Corporate Governance dienen dazu, die Interessen der Manager mit jenen der Aktionäre in Einklang zu bringen. So basieren die verwendeten Entschädigungssysteme oft auf einem aktienbasierten Maß, nicht nur weil Aktionäre/Firmeneigentümer gerne hohe Aktienkurse haben, sondern weil Realisationen dieser Performance-Maße oft auch wertvolle Informationen darüber liefern, welche Aktionen die Manager unternommen haben. Zentrale Bedingungen für eine effektive Funktionsweise dieser Mechanismen und entsprechend einer besseren Kontrolle der Agenten ist eine transparente Messung von deren Performance und eine Offenlegung der Anreizsysteme.

Die Herstellung der Transparenz basiert sowohl auf einer engen Interdependenz zwischen dem Corporate-Governance-System und den Marktmechanismen, wie dem Wettbewerb auf Arbeits-, Kapital- und Produktmärkten, dem Markt für Firmenübernahmen als auch auf einer aktiven Rolle der Aktionäre. Eine effiziente und effektive Funktionsweise dieser Marktmechanismen bedingt die Existenz einer Corporate-Governance-Struktur, welche die Rechte und Pflichten der Aktionäre und die Verantwortlichkeiten der zentralen Entscheidungsträger festlegt und die

Offenlegung von relevanten Informationen wie vergangene Finanzergebnisse, Unternehmensstrategien, Geschäftspraktiken sowie alle anderen Daten, welche die Einschätzung der Risiken und Werte durch die Marktteilnehmer verbessern, sicherstellt. Auf der anderen Seite sind das regulatorische und gesetzliche Umfeld der Marktmechanismen im Corporate-Governance-System reflektiert.

Die Anpassung des Deutschen Corporate Governance Kodex

Gemäß der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex wird den Unternehmen ausdrücklich empfohlen, die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung individualisiert zu veröffentlichen. Weiter sollen Aktienoptionen für Topmanager an anspruchsvolle Vergleichsmaßstäbe geknüpft und mit einer Obergrenze versehen werden.

Die Veröffentlichung der Entschädigungen für Vorstand und Aufsichtsrat erfüllt nun genau die in der Prinzipal-Agenten-Literatur verankerte Forderung nach Transparenz. Mit der Anknüpfung der Aktienoptionen an anspruchsvolle Vergleichsmaßstäbe soll sichergestellt werden, dass die Manager effektiv für ihre guten Leistungen und nicht für andere Ereignisse außerhalb ihres Handlungsspielraums wie eine Börsenhausse, die einen positiven Einfluss auf den Firmenwert haben, belohnt werden. So kann deren Festlegung typischerweise an einen Branchen-

⁴ O. E. Williamson: *The Economic Institutions of Capitalism*, New York 1985, NY, Free Press; O. E. Williamson: *The Mechanisms of Governance*, New York 1996.

⁵ Vgl. P. Joskow: *Vertical Integration and Long Term Contracts: The Case of Coal Burning Electric Generating Plants*, in: *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1 (1985), S. 33-79.

⁶ Vgl. z.B. S. Grossman, O. Hart: *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, in: *Econometrica*, 51 (1983), S. 7-45.

⁷ Ist die Aktion eines Managers beobachtbar, aber vor Gericht nicht verifizierbar, spricht man von der Theorie unvollständiger Verträge (S. Grossman, O. Hart: *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration*, in: *Journal of Political Economy*, 94 (1986), S. 691-719.)

index gekoppelt werden. Insgesamt kann erwartet werden, dass die klare Kommunikation und die strikte Einhaltung der Leistungsorientierung zusammen mit der Möglichkeit, diese ex post auch zu überprüfen, das Vertrauen in die Unternehmen stärkt.

Nimmt man die Vorzüge einer erhöhten Transparenz als gegeben an, stellt sich aber auch die Frage, was denn gegen eine Offenlegung der Vorstandsgehälter spricht. Ein Argument gegen erhöhte Transparenz, das immer wieder in die Diskussion eingebracht wird, ist die Sorge um die Entstehung von Neid. Gemäß Jensen und Murphy⁸ beeinflusst die Veröffentlichung von Informationen über die Chefgehälter auch die Verträge mit den anderen Firmenangestellten. Weiter dürfte die Maßnahme auch Auswirkungen auf die Forderungen der Gewerkschaften bei Lohnverhandlungen haben. Eine Regulierung, und insbesondere eine Limitierung der Gehälter kann schließlich negative Anreizeffekte für die Führungsgremien zur Folge haben und so deren Effektivität reduzieren.

Ein Blick über die Grenzen Deutschlands

Ein Blick über die Grenzen hinaus zeigt klar auf, dass Deutschland im Hinblick auf Corporate Governance alles andere als eine Vorreiterrolle einnimmt⁹. Die OECD verlangt in ihren „OECD Principles of Corporate Governance“ schon seit einiger Zeit eine periodische Veröffentlichung von relevanten Informationen unter anderem zur Entschädigungspraxis der Executives.

In den USA sind die Gehaltskomponenten der Top Executives von zahlreichen Publikums-gesellschaften seit 1992 öffentlich

zugänglich. Der im letzten Jahr in Kraft getretene Sarbanes-Oxley-Act hat die Anforderungen an die Transparenz weiter verschärft.

Auch in Grossbritannien besteht für Unternehmen ebenfalls seit vielen Jahren die Pflicht, die Bezüge des Vorstandsvorsitzenden und seiner Kollegen im Board Punkt für Punkt offenzulegen. Seit Beginn dieses Jahres können die Aktionäre sogar direkt über die Managerbezüge befinden.

In der Schweiz müssen die an der SWX Swiss Exchange gehandelten Firmen seit Juli 2002 unter anderem Informationen über die Entschädigungen und Beteiligungen der obersten Führungskräfte offen legen.

In der EU schließlich dürfte im Rahmen eines Aktionsplans zur europaweiten Verbesserung der Unternehmenstransparenz neben einer kollektiven Haftung der Vorstände für falsche Kapitalmarktinformationen auch die individuelle Offenlegung der Managerbezüge sowie die Mitsprache der Aktionäre bei deren Festlegung eingeführt werden.

Schluss

Insgesamt kann festgehalten werden, dass diese neuen Regelungen aus Sicht der New Institutional Economics sehr wohl Sinn machen. Die Vorzüge einer Offenlegung der Entschädigungspraxis der obersten Führungsgremien dürften im Sinne einer höheren Transparenz und demnach einer besseren Funktionsweise der Marktmechanismen unumstritten sein. Entsprechend erscheinen die Anpassungen des Deutschen Corporate Governance Kodex viel-

versprechend im Hinblick auf das Ziel, die in Deutschland geltenden Regeln für Unternehmensleitung und -überwachung für nationale wie für internationale Investoren transparent zu machen, um so das Vertrauen in die Unternehmensführung deutscher Gesellschaften zu stärken. Dennoch darf nicht vergessen werden, dass damit auch Kosten verbunden sind.

Die Zukunft wird zeigen, inwieweit die praktische Handhabung dieser Regelungen weitere Anpassungen erfordert. Potentieller Handlungsbedarf dürfte insbesondere entstehen im Zusammenhang mit einer weiteren Harmonisierung mit den entsprechenden EU-Richtlinien als auch mit dem in den USA gültigen Sarbanes-Oxley-Gesetz, das auch für ausländische Unternehmen gilt, die in den USA notiert sind. Ob die ausdrückliche Empfehlung dieser Regelungen anstelle einer bindenden Vorschrift ausreichend ist, wird die Zukunft zeigen.

Glaut man an die uneingeschränkte Effizienz von Märkten, werden Firmen von sich aus genügend Anreize haben, diese Richtlinien selber zu implementieren, denn der Markt wird jene Firmen bestrafen, die sich nicht daran halten. Andererseits hat die Unternehmenskontrolle teilweise den Charakter eines öffentlichen Gutes. Wie jeder Studierende nach einer Einführungsveranstaltung in Mikroökonomie weiß (und wie uns die jüngste Vergangenheit bei der Unternehmenskontrolle leider gelehrt hat), tritt bei öffentlichen Gütern in der Regel Marktversagen auf.

⁹ So wehrt sich Deutschland innerhalb der EU seit längerem recht erfolgreich dagegen, feindliche Unternehmensübernahmen als Mittel der Bestrafung eines schlechten Managements zu einem tauglichen Instrument zu machen.