

Christian Koch

Managementvergütung als Anlagekriterium für Eigenkapitalgeber

Eine empirische Analyse börsennotierter DAX-, MDAX-
und SDAX-Gesellschaften in Deutschland

Masterarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Impressum:

Copyright © 2018 GRIN Verlag
ISBN: 9783668879935

Dieses Buch bei GRIN:

<https://www.grin.com/document/454889>

Christian Koch

Managementvergütung als Anlagekriterium für Eigenkapitalgeber

Eine empirische Analyse börsennotierter DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften in Deutschland

GRIN - Your knowledge has value

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite www.grin.com ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

Besuchen Sie uns im Internet:

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

http://www.twitter.com/grin_com

Master Thesis

Managementvergütung als Anlagekriterium für Eigenkapitalgeber –

**Eine empirische Analyse börsennotierter DAX-, MDAX- und
SDAX-Gesellschaften in Deutschland**

Christian Koch

Master of Science

Jahrgang 2014

Bearbeitungszeitraum: vom: 30.04.2018
 bis: 14.08.2018

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
Symbolverzeichnis	VII
1 Einleitung	1
1.1 Ziel der Arbeit	1
1.2 Aufbau und Struktur der Arbeit	3
2 Theoretische Ansätze zur Vergütung von Managern	5
2.1 Verhaltenswissenschaftliche Forschung zur Motivation	5
2.1.1 Definition Motivation	5
2.1.2 Inhaltstheorien	8
2.1.3 Prozesstheorien	11
2.2 Prinzipal-Agent-Theorie und Stewardship-Theorie	14
2.2.1 Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie	14
2.2.2 Agency-Kosten des Eigenkapitals	17
2.2.3 Grundlagen der Stewardship-Theorie	21
2.3 Theorien zur Ausgestaltung der Vergütung	23
2.3.1 Optimal Contracting Approach	23
2.3.2 Managerial Power Approach	26
2.3.3 Anreizvergütungshypothese und Ökonomie der Superstars	30
3 Ausgestaltung der Managementvergütung	32
3.1 Corporate Governance und Managementvergütung	32
3.1.1 Definition Corporate Governance und Managementvergütung	32
3.1.2 Zuteilungskriterien der Vergütung	35
3.1.3 Auszahlungsmodalitäten der Vergütung	39
3.2 Managementvergütung in Deutschland und aktienbasierte Vergütung	41
3.2.1 Gesetzliche Grundlagen in Deutschland	41
3.2.2 Deutscher Corporate Governance Kodex	42
3.2.3 Aktienbasierte Vergütungskomponenten	45
3.3 Bisherige empirische Ergebnisse zur Forschungsfrage	50
3.3.1 Corporate Governance	50
3.3.2 Ausgestaltung der Managementvergütung	54
3.3.3 Einflussfaktoren auf die Höhe der Managementvergütung	56

4 Empirische Untersuchung zur Managementvergütung als Anlagekriterium	59
4.1 Grundlagen der empirischen Untersuchung	59
4.1.1 Datenbeschreibung und Operationalisierung der Vergütung	59
4.1.2 Ableitung der Hypothesen	63
4.1.3 Methodik und Modellparameter	65
4.2 Ergebnisse der empirischen Untersuchung	68
4.2.1 Deskriptive Statistik der Modellparameter	68
4.2.2 Überprüfung der Hypothesen	69
4.2.3 Grenzen der Untersuchung	74
4.3 Einordnung und Würdigung der Untersuchung	77
4.3.1 Zusammenfassung und Würdigung der Ergebnisse	77
4.3.2 Ableitung von Empfehlungen für Eigenkapitalgeber und Unternehmen	80
4.3.3 Einordnung der Ergebnisse in die bisherige Literatur	83
5 Schlussbetrachtung	86
Literaturverzeichnis	89
Anhang	113

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abb. 1 Aufbau der Arbeit	4
Abb. 2 Menschenbilder nach Schein	5
Abb. 3 Übersicht ausgewählter Theorien zur Motivationsforschung	8
Abb. 4 Prinzipal-Agent-Theorie – Beziehung Prinzipal und Agent	15
Abb. 5 Nutzenmaximierung des Managers bei nicht eigentümergeführten Unternehmen	19
Abb. 6 Nutzenmaximierung des Managers bei Monitoring und Bonding	20
Abb. 7 Klassifizierung von Corporate-Governance-Bestimmungen	33
Abb. 8 Kategorisierung der Anreizwirkung von Vergütungskomponenten	34
Abb. 9 Überblick Auszahlungsfunktionen und Bonusbank	40
Abb. 10 Wertentwicklung Aktie und Long-Call-Option im Vergleich	47
Abb. 11 Grundgesamtheit und Datenbasis der Untersuchung	60
Abb. 12 Multiple lineare Regression der empirischen Untersuchung	73

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tab. 1 Übersicht der Zuteilungsformen aktienbasierter Vergütung	46
Tab. 2 Auswirkung Corporate Governance auf Shareholder Value	50
Tab. 3 Einflussfaktoren und deren Auswirkungen auf die Managementvergütung	57
Tab. 4 Aus den Vergütungsberichten erhobene Datenpunkte zur Vergütung	60
Tab. 5 Weitere Datenpunkte zur empirischen Untersuchung	62
Tab. 6 Hypothesen für die empirische Untersuchung	64
Tab. 7 Übersetzung qualitativer Variablen in quantitative Variablen	66
Tab. 8 Erhobene Datenpunkte zur Vergütung aus den Vergütungsberichten	68
Tab. 9 Modellparameter der multiplen linearen Regression	72
Tab. 10 Ergebnisse der empirischen Untersuchung	77

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft nach deutschem Recht
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
E	Empfehlung des Deutschen Corporate Governance Kodex
ESG	Environment Social Governance
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
MPA	Managerial Power Approach
OCA	Optimal Contracting Approach
SE	Aktiengesellschaft nach europäischem Recht
Tab.	Tabelle
VIE	Valenz, Instrumentalität, Erwartung

Symbolverzeichnis

a	Arbeitsniveau des Agenten
$\acute{a}$	Handlung des Agenten (Ableitung von a)
AR_i	Aktienrendite des Unternehmens
BR_i	Bezugsrechtsanpassungen des Unternehmens
DR_i	Reinvestition der Dividende des Unternehmens
E	Erwartungswert des Prinzipals
e	Externer Einfluss
f	Konsum von nicht-pekuniären Leistungen
MB	Agency-Kosten Monitoring- und Bondingaktivitäten
O_A	Optimum A
O_B	Optimum B
O_C	Optimum C
O_D	Optimum D
O_E	Optimum E
RTR_i	Relativer Total Return des Unternehmens
s	Entlohnung des Agenten
TRD	Total Return der gesamten Datengrundlage
U_A	Nutzenfunktion des Agenten
U_A^T	Nutzenfunktion des Agenten Teilnahmebedingung
U_P	Nutzenfunktion des Prinzipals
v	Arbeitsleid des Agenten
x	Output (Unternehmenswert)
z	Eigentumsanteil des Unternehmens der Nicht-Unternehmensleitung

1 Einleitung

1.1 Ziel der Arbeit

Der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Volkswagen AG, Matthias Müller, verteidigte in einem Interview sein in der Öffentlichkeit als zu hoch empfundenes Gehalt für das Geschäftsjahr 2017 mit den Worten: „*Es gibt zwei Gründe für ein so hohes Gehalt: die Relevanz des Unternehmens für die Volkswirtschaft sowie das Risiko, das man als Konzernchef trägt.*“¹ Aus dieser Aussage werden sowohl das öffentliche Interesse an der Entlohnung des Managements² von Kapitalmarktgesellschaften,³ als auch theoretisch und empirisch belegte Einflussfaktoren auf die Höhe der Vergütung von Managern deutlich. Nicht nur das öffentliche Interesse an ihr steigt, die Managementvergütung als Teilgebiet der Corporate Governance rückt auch verstärkt in den Fokus von Investoren bei der Anlageentscheidung⁴ sowie den der wissenschaftlichen Diskussion.

Das steigende Interesse der Anleger an diesem Themenfeld ist einerseits auf den empirisch belegbaren Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Shareholder Value respektive Unternehmensperformance zurückzuführen. Andererseits gewinnen nachhaltige Investments für institutionelle Anleger durch die Berücksichtigung von Environment Social Governance (ESG) Kriterien zunehmend an Bedeutung. Über die ESG-Kriterien wird der Bereich Corporate Governance bei der Investitionsentscheidung von Kapitalgebern abgebildet.⁵

Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich die vorliegende Master Thesis mit der Forschungsfrage: Inwiefern ist die Ausgestaltung der Managementvergütung von börsennotierten DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften infolge ihrer möglichen Auswirkungen auf den Shareholder Value ein relevantes Kriterium für Eigenkapitalgeber bei der Investitionsentscheidung? Die Kernkonzepte zu dieser Fragestellung sind die Ausgestaltung der Vergütungssysteme, die Personengruppe Ma-

¹ Amann/Hage (online, 2018).

² Die Termini ‚Unternehmen‘, ‚Konzern‘, ‚Firma‘ und ‚Gesellschaft‘ werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

³ Die Termini ‚Manager‘, ‚Vorstand‘ und ‚Management‘ werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

⁴ Vgl. Union Investment (2017), S. 4ff.

⁵ Vgl. Union Investment (2018), S. 8.

nagement, die Auswirkungen auf den Shareholder Value⁶ und die Eingrenzung auf die in den deutschen Aktienindizes DAX (Deutscher Aktienindex), MDAX (Mid-Cap-DAX) und SDAX (Small-Cap-DAX) geführten Unternehmen.

Für die Ausgestaltung der Vergütungssysteme, die – vereinfacht ausgedrückt – mittels fixer und variabler Bestandteile erfolgt, sind neben den Varianten dieser Vergütungskomponenten die einschlägigen theoretischen Grundlagen von Bedeutung. Die Notwendigkeit der Managementvergütung ist auf die Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung zurückzuführen, sodass die Prinzipal-Agent-Theorie und die verhaltenswissenschaftliche Forschung zur Motivation zentrale Grundlagen für die Entlohnung des Managements darstellen. Hierauf aufbauend liefern der Optimal Contracting Approach und der Managerial Power Approach theoretische Erklärungsansätze zur Konzeption der Vergütung.

Die Personengruppe ‚Management‘ wird von dem jeweiligen vorherrschenden Corporate-Governance-System bestimmt, in dem internationale sowie nationale Gesetze, Regelungen und Standards zur Unternehmensführung berücksichtigt werden. Diese Regularien, zu denen ebenfalls der Deutsche Corporate Governance Kodex, das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz oder das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung zu zählen sind, haben zudem einen Einfluss auf die Ausgestaltung der Vergütungssysteme für das Management.

Bei DAX-, MDAX- und SDAX-Unternehmen handelt es sich in Bezug auf die Marktkapitalisierung um die größten in Deutschland börsennotierten Gesellschaften. Die drei Aktienindizes werden von der Deutschen Börse berechnet.⁷ Der DAX als Leitindex repräsentiert rund 75% des börsennotierten Grundkapitals in Deutschland.⁸ Der MDAX umfasst mittelgroße börsennotierte Gesellschaften, die – vereinfacht ausgedrückt – ab einer bestimmten Marktkapitalisierung in den DAX ‚aufsteigen‘. Der SDAX umfasst kleinere börsennotierte Gesellschaften, die analog der Kriterien für den Wechsel zwischen den beiden anderen Indices in den MDAX ‚aufsteigen‘ können. Im Vergleich zu anderen in Deutschland börsen- sowie nicht börsennotierten Gesellschaften gelten für die Unternehmen der drei Aktienindizes erhöhte Transparenzanforderungen für die Berichterstattung.⁹

⁶ Shareholder Value wird für diese Arbeit als Marktwert des Eigenkapitals inklusive Bezugsrechtsanpassungen und der Reinvestition der Dividendensumme definiert.

⁷ Vgl. Deutsche Börse (online, 2018).

⁸ Vgl. Schnorrenberg (2008), S. 25f.

⁹ Vgl. Deutsche Börse (2009), S. 3f.

Nach der erfolgten kurzen Vorstellung der Kernkonzepte der Forschungsfrage können aus dieser nun die folgenden Problemstellungen für diese Arbeit abgeleitet werden: 1) Welche dominierenden theoretischen Erklärungsansätze existieren hinsichtlich der Vergütung von Managern? 2) In welchem Verhältnis steht der Themenbereich Managementvergütung zum übergeordneten Konzept Corporate Governance? 3) Welche Komponenten finden sich in bestehenden Vergütungssystemen wieder? 4) Wie wirken sich die internationalen sowie nationalen gesetzlichen Vorgaben auf die Corporate Governance und die Managementvergütung aus? 5) Inwiefern ist der bisherige Forschungsstand auf die Forschungsfrage dieser Master Thesis übertragbar?

Nach der Bearbeitung der abgeleiteten Problemstellungen soll die Forschungsfrage mittels einer empirischen Untersuchung mit eigener Datenerhebung beantwortet werden. Die Untersuchung unterscheidet sich von bisherigen Forschungsansätzen insbesondere durch den Fokus auf Deutschland, die aus den Geschäftsberichten der DAX-, MDAX- und SDAX-Unternehmen erhobenen Daten, die Aktualität der Daten sowie ihren Bezug auf die Ausgestaltung der Managementvergütung, wohingegen sich die bisherige empirische Forschung insbesondere mit der Höhe der Vergütung des Managements beschäftigt.

Abschließend sollen Handlungsempfehlungen für Investoren und Unternehmen aus den Ergebnissen der empirischen Untersuchung und der Beantwortung der Forschungsfrage abgeleitet werden. Den Hintergrund der Empfehlungen bilden die folgenden Fragestellungen: 1) Welche Aspekte der Ausgestaltung der Managementvergütung sollten bei der Anlageentscheidung seitens der Investoren berücksichtigt werden? 2) Welche Datenpunkte müssen hierfür von den Unternehmen veröffentlicht werden?

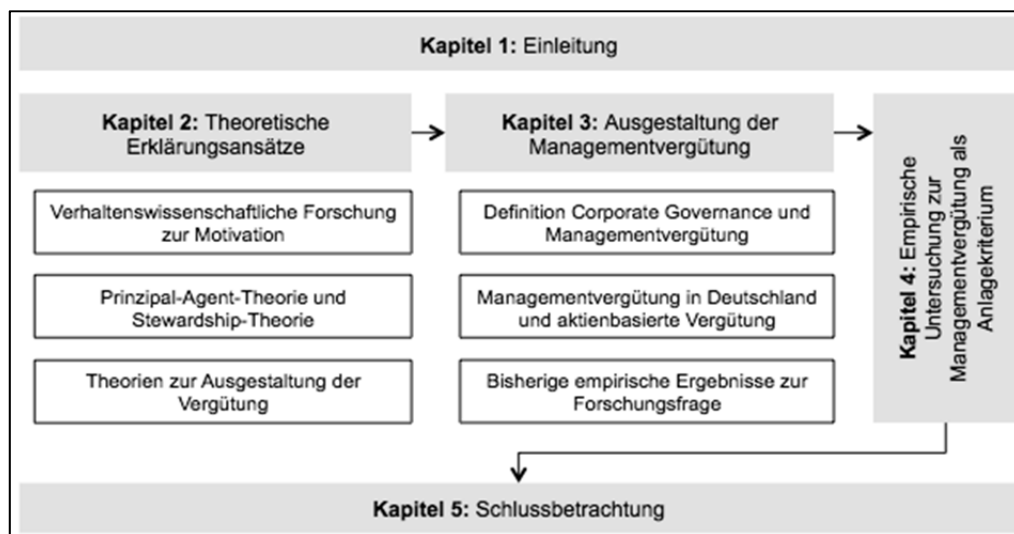
1.2 Aufbau und Struktur der Arbeit

Die vorliegende Arbeit setzt sich aus drei Hauptteilen zusammen. Zunächst erfolgt im ersten Teil die Einbettung der Managementvergütung in die verhaltenswissenschaftliche Forschung zur Motivation und die Prinzipal-Agent-Theorie sowie aus der Prinzipal-Agent-Theorie resultierende Agency-Kosten des Eigenkapitals. Darauf aufbauend werden verschiedene Theorien zur Ausgestaltung der Vergütung dargestellt, zu denen in erster Linie der Optimal Contracting Approach und der Managerial Power Approach gehören.

Im zweiten Teil der Arbeit erfolgt eine Verortung des Begriffs der Managementvergütung im übergeordneten System der Corporate Governance in Deutschland sowie die Bestimmung der Termini ‚Management‘ und ‚Vergütung‘. Darauf aufbauend werden nationale Gesetze, Regelungen und Standards diskutiert, die sich auf die Gestaltung der Managementgehälter in Deutschland auswirken. Anschließend wird die Anreizwirkung der fixen und variablen Vergütung über Zuteilungskriterien und Auszahlungsmodalitäten, inklusive der aktienbasierten Vergütung, dargestellt. Der zweite Teil schließt mit der Zusammenfassung des bisherigen Forschungsstands zu den Themenfeldern Corporate Governance und Managementvergütung, jeweils in Verbindung mit dem Shareholder Value respektive der Unternehmensperformance.

Im dritten Teil, der empirischen Untersuchung, soll die Forschungsfrage mittels einer eigenen Analyse beantwortet werden. Hierzu werden Hypothesen aus den beiden vorangegangenen theoretischen Teilen dieser Arbeit abgeleitet. Darüber hinaus werden die Methodik und Modellparameter der Regressionsanalysen beschrieben sowie die Grenzen der Untersuchung aufgezeigt. Nach der Zusammenfassung und kritischen Würdigung der empirischen Untersuchung erfolgt die Formulierung von Empfehlungen für Eigenkapitalgeber und Unternehmen. Abschließend wird eine Eingliederung der Ergebnisse dieser Master Thesis in den gegenwärtigen Forschungsstand vorgenommen.

Abbildung 1 veranschaulicht den Aufbau der Arbeit zur Bearbeitung der Problemstellungen, der Beantwortung der Forschungsfrage sowie der abschließenden Ableitung von Empfehlungen für Eigenkapitalgeber und Unternehmen.



Quelle: Eigene Darstellung.

Abb. 1: Aufbau der Arbeit