Blockholder-Aktionäre und Management-Kompensation

Bachelorarbeit

Verfasser:

Dominik Mattmann
Luzernerstrasse 12
6353 Weggis
Matrikelnummer: 09-719-758
dominik.mattmann@uzh.ch

6. Semester
Studienrichtung Banking und Finance

Abgabetermin: 18.07.2012

Betreuer:

Christoph Wenk

Universität Zürich
Institut für Banking und Finance
Lehrstuhl: Prof. Dr. Alexander Wagner

Abstract

Die vorliegende Bachelorarbeit untersucht die Einflüsse der Blockholder-Präsenz auf die Management-Kompensation in Schweizer Unternehmen. Als Datengrundlage dienen die 50 Titel des SMI Expanded während den Jahren 2007 bis 2011. Anhand einer Regressionsanalyse werden die Auswirkungen von Blockholdern auf die Höhe, wie auch auf die Zusammensetzung der Management-Kompensation getestet. Die Forschungsergebnisse zeigen, dass eine höhere Blockholder-Präsenz ein tieferes Vergütungsniveau der Geschäftsleitung zur Folge hat. Zudem wird festgestellt, dass Blockholder einen höheren Anteil an Basissalär und einen tieferen Anteil an langfristigen Incentives an der Gesamtvergütung bewirken, was aufgrund der vorliegenden Literatur und der Prinzipal-Agent-Theorie nicht zu erwarten war.

Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis ..... **IV**

Abkürzungsverzeichnis ..... **V**

1. Einführung **1**

1.1 Thematische Eingrenzung **1**

1.2 Methodik und Vorgehen **2**

1.3 Aufbau der Arbeit **3**

2. Theoretischer Teil **4**

2.1 Eingrenzung der Begriffe **4**

2.1.1 Blockholder 4

2.1.2 Management 5

2.1.3 Kompensation 5

2.1.4 SMI Expanded 6

2.2 Prinzipal-Agent-Theorie **6**

2.2.1 Interessen der Geschäftsleitung 7

2.2.2 Interessen der Aktionäre 8

2.2.3 Möglichkeiten der Einflussnahme durch Blockholder auf die Vergütung des Managements 9

3. Hypothesen und Daten **11**

3.1 Bisherige Forschungsergebnisse **11**

3.1.1 Hartzell und Starks 11

3.1.2 Höhe der Kompensation 12

3.1.3 Zusammensetzung der Kompensation 13

3.2 Hypothesen **14**

3.3 Kenngrössen der Höhe der Kompensation **15**

3.3.1 Blockholder 15

3.3.2 Konzerngrösse 16

3.3.3 Performance 18

3.3.4 Dummy-Variablen 18

3.4 Bestandteile der Kompensation **20**

3.4.1 Basissalär 20

3.4.2 Bonus 20

3.4.3 Langfristige Incentives 21

3.4.4 Sonstige Lohnbestandteile 22

3.5 Präsentation der Daten **22**

3.5.1 Offenlegungspflichten von börsenkotierten Aktiengesellschaften in der Schweiz 22
3.5.2 Herkunft und Güte der Daten 23
3.5.3 Bereinigung der Daten 23

4. Regressionsanalyse 26

4.1 Regression zum Level der Kompensation 26

4.1.1 Allgemeine Erklärungen 26
4.1.2 Regression mit absoluten Werten 27
4.1.3 Regression mit logarithmierten Werten der Kompensation und der Marktkapitalisierung 28
4.1.4 Zwischenfazit 29
4.1.5 Testen der Dummy-Variablen 29
4.1.6 Analyse über den Beobachtungszeitraum 30
4.1.7 Fazit 31

4.2 Regression der Konstellation der Kompensation 32

4.2.1 Allgemeine Erklärungen 32
4.2.2 Regression für den Anteil an Basissalär 32
4.2.3 Regression für den Anteil an Bonus 33
4.2.4 Regression für den Anteil an langfristigem Incentives 34
4.2.5 Analyse über den Beobachtungszeitraum 35
4.2.6 Fazit 37

5. Konklusion 39

Literaturverzeichnis 41

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Regression mit Blockholder, Marktkapitalisierung und ROA 27
Tabelle 2: Regression mit Herfindahl-Index, Marktkapitalisierung und ROA 28
Tabelle 3: Regression mit Blockholder, logarithmierter Marktkapitalisierung und ROA 28
Tabelle 4: Regression mit Herfindahl-Index, logarithmierter Marktkapitalisierung und ROA 29
Tabelle 5: Regressionen mit Dummy-Variablen 30
Tabelle 6: Regressionen der Höhe der Kompensation der einzelnen Jahre 2007-2011 30
Tabelle 7: Regression mit Anteil an Basissalär 33
Tabelle 8: Regression mit Anteil an Basissalär und Dummy-Variablen 33
Tabelle 9: Regression mit Anteil an Bonus 33
Tabelle 10: Regression mit Anteil an Bonus und Dummy-Variablen 34
Tabelle 11: Regression mit Anteil an langfristigem Incentive 34
Tabelle 12: Regression mit Anteil an langfristigem Incentive und Dummy-Variablen 35
Tabelle 13: Regression mit Anteil an Basissalär der einzelnen Jahre 2007-2011 36
Tabelle 14: Regression mit Anteil an Bonus der einzelnen Jahre 2007-2011 36
Tabelle 15: Regression mit Anteil an langfristigen Incentive der einzelnen Jahre 2007-2011 37

Abkürzungsverzeichnis

Art.:	Artikel
BEHG:	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995
CEO:	Chief Executive Officer
CFO:	Chief Financial Officer
COO:	Chief Operation Officer
Hrsg.:	Herausgeber
Jg.:	Jahrgang
OR:	Obligationenrecht
ROA:	Return on Assets
ROE:	Return on Equity, Eigenkapitalrentabilität
S.:	Seite(n)
SCBF:	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
SMI:	Swiss Market Index
SMIM:	Swiss Market Index Mid
Vgl.:	Vergleiche

1. Einführung

Während der aktuellen Wirtschaftskrise werden immer mehr kritische Stimmen gegen bestehende Strukturen der Wirtschafts- und Finanzwelt laut. Weltweit sind besonders die Banken in den Fokus der Berichterstattung der Medien gerückt. Durch die schwierigen, vergangenen Jahre und die unsichere Zukunft der Finanzmärkte sind auch die Aktionäre und Anleger äusserst kritisch geworden. Gerade die Management-Vergütung ist bei den Aktionären höchst umstritten und ist demzufolge immer wieder Gegenstand aktueller politischer Diskussionen. Für die Verwaltungsräte der beiden Schweizer Grossbanken UBS und Credit Suisse wurde diese Verunsicherung und ein gewisser Unmut des Aktionariats an der Generalversammlung deutlich spürbar. Rund ein Drittel der Aktionäre haben den vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Vergütungsbericht für das Jahr 2011 abgelehnt (NZZ (2012a)). In den Vereinigten Staaten führte der Unmut der Aktionäre der Grossbank Citigroup jüngst sogar dazu, dass das vom Aufsichtsrat empfohlene Gehaltspaket für das Management von der Mehrheit der Aktionäre abgelehnt wurde. Dieses Vorgehen der Aktionäre ist in Amerika äusserst unüblich und sehr selten gesehen (Spiegel (2012)). Diese Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und in der Schweiz zeigt die Agency-Problematik zwischen dem Management und dem Aktionariat und das wachsende Interesse der Aktionäre an der Management-Kompensation. Zusätzlich zu diesen Vorfällen sehen aktuell im Schweizer Parlament diskutierte Vorlagen, wie die sogenannte Abzocker-Initiative und deren indirekter Gegenvorschlag, eine Verschärfung des Aktionärsrechts vor. Diese Vorlagen sollen die Mitbestimmung der Aktionäre über die Vergütung von Verwaltungsräten und des Managements fördern (NZZ (2012a)). Im folgenden einführenden Kapitel dieser Arbeit wird das Forschungsthema zuerst eingegrenzt, anschließend wird das methodische Vorgehen sowie der Aufbau der Arbeit dargestellt.

1.1 Thematische Eingrenzung

In der vorliegenden Bachelorarbeit wird die Thematik der Management-Vergütung in der Schweiz untersucht. Hierbei liegt der Fokus auf den 50 grössten und liquidesten Börsentitel der Schweiz, die des Swiss Market Index Expanded. Der Hauptteil dieser Forschungsarbeit besteht darin, die Auswirkung der Blockholder-Präsenz auf die Management-Kompensation zu untersuchen. Die Präsenz von Blockholdern ist aufgrund der Offenlegungspflichten für Beteiligungen an den Börsen klar ersichtlich. Die Interessen der Blockholder sind weitaus homogener als diejenigen der vielen Kleinaktionäre und daher viel einfacher zu analysieren und zu interpretieren. Mit geeigneten Regressionsanalysen soll der Einfluss der Konzentration

von Blockholdern auf die Höhe der Geschäftsleitungsvergütung, sowie der Konstellation derselben, empirisch untersucht werden. In verschiedenen Publikationen wurden solche Einflüsse bereits festgestellt und untersucht. Gegenstand dieser Forschungsarbeit ist es, diese Effekte anhand der Unternehmen des Swiss Market Index Expanded zu überprüfen, um eine Aussage darüber treffen zu können, ob die Blockholder-Präsenz einen signifikanten Einfluss auf die Höhe und die Konstellation der Management-Vergütung in der Schweiz hat. Für die Untersuchung wurde ein Beobachtungszeitraum von 2007 bis 2011 gewählt. Die Analyse über die Zeit könnte möglicherweise interessante Erkenntnisse über die Entwicklung der Einflussnahme ergeben, was hinsichtlich der aktuellen Wirtschaftskrise von besonderem Interesse sein könnte.

1.2 Methodik und Vorgehen

Um das soeben erläuterte Forschungsthema zu untersuchen, ist die Bachelorarbeit in verschiedene Kapitel geteilt, wobei sich das Vorgehen in ihnen unterscheidet. Der theoretische Teil ist auf sekundären Quellen aufgebaut. Die Definitionen der Begriffe und das Grundwissen wurden vor allem anhand von Fachliteratur und wissenschaftlichen Artikeln erarbeitet. Inspiriert wurde der empirische Teil dieser Arbeit durch den Artikel von Hartzell und Starks (2003), welcher die Höhe und die Konstellation der Management-Vergütung in den Vereinigten Staaten untersucht. Zusätzlich wurden noch weitere Artikel, in ähnlichen oder demselben Themenbereich, zur Hilfe genommen. Die Daten, welche die Grundlage für diese Bachelorarbeit bilden, wurden aus den jeweiligen Geschäftsberichten der Aktiengesellschaften eigenhändig erhoben. Angaben über die Blockholder-Präsenz, sowie die Angaben über die Höhe der Management-Vergütung in den Geschäftsberichten sind im Schweizer Börsenrecht und Obligationenrecht vorgeschrieben. Bis auf einige Ausnahmen waren diese Angaben, wie auch weitere Kennzahlen wie Marktkapitalisierung, Bilanzsumme und Gewinn, detailliert verfügbar und konnten so als Datengrundlage für die vorliegende Arbeit verwendet werden. Anschliessend wurden die gewonnenen Daten mit Regressionen analysiert. Zentraler Punkt hierbei war es, den Blockholder-Effekt auf die Höhe und Konstellation der Kompensation nachzuweisen. Als Kenngrössen der Blockholder-Präsenz wurden auch verschiedene Masse, wie der Herfindahl-Index zur Messung der Konzentration oder Dummy-Variablen, verwendet. Neben der Blockholder-Präsenz hielten zusätzlich weitere Kenngrössen, wie die Unternehmensgrösse und der Gewinn, in die Regressionen Einzug.

1.3 Aufbau der Arbeit

Nach diesem einführenden, folgt der theoretische Teil dieser Bachelorarbeit. Hierbei wird das Grundwissen vermittelt, um das Verständnis der empirischen Abschnitte zu erleichtern. Zudem sollen die wichtigsten Begriffe in diesem Forschungszusammenhang definiert und erklärt werden. In Kapitel 3 werden die der Regressionsanalyse zugrundeliegenden Daten präsentiert. Zuerst wird ein Überblick über die bestehende Literatur gewonnen. Auf Basis der Literatur werden Hypothesen aufgestellt, welche im Rahmen der Regressionsanalyse überprüft werden sollten. Anschließend werden die verschiedenen Kenngrössen der Kompensation erläutert, welche als erklärende Variablen in die Regressionen einfliessen. Zudem wird eine Übersicht über die Bestandteile der Kompensation gegeben. Abschliessend wird die Wahl und die Bereinigung der Daten erklärt und begründet. In Kapitel 4 folgt der eigentliche Kern dieser Arbeit, die Regressionsanalyse. Wobei zuerst die Hypothese über die Höhe der Kompensation und danach jene über die Zusammensetzung der Vergütung, im Zusammenhang der Blockholder-Präsenz getestet wird. Abgeschlossen wird diese Arbeit durch die Konklusion, welche die Forschungsergebnisse mit der Literatur vergleicht und ein abschliessendes Urteil über die aufgestellten Hypothesen für die Schweiz fällt.

2. Theoretischer Teil

Im zweiten Kapitel der Arbeit wird das theoretische Grundgerüst für die Regressionsanalyse und die anschliessende Diskussion der Forschungsergebnisse erarbeitet. In einem ersten Teil werden die wichtigsten Begriffe definiert und eingegrenzt. Danach wird der Agency-Konflikt zwischen dem Management und den Aktionären erklärt. Hierbei geht es vor allem darum, die Interessen der beiden Parteien zu präsentieren, um danach Möglichkeiten aufzuzeigen, mit welchen Aktionäre Einfluss auf die Management-Kompensation nehmen können.

2.1 Eingrenzung der Begriffe

In diesem Abschnitt werden die wichtigsten Grundbegriffe der Aufgabenstellung erläutert und definiert. Dies soll dazu dienen, Unklarheiten zu beseitigen und das weitere Verständnis der Arbeit zu erleichtern.

2.1.1 Blockholder

Aktionäre sind die Eigenkapitalgeber der Unternehmen. Es kann zwischen zwei Arten von Aktionären unterschieden werden. Zum einen gibt es die Kleinaktionäre, welche nur einen Bruchteil des Gesamtkapitals eines Unternehmens besitzen. Zum anderen gibt es Blockholder, welche grössere Anteile an einem Unternehmen besitzen. Im Rahmen dieser Arbeit konzentrieren wir uns auf die Blockholder, welche definiert sind als Anleger mit einem Anteil von mehr als drei Prozent des Aktienkapitals eines Unternehmens. Begründet ist dieser Schwellenwert durch die Meldepflicht für Beteiligungen. Beteiligungen über drei Prozent müssen laut dem Schweizerischen Börsengesetz offengelegt und gemeldet werden (Art. 20 BEHG). Im Folgenden werden zwei Hauptgruppen von Investoren unterschieden, definiert durch deren Rechtsform (Boemle & Stolz (2010, S. 303)). In diese beiden Gruppen können auch die hier definierten Blockholder unterteilt werden.

2.1.1.1 Private Investoren

Die Gruppe der privaten Investoren sind vorab natürliche Personen. Hierzu wären auch viele der Kleinaktionäre zu zählen. Im Kontext der Blockholder werden unter privaten Investoren aber nur vermögende Privatanleger mit grossen Aktienanteilen verstanden. Charakteristisch für diesen Investor-Typ ist, dass seine Anlagestrategie meist durch Einzelentscheidungen und die subjektive und emotionale Wahrnehmungen des privaten Investoren geprägt ist. Zudem sind die verwendeten Mittel Eigentum des Investoren (Drill (1995, S. 17f)).

2.1.1.2 Institutionelle Investoren

Unter institutionellen Investoren sind juristische Personen zu verstehen (Kaiser (1990, S. 129)), womit Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften, Beteiligungsgesellschaften und Pensionsfonds gemeint sind (Bassen (2002, S. 16)). Ergänzend hierzu können auch Grossunternehmen, welche überschüssige Mittel anlegen, statt an ihre Aktionäre auszahlen, zu den institutionellen Investoren gezählt werden. Ein Grossteil der institutionellen Investoren verwalten Vermögenswerte von Privatpersonen, welche den Investoren zeitlich und zweckgebunden überlassen wurden. Diese Gruppe ist dadurch zu charakterisieren, dass sie mittels Fondsmanager professionell agieren. Sie prüfen ihre Anlagen und Investitionen regelmässig anhand Risiko- und Renditeüberlegungen. Folglich schichten sie im Gegensatz zu den individuellen Investoren die Investitionssummen öfters um (Drill (1995, S. 17f)).

2.1.2 Management

Der Begriff Management wird in etlichen Bereichen verwendet. Gemäss Jung, Bruck und Quarg (2008, S. 25ff) können verschiedene Führungsetagen unterschieden werden, wie das untere, mittlere und obere Management, sowie das Topmanagement. Im Rahmen dieser Bachelorarbeit ist unter dem Management die höchste Führungsetage zu verstehen, das Topmanagement. Unter das Topmanagement fallen die Gruppen von Personen, welche in den Geschäftsberichten der jeweiligen Unternehmen unter Geschäftsführung oder Senior Management aufgeführt sind. Es sind meist der Chief Executive Manager (CEO) und diejenigen einflussreichen Manager die ihm direkt unterstellt sind. Demnach ist das Management für die operationelle und die strategische Führung sowie Planung des Unternehmens beziehungsweise des Konzerns zuständig. Ebenfalls wird das Management für den unternehmerischen Erfolg verantwortlich gemacht (Kutasi (2008, S.45f)). Beaufsichtigt wird die Geschäftsführung durch die Delegierten der Aktionäre, dem Verwaltungsrat. Dieser ist als kontrollierendes Organ zwischen der Geschäftsleitung und dem Aktionariat zu sehen (Müller, Lipp & Plüss (1999, S. 43 & 122ff)). Die Interessen der Aktionäre und die Einflussmöglichkeiten auf das Management werden im Kapitel 2.2.2 und 2.2.3 genauer betrachtet.

2.1.3 Kompensation

Ein weiterer zentraler Begriff in diesem Forschungszusammenhang ist die Kompensation. Diese Arbeit behandelt, wie in der Einleitung bereits erläutert, die Thematik der Management-Kompensation. Daher beziehen sich die Aussagen und Argumente über die Vergütung ausschliesslich auf die Geschäftsleitung. “Insbesondere den Führungskräften wird heutzutage eine immer grössere Bedeutung für den Erfolg des Unternehmens zugeschrieben. Um ihr

Verhalten auf die Ziele der Kapitaleigner auszurichten, steht die Ausgestaltung der Vergütungssysteme als unterstützendes Instrument immer stärker im Interesse. Hierbei spielt die variable Vergütung eine zentrale Rolle“ (Ackermann, Bahner & Festerling (2005, S. 116)). In der betriebswirtschaftlichen Theorie werden der Vergütung verschiedene Aufgaben zugerechnet, wie beispielsweise die zielgerichtete Leistungs- und Motivationssteigerung (Ackermann et al. (2005, S. 119)). Hierbei sollen besonders die verschiedenen Lohnkomponenten der obersten Führungsetage unterschiedliche Funktionen wahrnehmen und dazu helfen die vom Verwaltungsrat definierten Ziele zu erreichen. Welche Komponenten diese Arbeit unterscheidet und welche Funktionen diese erfüllen, wird in Kapitel 3.4 genauer beschrieben.

2.1.4 SMI Expanded

Der in der Aufgabenstellung erwähnte Swiss Market Index Expanded setzt sich aus dem Swiss Market Index (SMI) und dem Swiss Market Index Mid (SMIM) zusammen. Betrieben, reguliert und überwacht werden die genannten Indizes von der SIX Swiss Exchange (SIX (2012)). Im Fokus dieser Arbeit stehen jedoch nicht der Index oder die einzelnen Aktienkurse, sondern die einzelnen Unternehmen. Der SMI ist der bedeutendste Aktienindex der Schweiz und umfasst die 20 höchstkapitalisierten und liquidesten Titel der Schweiz. Der SMIM verfügt über die 30 höchstkapitalisierten und liquidesten Titel des Mid-Cap-Segments der Schweiz. Zusammen repräsentieren beide Indizes die 50 grössten kotierten Titel der Schweiz und bilden den SMI Expanded. Die Indexkörbe werden jährlich im September angepasst. Im Falle des Austritts eines Titels durch Konkurs oder Delisting wird die Zusammensetzung der Indizes zusätzlich im März geändert. Dies führt dazu, dass die Konstellation der Titel vom Jahr 2007 bis 2011 nicht konstant war und einzelne Wechsel vollzogen wurden (SIX (2011)). Im nächsten Abschnitt wird die Prinzipal-Agent-Theorie erklärt und beschrieben welche Möglichkeiten Aktionäre haben, auf die Management-Vergütung Einfluss zu nehmen.

2.2 Prinzipal-Agent-Theorie

Grundsätzlich sagt die Prinzipal-Agent-Theorie aus, dass zwischen dem Prinzipal und dem Agent Informationsasymmetrien bestehen und die Agenten nicht immer im Interesse der Prinzipal agieren. Diese Asymmetrie kann jedoch durch geeignete Verträge reduziert werden (Jost (2001, S. 11-40)). Im Zusammenhang mit Corporate Governance wird der Aktionär oder Investor als Prinzipal und der Unternehmensführer oder Manager als Agent betrachtet. Ausgelöst wird der Konflikt durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle in börsenkotierten Unternehmen. Die Investoren besitzen ein Mitbestimmungsrecht und sind somit in der Lage gewisse Interessensunterschiede und Informationsasymmetrien zu beseitigen oder zumindest

zu reduzieren (Witt (2001, S. 85-111)). Zusätzlich herrscht zwischen diesen beiden Parteien eine Verhaltensunsicherheit. Speziell die Aktionäre sind sich nicht sicher, ob das Management in ihrem Interesse handelt. Diese Unsicherheit und die Informationsasymmetrien führen zu den sogenannten 'Agency Costs' (Ferstl (2000, S.19f)). Diese setzen sich aus den Überwachungskosten und den Kosten für den entgangenen Gewinn zusammen, wenn das Management nicht vollständig im Willen der Investoren handelt (Drill (1995, S. 35)). Jedoch resultieren für den Investor auch Vorteile aus dieser Prinzipal-Agent-Beziehung, da spezialisierte Manager eine bessere Qualifikation in ihrem Tätigkeitsfeld aufweisen können. Dies erlaubt Investoren ihr Kapital in verschiedenen Branchen anzulegen und sich zu diversifizieren, ohne sich das Spezialwissen aneignen zu müssen (Ferstl (2000, S. 20)). Ein Mittel für die Aktionäre, die 'Agency Costs' zu reduzieren, ist die Management-Kompensation. Je nach Form der Ausgestaltung und der Höhe der Vergütung ist es den Aktionären möglich, dem Management Anreize zu setzen und somit ihre Interessen durchzusetzen (Werner, Tosi & Gomez-Mejia (2005, S. 377)). Ziel dieses Abschnitts ist es die Möglichkeiten aufzuzeigen, wie es den Aktionären, und im Speziellen den Blockholdern, möglich ist auf die Management-Vergütung Einfluss zu nehmen. Zuvor werden aber noch die grundsätzlichen Interessen der Geschäftsleitung (Agent) wie auch der Aktionäre (Prinzipal) vorgestellt.

2.2.1 Interessen der Geschäftsleitung

Das Management vertritt, soweit es ihm möglich ist, seine Eigeninteressen und handelt nicht automatisch im Interesse der Aktionäre (Bebchuk & Fried (2003)). Laut Drill (1995, S. 35f) gibt es drei Hauptinteressen, welche die Manager verfolgen: Erstens ist das Management an der Sicherung des Arbeitsplatzes interessiert. Die Geschäftsleitung möchte sich an das Unternehmen binden und sich somit langfristig ein Einkommen sichern. Dies "[…] führt dazu, dass die Risikofreudigkeit des Top-Managements meist kleiner ist, als diejenige der Publikumsinvestoren" (Drill (1995, S. 35)). Folglich bevorzugen Manager Investitionen in risikoärmere Projekte. Dadurch sind die Renditen kleiner als die Eigenkapitalkosten, was dazu führt, dass der Investor nicht die erwartete Rendite aus der Anlage erzielen kann. Zweitens ist das Management daran interessiert sein Prestige und seine Macht auszubauen. Es möchte sich für die Investoren unentbehrlich machen. Hierzu baut es ein kompliziertes Unternehmens- und Verwaltungsnetzwerk auf. Zudem kann das Machtstreben dazu führen, dass das Unternehmen in unattraktive Projekte investiert und sich unnötig diversifiziert und somit die Umsätze auf Kosten der Margen steigert. Drittens ist die Geschäftsleitung an der Maximierung des Gehalts, inklusive Nebenleistungen interessiert, was im Rahmen dieser Arbeit von grosser Bedeutung ist. Es ist im Interesse des Managements, eine möglichst hohe Vergütung zu erhal-

ten (Drill (1995, S. 35)). Die Thematik der Macht über die Bestimmung der Höhe der Kompensation wird im weiteren Verlauf ausführlich diskutiert und führt im Abschnitt 3.2 zu einer der Hypothesen dieser Arbeit. Im nächsten Abschnitt werden die Interessen des Prinzipals, des Aktionärs, erläutert.

2.2.2 Interessen der Aktionäre

Das Ziel einer Anlage eines Investors oder Aktionärs ist die Wertgenerierung oder das sichere Anlegen von Vermögenswerten. Daher wird der Erfolg einer Anlage unter anderem am Wertzuwachs und der damit verbundenen Rendite gemessen, wobei bei jeder Rendite das eingegangene Risiko zu beachten ist. Um das Risiko zu verkleinern und um das Investmentportfolio zu diversifizieren, benützen Aktionäre spezialisiertes Management in verschiedenen Unternehmen. Jedoch besteht ein gegenseitiges Abhängigkeitsverhältnis, da Manager ebenfalls auf die Aktionäre angewiesen sind, weil diese ihnen die benötigten finanziellen Mittel zur Verfügung stellen (Shleifer & Vishny (1997)). Die am häufigsten diskutierte Theorie ist hierbei das Shareholder-Value-Modell von Alfred Rappaport (1986). Demnach soll der Erfolg einer Unternehmensstrategie danach beurteilt werden, ob für den Aktionär Wert generiert wird, das heisst ob Dividenden ausgezahlt werden oder ob der Aktienpreis ansteigt. Die Aufgabe des Managements ist hierbei, die Interessen der verschiedenen Einflussgruppen, wie Angestellte, Fremdkapitalgeber, Kunden, inklusive der Aktionäre, in Einklang zu bringen (Rappaport (1986, S. 11f)). Das Management steht folglich vollständig im Dienste des Unternehmens und dessen Einflussgruppen. In der Praxis ist die Durchsetzbarkeit der Interessen abhängig von der Machtverteilung zwischen den Aktionären und dem Management und davon, ob es den Aktionären gelingt, das Management für das Shareholder-Value-Konzept zu motivieren. Meistens schaffen es die Manager trotz starker Aktionäre, ihre Interessen teilweise durchzusetzen. Dies ist mit Informationsasymmetrien und ungenügenden Kontrollmöglichkeiten auf der Aktionärsseite zu begründen (Drill (1995, S. 35)). Zudem sind die Aktionäre an möglichst detaillierten Informationen und an Transparenz interessiert (Hostettler (2011, S. 93)). Eine Alternative zu der Shareholder-Value-Orientierung bietet die Stakeholder-Value-Theorie, welche sich auf weitere Einflussfaktoren neben den Aktionären konzentriert (Ferstl (2000, S. 59ff)). Im Zusammenhang mit dieser Arbeit spielt diese Theorie eine untergeordnete Rolle und wird hier nicht weiter erläutert. Im nächsten Abschnitt werden die Einflussmöglichkeiten der Blockholder dargestellt, die Management-Kompensation zu beeinflussen, um dem Management Anreize geben zu können, den Shareholder Value zu maximieren.

2.2.3 Möglichkeiten der Einflussnahme durch Blockholder auf die Vergütung des Managements

"Ziel des Principals muss es [...] sein, Bedingungen zu schaffen, die den Agenten aus Eigeninteresse dazu bringen, sich so zu verhalten, wie es der Delegierte wünscht (Ferstl (2000, S. 22))". Um dieses Verhalten zu erreichen, müssen die im oberen Abschnitt genannten Interessen der Aktionäre und der Geschäftsleitung in Einklang gebracht werden. Einer der aktuell häufig diskutierten Lösungsansätze ist das wertorientierte Vergütungssystem, welches das Management dazu bringen soll, den Shareholder-Value für die eingesetzten Ressourcen zu maximieren (Festl (2000, S. 39ff)). Um ein solches Vergütungssystem zu schaffen, und somit die Interessen der Aktionäre optimal durchzusetzen, wird in diesem Abschnitt erklärt, was die Möglichkeiten und Wege der Aktionäre in der Praxis sind, um die Kompensation des Managements mitzugestalten.

Spillmann (2004, S. 248-254) unterscheidet in seiner Dissertation zwischen formellen und informellen Einsatzmittel zur Einflussnahme durch institutionelle Investoren auf das Management. Letztere sind Androhungen zum Verkauf der Aktienanteile oder das Aufführen auf Listen für Unternehmen mit schlechter Corporate Governance. Spillmann (2004, S. 249f) listet eine Vielzahl formeller Einsatzmittel auf. Im Rahmen dieser Arbeit sind vor allem das Stimmrecht an der Generalversammlung und das Recht zur Vertretung im Verwaltungsrat von grösster Bedeutung. Die Generalversammlung ist das oberste Organ einer Aktiengesellschaft. Der durch sie gewählte Verwaltungsrat hat die Aufgabe der Oberleitung der Gesellschaft. Er beaufsichtigt die Unternehmensführung und legt die allgemeine Unternehmenspolitik und die Unternehmensziele fest (Boemle & Stolz (2002, S. 258f)).

Gemäss den Empfehlungen des 'Swiss Code of Best Practice for Corporate Finance' (SCBP) der Economiesuisse bildet der Verwaltungsrat drei Ausschüsse: den Prüfungs-, Entschädigungs- und Nominationsausschuss, wobei die Mitglieder des Verwaltungsrates auch in mehreren Ausschüssen vertreten sein können. Für diese Bachelorarbeit ist der Entschädigungsausschuss von besonderer Bedeutung. Gemäss Artikel 26 des SCBP kümmert sich dieser um die Entschädigungspolitik auf oberster Unternehmensebene, namentlich für die Geschäftsleitung und den Verwaltungsrat. Er soll das Entschädigungssystem wählen, die Höhe der Kompensation festlegen, die Interessen der Geschäftsleitung mit den Interessen der Gesellschaft in Einklang bringen, sowie falsche Anreize vermeiden. Zudem empfiehlt der SCBP, dass der Generalversammlung ein Entschädigungsbericht vorgelegt wird und dieser möglicherweise von der Generalversammlung verabschiedet werden soll (Economiesuisse (2007)). Leider wurde bisher nicht erfasst, bis zu welchem Grad diese Richtlinien von den Schweizer Unter-

nehmen eingehalten werden. Jedoch wurde bei der Datensuche für diese Arbeit ersichtlich, dass eine Vielzahl der Unternehmen das Unterteilen in die empfohlenen Ausschüsse, sowie das Anfertigen eines Entschädigungsberichts einhalten. Der aktuelle politische Trend geht dahin, dass die Mitbestimmung der Aktionäre über die Geschäftsleitungsvergütung zum Standard werden soll. Die im Jahr 2008 eingereichte eidgenössische ‚Volksinitiative gegen die 'Abzockerei' will die Aktionärsrechte fördern, indem sie in einer Verfassungsänderung unter anderem fordert, dass die Generalversammlung über die Gesamtsumme der Vergütung der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates abstimmen muss, sowie dass der Verwaltungsrat und der Entschädigungsausschuss jährlich gewählt werden müssen (Die Schweizerische Eidgenossenschaft (2012)).

Blockholder haben laut geltendem Schweizer Recht kein Recht auf ein Verwaltungsratsmandat aufgrund ihrer Aktienanteile (Müller, Lipp & Plüss (1999, S. 51f)). Jedoch besitzen Blockholder definitionsgemäss grössere Aktienanteile. Je grösser die Stimmrechtsanteile sind, umso mehr Einfluss können die Blockholder auf die Konstellation des Verwaltungsrates nehmen und somit auch ihre Interessen bezüglich der Entschädigungspolitik eines Unternehmens einbringen. Die Bedingung zur direkten Einflussnahme bei der Wahl des Verwaltungsrates ist die Teilnahme an der Generalversammlung. Denn zur erfolgreichen, gültigen Wahl eines Verwaltungsrates benötigt es in der Regel mindestens 50 Prozent der Stimmen der anwesenden Aktionäre (Müller et al. (1999, S. 46)).

Nicht alle Blockholder haben Interesse daran, direkten Einfluss auf die Corporate Governance zu nehmen. Besonders professionelle Anleger, wie es institutionelle Anleger sind, besitzen die Aktienanteile oft nur für eine beschränkte Zeit und nehmen daher vielmals nicht an den Jahresversammlung teil oder vernachlässigen ihre Mitbestimmungsrechte (Peck (2004, S. 98)). Diese professionellen, institutionellen Anleger in der Schweiz, wie beispielsweise Pensionsfonds oder Banken, sind eher inaktiv oder werden bei den Generalversammlungen von Drittparteien vertreten (Anderson & Hertig (1992, S. 42ff), Künzle (2003, S. 421)). Boemle und Stolz (2010, S. 304) bemerken aber, "[…] dass die Existenz von aktiven institutionellen Investoren im Aktionariat massgeblich zur Berücksichtigung des Shareholder-Value-Konzeptes bei Finanzentscheidungen beiträgt […]". Auf dieser Gegebenheit sind die Hypothesen im nächsten Kapitel aufgebaut.

3. Hypothesen und Daten

Nachdem nun die theoretische Grundlage erarbeitet wurde, widmet sich das dritte Kapitel den Daten dieser Bachelorarbeit und führt schrittweise an die Regressionsanalyse im vierten Kapitel heran. Wie in der Einführung bereits erwähnt, entstammen die zugrundeliegenden Daten aus den Geschäftsberichten der jeweiligen Unternehmen. In einem ersten Teil dieses Kapitels werden die bereits getätigten Recherchen im Forschungsfeld der Management-Kompensation zusammengefasst. Danach werden aus dieser Zusammenfassung die Hypothesen, welche anlässlich dieser Arbeit anhand der zugrundeliegenden Datenmenge überprüft werden sollen, abgeleitet. In einem dritten Teil werden die Kenngrössen der Kompensationshöhe beschrieben. Diese Kenngrössen sind zugleich die abhängigen Variablen in der Regressionsanalyse. Im Weiteren erklärt der vierte Teil die Hauptbestandteile der Kompensation und deren Funktionen. Zum Abschluss werden die Datengewinnung und die Datenbearbeitung erläutert.

3.1 Bisherige Forschungsergebnisse

Im folgenden Abschnitt wird der Forschungszusammenhang dieser Arbeit näher beschrieben, um eine Grundwissen für die Hypothesen zu vermitteln. Im ersten Abschnitt wird der Artikel von Jay Hartzell und Laura Starks (2003) zusammengefasst, welcher die Inspiration für diese Arbeit bot. Danach werden Forschungsergebnisse über die Höhe sowie die Konstellation der Kompensation vorliegender Literatur präsentiert. Viele dieser Artikel beziehen sich auf die CEO-Kompensation. Jedoch können die Forschungsergebnisse über Management- und CEO-Kompensation miteinander verglichen werden, da die CEO-Kompensation oft als Vereinfachung der Management-Kompensation gesehen werden kann. Der Level und die Konstellation der CEO-Kompensation kann daher repräsentativ für das gesamte Management gesehen werden (Dyl (1988, S. 22)).

3.1.1 Hartzell und Starks

Der Artikel von Hartzell und Starks (2003) bildet das Fundament für die vorliegende Bachelorarbeit. Der im Journal of Finance publizierte Artikel untersucht den Zusammenhang zwischen institutionellen Investoren und der Management-Vergütung in den Jahren 1992 bis 1997 von 1500 US-amerikanischen Unternehmen. Es wird festgestellt, dass institutionelle Investoren einen signifikanten Einfluss auf die Management-Kompensation haben. Die beiden Autoren untersuchen die Höhe der Vergütung der Geschäftsleitung, sowie die Konstellation derselben. Sie testeten die Performance-Sensitivität und finden anhand einer Stichprobe her-

aus, dass die Konzentration der institutionellen Anleger positiv mit der Performance-Sensitivität der Vergütung korreliert. Eine positive Korrelation ist bei den 1500 beobachteten Unternehmen auch im Anteil der leistungsabhängigen Entlöhnung festzustellen, vor allem im Bereich der Auszahlung von Optionen. Im Gegensatz dazu ist die Präsenz von institutionellen Investoren negativ korreliert mit dem Anteil des Basisgehalts an der gesamten Kompensation. Zudem beweisen die Autoren, dass der Anteil der institutionellen Investoren negativ mit der Höhe der Geschäftsleitungsvergütung zusammenhängt. Die Forschungsergebnisse von Hartzell und Starks (2003) lassen darauf schliessen, dass institutionelle Investoren versuchen, den Prinizipal-Agent-Konflikt zwischen Management und Investoren anhand der leistungsabhängigen Entlöhnung zu beeinflussen und die 'Agency Costs' zu reduzieren.
Die Erkenntnisse aus diesem Artikel bilden die eigentliche Grundlage für die im Kapitel 3.2 vorgestellten Hypothesen. In den folgenden beiden Abschnitten werden die Forschungsergebnisse durch weitere Artikeln gestützt.

3.1.2 Höhe der Kompensation

Nebst Hartzell und Starks (2003) haben sich weitere Forscher der Thematik der CEO- und Geschäftsleitungsvergütung angenommen. Im Folgenden werden die wichtigsten Forschungen zusammengefasst und erläutert. Einer der ersten Artikel zum Thema stammt von Dyl (1988). Dieser entwickelte ein Regressionsmodell mit den Variablen Kontrolle, Bilanzsumme, Eigenkapitalrentabilität (ROE) und branchenabhängigen Dummy-Variablen, um die Höhe der CEO-Kompensation zu erklären. Die Variable Kontrolle repräsentiert den Anteil, den die fünf grössten Aktionäre am Gesamtkapital besitzen. Dyl (1988), der die einzelnen Variablen logarithmierte, fand einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Variable Kontrolle und der Höhe der Management-Vergütung. Im Weiteren unterscheiden Hambrick und Finkelstein (1995) zwischen Unternehmen, die durch das Management kontrolliert werden und Unternehmen, die durch den Besitzer kontrolliert werden. Die durch das Management kontrollierten Unternehmen weisen ein höheres Vergütungsniveau des CEOs auf, als diejenigen Unternehmen die durch ihre Aktionäre kontrolliert werden. Hambrick und Finkelstein (1995, S. 190) begründen diesen Effekt dadurch, dass die CEOs von managementkontrollierten Unternehmen ihre Vergütung beeinflussen können und diese so erhöhen. David, Kochhar und Levitas (1998) argumentieren ähnlich. Ihre Forschungen beziehen sich aber nur auf die institutionellen Investoren, teilen diese doch in verschiedene Gruppen auf. Schlussendlich stellen aber auch sie fest, dass der Level der CEO-Kompensation höher ist als im Marktdurchschnitt, wenn keine mächtigen Aktionäre vorhanden sind. Ebenfalls anhand eines Regressionsmodells und mittels Daten der 200 grössten US-amerikanischen Unternehmen zwischen den Jahren

1992 und 1994 zeigen sie den negativen Einfluss von institutionellen Investoren auf die CEO-Vergütung (David et al. (1998, S. 200f)). Auch Bebchuk und Fried (2003) finden einen negativen Zusammenhang zwischen den Blockholdern und der CEO-Kompensation. Sie begründen es dadurch, dass das Management in diesem Fall mehr Macht hat, weil weniger grosse Aktionäre und institutionelle Investoren involviert sind und dadurch die Manager mehr Einfluss auf ihre Entlöhnung nehmen können.

3.1.3 Zusammensetzung der Kompensation

Mehran (1995, S. 163) stellt fest, dass nicht nur die Höhe, sondern vielmehr auch die Zusammensetzung der Kompensation das Management dazu motiviert, den Unternehmenswert und somit den Shareholder-Value zu erhöhen. Es gibt eine Vielzahl an Publikationen, welche die Auswirkungen von der Kompensationszusammensetzung auf die Performance untersuchen. Die Forschungen bezüglich der Blockholder-Präsenz und der Zusammensetzung der Management-Vergütung sind seltener erforscht. Dieser Abschnitt bietet eine Übersicht über die Resultate der Studien, die bisher gemacht worden sind.

Viele Forschungsarbeiten untersuchen die Performance-Sensitivität bei unterschiedlicher Blockholder-Präsenz. Sie beweisen, dass mehr Blockholderanteile eine höhere Performance-Sensitivität zur Folge haben, weil die Blockholder versuchen, Anreize zu setzen, um ihren Shareholder-Value zu erhöhen (Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin (1987), Hartzell & Starks (2003), Bebchuk & Fried (2003)). Gomez-Mejia, Tosi und Hinkin (1987) finden eine stärkere Präsenz von leistungsabhängigen Lohnbestandteilen bei CEOs von Unternehmen mit dominanten Blockholdern. Manager von Unternehmen mit einer solchen Aktionärsstruktur erhalten weniger risikoloses Basissalär, verglichen zu denjenigen ohne grossen Blockholderanteil. Die Autoren begründen dies damit, dass dominante Blockholder mächtiger sind und somit versuchen anhand der Lohnbestandteile die CEOs zu beeinflussen und Anreize für eine gute Performance des Unternehmens schaffen. Auch David, Kochhar und Levitas (1998, S. 202) sehen die Geschäftsleitungsvergütung als Machtkampf zwischen Geschäftsleitung und Aktionären. Sofern Blockholder genügend Macht besitzen, versuchen sie den Anteil der langfristigen Incentives zu erhöhen. Bebchuk und Fried (2003, S. 82) sehen die Zusammensetzung der Vergütung ebenfalls als Mittel, die richtigen Anreize zu setzen, um den Shareholder-Value und die Performance zu erhöhen. Werner, Tosi und Gomez-Mejia (2005, S. 378) stellen fest, dass wenn wenige Blockholder präsent sind, die Management-Kompensation mehr risikolose Komponenten enthält, aber auch die ganze Unternehmensstrategie eher risikoarm ist. Wenn hingegen mehr Blockholder vorhanden sind und das Management stärker überwacht wird,

geschieht genau das Gegenteil. Die risikobehafteten Lohnbestandteile nehmen zu und es wird mehr Risiko bezüglich der Unternehmensstrategie eingegangen.

Es gibt aber auch Forschungsergebnisse, die den obengenannten zumindest teilweise widersprechen. Mehran (1995, S. 164) findet heraus, dass Unternehmen mit mehr Blockholdern weniger aktienbasierte Vergütung auszahlen. Jedoch stammt der Datensatz für diese Arbeit aus dem Jahre 1979-1980 und beinhaltet lediglich 153 Unternehmen. Aufgrund dessen muss die Aktualität sowie die Signifikanz kritisch betrachtet werden, da die anderen, aktuelleren Forschungsergebnisse auf deutlich grösseren Datensätzen beruhen. Zusammenfassend kann man sagen, dass gemäss bisheriger, US-amerikanischer Forschungsergebnissen, das Management bei hoher Blockholder-Präsenz prozentual weniger Basissalär aber mehr leistungsbezogene, langfristige Vergütung erhält.

3.2 Hypothesen

Aufgrund der vorangehenden Forschungsergebnisse über Geschäftsleitungs- und CEO-Kompensation, sollen im Rahmen dieser Arbeit folgende Hypothesen anhand der 50 grössten, börsenkotierten Unternehmen der Schweiz überprüft werden:

1. *Je höher der Anteil der Blockholder am Aktienkapital, desto kleiner ist die Management-Kompensation.*

Aufgrund der vorliegenden Literatur, scheint es naheliegend, dass diese Hypothese auch auf die Schweiz übertragbar ist. Besonders auch deswegen, weil diese Hypothese auch in engem Zusammenhang mit dem weltweit anerkannten Prinzipal-Agent-Konzept aus dem Kapitel 2.2 steht. Sofern die Blockholder-Präsenz kleiner ist, besitzt das Management mehr Macht und versucht seine Vergütung zu maximieren. Sofern das Unternehmen durch Blockholder dominiert wird, wird von diesen eine marktgerechtere Vergütung angestrebt. Dadurch sollte zumindest aus theoretischer Sicht die Management-Kompensation bei tieferer Blockholder-Präsenz höher liegen.

2. *Je höher der Anteil der Blockholder am Aktienkapital, desto höher der Anteil der langfristigen Incentives und der Boni an der gesamten Kompensation, und desto kleiner der Anteil des Basissalärs.*

Diese Hypothese basiert wiederum auf bisherigen Forschungsergebnissen, sowie der Prinzipal-Agent-Theorie. Der erste Teil der Hypothese bezieht sich vor allem auf das Shareholder-Value-Theorem. Langfristige, meist bedingte Aktien- und Optionsausschüttungen (auch langfristige Incentives genannt, siehe Kapitel 3.4.3) sollen die Interessen der Investoren mit denen der Aktionäre in Einklang bringen. Daher scheint es naheliegend, dass bei grösserer Blockholder-Präsenz der Anteil der langfristigen Vergütungskomponente auch höher ist.

Zweitens soll auch der kurzfristige, performanceorientierte Teil der Vergütung aufgrund der zunehmenden Risikoteilung bei höherer Blockholder-Präsenz möglicherweise grösser sein. Der dritte Teil der Hypothese soll die Risikoaversion des Managements zeigen. Wie schon im Kapitel 2.2.1 erklärt, ist das Management daran interessiert, ein möglichst risikofreies Einkommen zu erlangen. Was bei einer tiefen Blockholder-Präsenz, einen höheren Anteil des Basissalärs zur Folge haben könnte. Dies implizieren indirekt auch die Forschungsergebnisse, die zeigen, dass der performanceabhängige Teil, Bonus und langfristige Incentive zusammen, bei mehr Blockholder-Präsenz grösser ist.

Es sei hierbei anzumerken, dass die Übertragungen der Forschungsergebnisse aus anderen Ländern mit Vorsicht zu geniessen sind. Diese bieten lediglich die Motivation zur Überprüfung dieser Hypothesen für die Schweiz. Wie bei Murphy (1999, S. 2495) zu sehen ist, bestehen länderübergreifend grosse Unterschiede bezüglich der Struktur der Management-Vergütung. In den nächsten beiden Abschnitten werden die Kenngrössen für die Regressionsanalysen, sowie die Funktionen der Bestandteile der Kompensation erläutert.

3.3 Kenngrössen der Höhe der Kompensation

In diesem Abschnitt werden die verschiedenen Kenngrössen der Kompensation erklärt. Sie sind zugleich die erklärenden Variablen der Regressionsanalyse. Es ist wichtig, dass auch die anderen Kenngrössen neben der Blockholder-Präsenz in die Regressionsanalyse einfliessen. Dadurch kann ausgeschlossen werden, dass der Effekt der durch die Blockholder-Präsenz hervorgerufen wird, nicht zufällig ist und das Resultat nicht durch andere Kenngrössen verfälscht wird. Dyl (1988) verwendete in seiner Analyse, abgesehen von den Dummy-Variablen, ausschliesslich logarithmierte Daten. In der vorliegenden Arbeit werden, ausser bei der logarithmierten Kompensation und der Konzerngrösse, die Level-Daten verwendet.

3.3.1 Blockholder

Wie am Anfang der Arbeit erläutert, sind Blockholder definitionsgemäss Aktionäre mit einem Aktienanteil über drei Prozent. Aufgrund der Offenlegungspflichten an der Schweizer Börse sind diese Daten für die Öffentlichkeit frei zugänglich. Zudem sind diese in sämtlichen Geschäftsberichten unter bedeutende Aktionäre oder Aktionariat ersichtlich. In der Analyse wurden spezielle Aspekte der Blockholder-Präsenz mit Regressionen getestet. Einerseits wurden die Anteile der verschiedenen Blockholder einfach addiert und dieser Wert als Blockholderanteil eines Unternehmens gewertet. Anderseits wurde der Herfindahl-Index angewandt. Dieser soll als Mass für die Blockholder-Konzentration dienen. Er beachtet die Vermutung, dass viele kleinere Blockholder die summiert denselben Blockholder-Anteil wie ein

grosser Blockholder ausmachen, weit heterogenere Interessen vertreten und somit als einzelne weniger Einfluss nehmen können. Nach Bleymüller, Gehlert und Gülicher (2008, S. 192) ist der Herfindahl-Index wie folgt definiert: $HI = \sum_{i=1}^{N} p_i^2$

Häufig wird der Herfindahl-Index zur Messung der Marktkonzentration verwendet wobei p_i den Marktanteil des i-ten Anbieters ist. Im Zusammenhang mit Blockholdern repräsentiert die Grösse p_i den Anteil am Aktienkapital. Zur Vereinfachung wurde im Rahmen dieser Arbeit die Konzentration nur auf Basis der Blockholder-Anteile berechnet. Deshalb, weil die Informationen über die Anteile der restlichen Aktionäre nicht vorliegen und die Kalkulation weit weniger rechnungsintensiv ist. Die Ergebnisse des Herfindahl-Index bei Beachtung aller Aktionäre wäre nur wenig grösser, als wenn nur die Blockholder betrachtet werden, weil durch das Quadrieren vor allem grosse Aktienanteile ins Gewicht fallen und kleinere weniger. Daher wurde vereinfachend angenommen, dass p_i^2 für kleine Aktionäre gleich Null ist. Dies hat zur Folge, dass die Konzentration leicht unterschätzt wird. Das Resultat sollte hierdurch nicht verfälscht werden, da dies bei allen Unternehmen gemacht wurde. Der Herfindahl-Index floss in der vorliegenden Literatur ebenfalls in die Regressionen ein (vgl. Hartzell & Starks, 2003). Neben diesen beiden Kenngrössen, Blockholder-Anteil und Herfindahl-Index, wurde noch eine dritte Kenngrösse der Blockholder getestet. Es wurde eine Dummy-Variable für Unternehmen eingeführt, die einen dominierenden Blockholder mit mehr als der Hälfte der Stimmrechtsanteile hatten.

3.3.2 Konzerngrösse

Die Konzerngrösse ist möglicherweise der wichtigste Faktor, der die Management-Kompensation beeinflusst. Es scheint klar, dass das Management eines grösseren Unternehmens auch eine grössere Verantwortung und daher ein höheres Risiko trägt. Das Management möchte dementsprechend für das eingegangene Risiko eine höhere Entschädigung erhalten. Diese Meinung vertritt auch eine Vielzahl von Forschern im Bereich der Management-Kompensation. Gomez-Mejia, Tosi und Hinkin (1987, S. 51-53) nennen nebst der grösseren Verantwortung eine Anzahl weiterer Argumente und Gründe, wieso die Höhe der Kompensation eng mit der Konzerngrösse zusammenhängt. Einerseits wird darauf hingewiesen, dass es in grösseren Unternehmen oft auch mehr Hierarchiestufen gibt und mit jeder Stufe die Höhe der Kompensation und die zu tragende Verantwortung zunimmt. Anderseits findet unter den grossen Konzernen ein harter Konkurrenzkampf um die besten Arbeitskräfte im Management statt. Grosskonzerne haben oft einen grösseren finanziellen Spielraum, um Managementkräfte mit hohen Salären anzulocken. Daher müssen Unternehmen ihre Führungskräfte mindestens

marktgerecht entlohnen, um ihr Management zu behalten oder neue talentierte Führungskräfte anzuwerben. Ein zusätzliches Argument für die Korrelation von Firmengrösse und Kompensation ist, dass die grössenabhängige Entlöhnung das Wachstum von Unternehmen fördert. Höhere Kompensation schafft für das Management zusätzlich den Anreiz zum Unternehmenswachstum (Werner, Tosi & Gomez-Mejia (2005 S. 380)). Murphy (1999, S. 2493) vertritt die Meinung, dass grössere Firmen in der Lage sind, besser bezahltes und besser qualifiziertes Management zu engagieren. Auch Bebchuk und Fried (2003, S. 89) und David, Kochhar und Levitas (1998, S. 204) sehen die Konzerngrösse als Rechtfertigung für eine höhere Kompensation des Managements und stellen eine Abhängigkeit dieser beiden Faktoren fest.

Aus historischer Sicht korreliert die Marktkapitalisierung mit der Geschäftsleitungsvergütung. (Bebchuk & Fried (2003, S. 6)). Viele Artikel, welche die Management-Kompensation untersucht haben, sehen die Marktkapitalisierung als Mass für die Unternehmensgrösse. So sehen beispielsweise Hartzell und Starks (2003, S. 2357) die Marktkapitalisierung als Determinante der Firmengrösse. Gemäss Murphy (1999, S. 2497) geniesst Marktkapitalisierung immer mehr an Popularität als Mass der Unternehmensgrösse. Verschiedene Artikel verwenden auch eine Kombination verschiedener Faktoren für die Konzerngrösse (vgl. Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin (1987), Kim (2010)). Dyl (1988), wie auch David, Kochhar und Levias (1998) verwendeten für ihre Regressionen die Bilanzsumme als Indikator für die Firmengrössen. Khan, Dharwadkar und Brandes (2005) verwendeten die Verkäufe. Die letzten beiden Kenngrössen, Bilanzsumme und Verkäufe, scheinen aber für eine branchenübergreifende Regression, wie die in der vorliegenden Arbeit, eher kritisch zu sein. Hartzell und Starks (2003, S. 2357) haben in ihrer Regression neben der Marktkapitalisierung auch die Verkäufe und die Bilanzsumme getestet und sind zum selben Resultat gekommen. Auf Grundlage dieser Untersuchung wird für diese Bachelorarbeit lediglich die Marktkapitalisierung als Mass für die Konzerngrösse verwendet. Zudem scheint sie beim branchenübergreifenden Vergleich am wenigsten verfälscht zu sein.

Der Anstieg der Management-Kompensation nimmt aber nicht linear zur Firmengrösse zu. Vielmehr flacht die Höhe der Kompensation mit zunehmender Firmengrösse ab. Dieser Beobachtung wird Aufmerksamkeit geschenkt indem, wie in vielen anderen Forschungen, der Logarithmus der Firmengrösse verwendet wird (vgl. Dyl (1988), David, Kochhar, & Levitas (1998), Khan, Dharwadkar & Brandes (2005)). Die Ergebnisse und Erklärungskraft dieser Methode wird im Kapitel 4 präsentiert und erläutert.

3.3.3 Performance

Wie im vorhergehenden Abschnitt dargestellt, gibt es verschiedene unternehmerische Gründe, die Geschäftsleitungsvergütung abhängig von der Unternehmensgrösse zu machen. Aktionäre sind aber meist mehr an der Performance interessiert, der direkten Wertgenerierung eines Unternehmens (Werner, Tosi, Gomez-Mejia (2005, S. 380)). Die Performance eines Unternehmens beeinflusst sowohl die Höhe, wie auch die Zusammensetzung der Management-Kompensation massgeblich (David, Kochhar & Levitas (1998, S. 204)). In der Vergangenheit haben Forscher für ihre Regressionsanalyse verschiedene Messgrössen für die Performance gewählt. David, Kochhar und Levitas (1998), sowie Werner, Tosi und Gomez-Mejia (2005) haben den Return on Assets (ROA) als Kenngrösse für die Performance herangezogen. Für die Regression dieser Arbeit wurde ebenfalls der ROA für die Messung der Performance verwendet. Der ROA wurde dem absoluten Reingewinn vorgezogen, weil der Reingewinn stark von der Grösse des Unternehmens abhängt. Dyl (1988) verwendeten den Return on Equity (ROE) als Messgrösse für die Performance. Jedoch ist dieser vom Eigenkapital-Fremdkapital-Verhältnis abhängig. Der ROA hingegen hat den Nachteil, dass es branchenabhängige Unterschiede gibt. Bei Unternehmen mit hohen Bilanzsummen, wie Banken und Versicherungen, resultiert daher ein eher tiefer ROA Wert. Diese Problematik kann aber mit Hilfe der im nächsten Abschnitt präsentierten Dummy-Variable für die Branche behoben werden.

3.3.4 Dummy-Variablen

Die Dummy-Variablen testen, ob eine bestimmte Eigenschaft eines Unternehmens die Höhe oder Zusammensetzung der Management-Vergütung massgeblich beeinflusst. In diesem Abschnitt werden drei weitere Dummy-Variablen eingeführt, welche unternehmensspezifische Charakteristiken aufgreifen, die nicht direkt im Zusammenhang mit den Blockholdern stehen.

3.3.4.1 Branchenabhängige Unterschiede

Bereits im Zusammenhang mit der Messung der Performance wurden die branchenabhängigen Unterschiede thematisiert. O'Reilly, Main und Crystal (1988, S. 259) stellen fest, dass die Höhe der Geschäftsleitungsvergütung je nach Branche verschieden ist. Gewisse Branchen haben ein höheres oder tieferes Niveau angenommen als andere, dies unabhängig von der Grösse oder der Performance der Unternehmen. Auch in den verschiedenen Regressionen zur Management-Kompensation wurden Dummy-Variablen für die Branchen benutzt (vgl. Hartzell & Starks (2003), Werner, Tosi & Gomez-Mejia (2005)). Werner et al. (2005, S. 381)

stellten jedoch fest, dass keine ihrer gewählten Branchen-Dummies signifikant waren, weshalb sie diese nicht in ihr Modell integrierten. Dies könnte in dieser Arbeit auch zutreffen, da die Regression auf einer relativ kleinen Stichprobe basiert. Aus diesem Grunde wurde keine detaillierte Branchenabstufung vorgenommen. Es wurde lediglich zwischen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen unterschieden, damit die Möglichkeit trotzdem besteht, grobe Branchenunterschiede festzustellen.

3.3.4.2 Grösse des Managements

Beim Betrachten der detaillierten Gehälter des Managements wird offensichtlich, dass dem CEO und dem CFO meist die höchsten Saläre zugutekommen. Die Zusammensetzung des Managements ist teilweise sehr heterogen. Die Spannweite der Anzahl Mitglieder in der Geschäftsleitung des zugrundeliegenden Datensatzes reicht von drei bis zwanzig Führungskräften. Leider sind die Unternehmen nicht verpflichtet, die genauen Gehaltsangaben für jedes einzelne Geschäftsleitungsmitglied offenzulegen. Daher standen meist nur die Daten für das gesamte Management zur Verfügung. Für die Regression wurde die durchschnittliche Kompensation pro Geschäftsleitungsmitglied verwendet. Das durchschnittliche Gehalt im Falle einer umfangreichen Geschäftsleitung scheint daher deutlich tiefer zu sein, als bei ausschließlicher Betrachtung des durchschnittlichen Gehalts von CEO und CFO. Aus diesem Grund wurde mit einer Dummy-Variable für eine Geschäftsleitung mit mehr als zehn Mitgliedern getestet.

3.3.4.3 Unabhängigkeit der Geschäftsleitung

In vielen Unternehmen sind die Geschäftsleitung und der Verwaltungsrat strikt getrennt. In einem Teil der Konzerne hat dieselbe Führungskraft sowohl die Position des Verwaltungsratspräsidenten, als auch des CEO inne. Dadurch ist der Verwaltungsrat nicht unabhängig von der Geschäftsleitung. Der Verwaltungsrat wäre in diesem Fall nicht nur die Vertretung des Aktionariats, sondern wäre auch von der Geschäftsleitung beeinflusst. Dies führt zur Vermutung, dass in Unternehmen, in denen der Verwaltungsrat und der CEO dieselbe Person sind, die Interessen der Geschäftsleitung mehr Einfluss haben und somit die gesamte Vergütung und der Anteil an Basisgehalt höher ist (David, Kochhar & Levitas (1998, S. 201), Core, Holthausen & Larcker (1999, S. 379)). Unterstützt wird dieses Argument durch die Untersuchungen von Bebchuk und Fried (2003, S. 77), welche feststellen das die CEO-Kompensation um 20-40% höher ist, wenn der CEO auch Verwaltungsratspräsident ist. Aufgrund dieser Tatsachen wird im Rahmen dieser Arbeit eine Dummy-Variable eingesetzt, um diesen Effekt der Abhängigkeit des Verwaltungsrates in die Regression einzubeziehen.

3.4 Bestandteile der Kompensation

Für den Test der ersten Hypothese dieser Arbeit ist die Zusammensetzung der Kompensation nicht von Bedeutung und es wird nur die absolute Höhe der gesamten Management-Kompensation betrachtet. Im Zusammenhang mit der zweiten Hypothese rückt jedoch die Zusammensetzung der Geschäftsleitungsvergütung in den Vordergrund. Jeder einzelnen Komponente der Vergütung steht eine spezifische Funktion zu. Im Rahmen dieser Arbeit wird in vier Lohnkomponenten unterschieden: Basissalär, Bonus, langfristige Incentives und sonstige Lohnbestandteile (vgl. Murphy (1999, S. 2497ff), Nobel (2007, S. 126), Gomez-Mejia (1994, S. 169)). In den Geschäftsberichten der Unternehmen wurde meistens diese oder eine ähnliche Unterteilung benutzt. Die vier genannten Lohnkomponenten der Geschäftsleitungsvergütung werden in den folgenden Abschnitten genauer betrachtet.

3.4.1 Basissalär

Das Basissalär ist der fixe Bestandteil der Kompensation. Dieser ist unabhängig von der Performance des Unternehmens. Gemäss Murphy (1999, S. 2497) wird das Basissalär meist durch Markt- oder Industrievergleiche festgesetzt. Es soll für die Grösse des Unternehmens, die betriebswirtschaftlichen Fähigkeiten des Managers, die Komplexität der Führungsaufgabe, sowie für die Grösse des Verantwortungsbereiches entschädigen. Es ist der Anteil der Kompensation, welcher im Arbeitsvertrag fix festgeschrieben ist. Zudem wird das Basisgehalt oft auch mit dem Dienstalter angehoben (Murphy (1999, S. 2498)). Gomez-Mejia (1994, S. 169) stellt fest, dass eine Kompensation mit einem höheren Anteil des Basissalärs und sonstigen Lohnbestandteilen, weniger Risiko für das Management mit sich bringt. Wie in Kapitel 2.2.1 erwähnt, sind Manager risiko-avers. Sie bevorzugen daher risikoarme Lohnbestandteile (Murphy (1999, S. 2498)). Deshalb liegt die Vermutung nahe, wie dies auch die zweite Hypothese aussagt, dass bei einer tieferen Blockholder-Präsenz der Anteil des Basissalärs grösser ist.

3.4.2 Bonus

Der Bonus spiegelt den kurzfristigen, leistungsabhängigen Teil der Management-Kompensation wider. Meist existieren in Unternehmen jährliche Bonuspläne. Der maximale jährliche Bonus ist beispielsweise oft in Prozent des Basissalärs festgesetzt (Murphy (1999, S. 2498)). Das Ziel der Bonuszahlungen ist, die kurzfristige Performance des Unternehmens zu optimieren. Daher werden oft finanzielle oder nichtfinanzielle Zielgrössen als Bedingung oder Gradmesser der Bonuszahlungen gewählt. Finanzielle sind meist buchhalterische Zielgrössen, wie beispielsweise gewinnbezogene Kennzahlen (Return on Assets, Return on Equity, Opera-

ting Income, Net Income oder Earnings per Share) oder Verkaufszahlen. Unter den nichtfinanziellen Zielgrössen werden zum Beispiel Qualitätsmerkmale, Mitarbeiter- oder Kundenzufriedenheit verstanden. Es sei aber anzumerken, dass in der Praxis vor allem die finanziellen Zielgrössen angewandt werden (Ittner, Larcker & Rajan (1997, S. 231 & 240)). In den meisten Unternehmen liegen die Verantwortung und die Entscheidungsmacht für die operationelle Führung des Unternehmens und somit auch der Performance beim Management. Folglich führt das Verbinden der Vergütung mit der Performance zu einer zunehmenden Risikoverteilung zwischen Prinzipal und Agent (Werner, Tosi & Gomez-Mejia (2005, S. 377)). Auch Gomez-Mejia (1994, S. 169) sieht die Bonuszahlungen als Mittel, das Risiko auf die Geschäftsführung zu übertragen. Dadurch kann die performanceorientierte Entlöhnung die Interessen der Aktionäre einbringen und den Moral Hazard des Managements reduzieren. Jedoch ist anzumerken, dass diese anreizbasierten Lohnbestandteile möglicherweise die Performance des Unternehmens erhöhen, aber leider auch die Zufriedenheit des Managements negativ beeinflussen können (Werner et al. (2005, S. 379)).

3.4.3 Langfristige Incentives

Gemäss Drill (1995, S. 36) soll ein Unternehmen die "[...] Vergütung des Top-Managements nicht nur vom Erreichen finanzieller Zielgrössen abhängig man, sondern in erster Linie an die Entwicklung des Shareholder-Value binden." Genau diese Aufgabe soll den langfristigen Incentives zukommen. Als langfristige Incentives werden im Rahmen dieser Arbeit vor allem Aktien- und Optionsauszahlungen an das Management bezeichnet, welche meist verzögert ausgelöst werden. Manager erhalten daher diesen Teil der Vergütung nur, wenn sie bestimmte, meist auf Börsenwerte bezogene Zielgrössen erreichen. Durch die verzögerte Abgabe der Aktien- oder Optionspakete entsteht der langfristige Charakter (Murphy (1999, S. 2507ff)). Durch die nachträgliche Auslösung gibt es dem Management den Anreiz langfristig zu optimieren, sowie nicht abzuwandern. David, Kochhar und Levitas (1998, S. 201) bemerken, dass langfristige Incentive helfen, die Interessen der Aktionäre und des Managements zu vereinen. Deshalb weil die Vergütung des Managements von der langfristigen Entwicklung, vom Börsenwert und somit vom Shareholder-Value abhängt. Wie die Bonuszahlungen führen langfristige Incentives zu einer Risikoverteilung, die eigentlich nicht im Interesse des Managements liegt, da diese eher risikolose Lohnkomponenten bevorzugen. Daher ist anzunehmen, wie dies die zweite Hypothese aussagt, dass mächtige Blockholder versuchen den Anteil an langfristigen Incentive zu erhöhen, um so den Shareholder-Value zu optimieren.

3.4.4 Sonstige Lohnbestandteile

Unter den sonstigen Lohnbestandteilen werden Zusatzleistungen, welche nicht den anderen drei Komponenten zugewiesen werden können, wie beispielsweise Sozialversicherungsabgaben, Krankenkassenbeiträge, Reisekosten oder Zahlungen für die Ausbildung der Kinder, verstanden. Diese sonstigen Vergütungen sind sehr schwer zu interpretieren und zu analysieren, weil sie in den jeweiligen Unternehmen sehr unterschiedlich sind. Deshalb werden diese Anteile im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht genauer betrachtet und in der Regressionsanalyse nicht thematisiert.

Im nächsten Abschnitt wird erläutert, wie die Stichprobe erhoben wurde. Zudem wird beschrieben, welche Bereinigungen der Daten vorgenommen wurde, damit die Vergleichbarkeit der Daten gewährleistet werden kann.

3.5 Präsentation der Daten

Um die Erfassung und die Interpretation der Daten zu vereinfachen, wurden entgegen dem Artikel von Hartzell und Starks (2003), welche die Werte der Vorperiode verwendeten, die Daten zum Jahresabschluss analysiert. Dieses Vorgehen wurde gewählt, da im Rahmen der Generalversammlung erst nachträglich über die Bewilligung des Vergütungsberichtes abgestimmt wird. Jedoch ist besonders beim Mass für die Performance die Wahl des laufenden Jahres eher problematisch, da sich einige Unternehmen bei ihrer Ausschüttung der Bonus auf die Vorjahresperiode beziehen. Diese Arbeit geht jedoch vereinfachend davon aus, dass im selben Jahr für die Performance entschädigt wird, indem sie auch erarbeitet wurde.

3.5.1 Offenlegungspflichten von börsenkotierten Aktiengesellschaften in der Schweiz

Laut dem geltenden Schweizerischen Recht (Art. 663b OR) müssen kotierte Unternehmen in der Schweiz die Vergütung der Verwaltungsräte, beziehungsweise der Geschäftsleitung im Anhang zur Bilanz offenlegen. Das Gesetz welches seit dem 1. Juli 2007 gilt schreibt vor, dass Honorare, Löhne, Bonifikationen und Gutschriften, die an die Geschäftsleitung ausgezahlt wurden, ausgewiesen werden müssen. Zudem müssen die Unternehmen Beteiligungen am Umsatz und an Geschäftsergebnissen, Sachleistungen, sowie Abgangsentschädigungen für das Management offenlegen. Im Weiteren besagt dieser Gesetzesartikel, dass der Gesamtbetrag der Vergütung für die Geschäftsleitung und der höchste auf ein Mitglied der Geschäftsleitung entfallende Betrag publiziert werden muss. Diese Bestimmungen ermöglichten die Datenbeschaffung für diese Arbeit. Die Gliederung in die Bestandteile der Kompensation war zudem in allen Unternehmen bis auf eine Ausnahme detailliert dargestellt. Das Publizieren

der Bilanz für die, in dieser Arbeit benötigten Kennzahlen der Performance, ist im Artikel 663e im OR geregelt und ebenfalls vorgeschrieben. Wie in Kapitel 2.1.1 beschrieben, müssen gemäss BEHG auch die Blockholderanteile veröffentlicht werden. Diese gesetzlichen Grundlagen boten die Basis, dass bei nahezu allen Unternehmen die Daten für die Regression öffentlich zugänglich waren.

3.5.2 Herkunft und Güte der Daten

Die Daten, welche für diese Arbeit herangezogen wurden, stammen aus den jeweiligen Geschäftsberichten der Unternehmen. Diese Angaben können daher als vertrauenswürdig eingestuft werden, da sie im Rahmen der Revision geprüft und von der Generalversammlung gutgeheissen wurden. Die Geschäftsberichte wurden jedoch von jedem Unternehmen separat angefertigt und sind daher von individueller Natur. Dadurch könnten Abweichungen und Inkonsistenzen bei der Datenerfassung entstanden sein. Vor allem die Einteilung in die verschiedenen Lohnbestandteile kann teilweise fehlerbehaftet sein, da die betrachteten Konzerne jeweils andere Standards haben können. Zudem können bei der Bewertung der aktien- und optionsbasierten Lohnbestandteile Unterschiede auftreten. Bei der Datenerfassung wurde diese Problematik beachtet und Inkonsistenzen so gut wie möglich behoben. Im nächsten Abschnitt werden weitere Unterschiede, die durch die verschiedenen Geschäftsberichte entstanden sind erklärt und es wird beschrieben, wie sie bereinigt wurden.

3.5.3 Bereinigung der Daten

Aufgrund der obengenannten individuellen Natur der Geschäftsberichte und Unternehmen, mussten einige Anpassungen in der Datenmenge vorgenommen werden. In diesem Abschnitt werden diese Veränderungen von den Originaldaten erläutert.

3.5.3.1 Streichkandidaten

Einige der 50 börsenkotierten Titel des SMI Expanded mussten aus der Datenmenge gestrichen werden. Dafür gab es drei Gründe. Erstens gab es Unternehmen die im SMI Expanded doppelt gelistet waren. Namentlich waren es die Lindt und Sprüngli AG sowie die Swatch Group. Sie hatten jeweils einen Titel mit Namenaktien und einen mit Inhaberaktien, respektive Partizipationszertifikaten ohne Stimmrechte. Die in den Geschäftsberichten publizierte Marktkapitalisierung war jeweils die Addition der Kapitalisierung beider Titel. Dadurch reduzierte sich die Anzahl der beobachteten Unternehmen auf 48 über alle Jahre hinweg. Zweitens wurden im Jahr 2011 zwei Unternehmen von der Publizitätspflicht befreit. Einerseits war dies Synthes, die sich zum Zeitpunkt der Generalversammlung mitten in einer Fusion befand und im laufenden Jahr 2012 aus dem SMI aussteigen wird (Tagesanzeiger (2012)).

Anderseits wurde die Firma Petroplus, die anlässlich ihrer Dekotierung im Frühjahr 2012 eine Befreiung der Publizitätspflicht beantragt hat, ebenfalls nicht in den Datensatz für das Jahr 2011 aufgenommen (NZZ (2012b)). Drittens gab es Unternehmen, bei welchen der Detaillierungsgrad der Angaben in den Geschäftsberichten zu gering war und diese dadurch nicht in die Datenmenge aufgenommen werden konnten. Vorrangig war der Grund hierfür in den aktien- und optionsbasierten Bestandteilen zu finden, da hier nur eine Mengenangabe und keine Wertangabe publiziert wurde. Daher variiert die Grösse der Stichprobe pro Jahr zwischen 45 und 47.

3.5.3.2 Währungsumrechnung

In einem Teil der Geschäftsberichte wurde nicht der Schweizer Franken als Standardwährung verwendet. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wurden im Rahmen dieser Arbeit sämtliche Daten in Schweizer Franken umgerechnet. Als Grundlage für die Umrechnung wurden die Monatsmittel der Devisenkurse der Schweizerischen Nationalbank verwendet. Der Umrechnungskurs der Daten in Fremdwährung war der Mittelwert aller Monatsmittel des Geschäftsjahres. Diese Umrechnung kann möglicherweise zu einer leichten Verfälschung der Regression führen, besonders deswegen, weil die Devisenkurse in der Zeit zwischen 2007 und 2011 aufgrund der aktuellen Finanzkrise stark schwankten.

3.5.3.3 Unterjährige Jahresabschlüsse

Nicht alle berücksichtigten Unternehmen der Datenmenge hatten als Stichtag für ihre Jahresabschlüsse den 31. Dezember des jeweiligen Jahres. Dieser Tatsache wurde aber nur bedingt Aufmerksamkeit zugemessen. Diejenigen Unternehmen mit einem Abschluss während des Jahres wurden so in der Datenmenge gelassen. Lediglich der Umrechnungskurs wurde auf den Durchschnittskurs der zwölf Monate vor dem Abschluss geändert. Sowohl die Tatsache, dass nicht alle Unternehmen denselben Abschlusstag haben, als auch die Umwandlung durch die Währungsumrechnung haben eine verfälschende Wirkung. In der Arbeit wird davon ausgegangen, dass diese Abweichungen zu gering sind um das Resultat der Regression massgeblich zu beeinflussen.

3.5.3.4 Eigenbesitz

Bei der Offenlegung der Beteiligungen über drei Prozent muss auch der Besitz eigener Aktien in dieser Höhe angegeben werden. Der Eigenbesitz wurde nicht in den Anteil der Blockholder eingerechnet, weil die eigenen Aktien an der Generalversammlung nicht aktiv sind (vgl. Art. 659a OR) und sie nicht dieselben Interessen vertreten wie die Mehrheit der normalen Aktionäre.

3.5.3.5 Mitglieder des Managements

Die Anzahl der Mitglieder in der Geschäftsleitung ist sehr unterschiedlich und reicht von 3 bis 20. Um die Daten über die Höhe der Kompensation vergleichbar zu machen, wird bei der Regression von der durchschnittlichen Jahresvergütung pro Geschäftsleitungsmitglied ausgegangen. Die Konstellation der Geschäftsleitung wechselt jedoch meist jährlich. Durch Ab- und Zugänge im Management während des Geschäftsjahres gibt es oft keine gerade Anzahl an Mitgliedern. Da meist nicht ersichtlich war, für welche Periode die scheidenden Mitglieder entschädigt wurden, entstanden möglicherweise marginale Ungenauigkeiten. Im Rahmen dieser Arbeit wird davon ausgegangen, dass hierdurch das Resultat in einem nur sehr kleinen, vernachlässigbaren Ausmass verfälscht wird.

3.5.3.6 Abgangsentschädigungen und Antrittsprämien

Im Betrag der gesamten Kompensation der Geschäftsleitung waren gelegentlich auch die Abgangsentschädigungen und die Antrittsprämien enthalten. Bei diesen handelt es sich um ausserordentliche Zahlungen, die nicht im Zusammenhang mit der zu untersuchenden Thematik stehen. Deshalb wurden die Daten um diese bereinigt.

4. Regressionsanalyse

In den vorangehenden Kapiteln wurde das Grundwissen für die folgende Regressionsanalyse erarbeitet. Dieses Kapitel testet die beiden Hypothesen dieser Arbeit anhand von Regressionsmodellen mit verschiedenen Einflussfaktoren. Zuerst werden die Daten der Unternehmen über alle Jahre hinweg gemischt. Im ersten Abschnitt wird die erste Hypothese getestet. Hierzu wird stufenweise ein geeignetes Modell hergeleitet, welches auf den in Kapitel 3.3 vorgestellten Kenngrössen der Kompensation aufgebaut ist. Zudem wird geprüft ob signifikante Unterschiede über den Beobachtungszeitraum bestehen. Im darauffolgenden Abschnitt wird die zweite Hypothese untersucht. Hierzu wird auf das im ersten Abschnitt hergeleitete Model zurückgegriffen. Auch hier wird wiederum die Veränderung über die untersuchten Jahre getestet.

4.1 Regression zum Level der Kompensation

Dieser Abschnitt soll mit Hilfe eines geeigneten Regressionsmodells den Einfluss der Blockholder auf die Höhe der Management-Kompensation testen. Um zu sicher zu stellen, dass der gefundene Effekt auch wirklich von der Blockholder-Präsenz ausgeht, werden weitere Kenngrössen in die Regressionsanalyse integriert. In den ersten vier Teilen dieses Abschnitts wird ein geeignetes Grundmodell gesucht. Anschliessend werden an diesem Grundmodell Dummy-Variablen getestet, um den Effekt der Blockholder weiter abzusichern. In einem weiteren Schritt sollen die Auswirkungen der Blockholder-Präsenz über den Beobachtungszeitraum untersucht werden. Schlussendlich entsteht ein Urteil über den Effekt der Blockholder-Präsenz über den ganzen Beobachtungszeitraum, sowie während einzelnen Jahre.

4.1.1 Allgemeine Erklärungen

In einer ersten Regression im nächsten Unterkapitel werden die unveränderten Datenwerte verwendet. Danach werden zusätzlich einzelne Variablen durch Logarithmieren verändert. Es werden jeweils zwei Regressionen gemacht. Eine mit dem Anteil der Blockholder am gesamten Aktienkapital, die andere mit dem Herfindahl-Index, welcher zusätzlich die Konzentration der Blockholder einfliessen lässt. Beiden Regressionen werden die Kennzahlen für die Grösse, sowie für die Performance hinzugefügt. Anhand der Modelle aus diesen drei Abschnitten soll ein geeignetes Grundmodell für das Testen der Hypothesen gefunden werden.

Die Resultate der Regressionen werden im ganzen Kapitel mittels Tabellen illustriert. Diese Tabellen sind einheitlich aufgebaut um deren Interpretation zu erleichtern. Zu jedem Modell wird immer das R^2 als Bestimmtheitsmass der Regression, die Konstante, sowie die verschie-

denen Koeffizienten der unabhängigen Variablen angegeben. Die Sterne nach den Koeffizienten symbolisieren die Signifikanz. Drei Sterne bedeuten, dass dieser Koeffizient mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 Prozent signifikant ist. Zwei respektive ein Stern bedeuten, dass die Nullhypothese zu einer Wahrscheinlichkeit von 95, respektive 90 Prozent nicht eintrifft. Falls kein Stern hinter dem Koeffizienten steht, bedeutet es, dass keines der drei Signifikanzniveaus erreicht wird und dem Koeffizienten somit keine ausreichende statistische Aussagekraft zugemessen werden kann. Die Angabe über die Signifikanz hinter dem Bestimmtheitsmass widerspiegelt den F-Test für das jeweilige Modell, anhand derselben Abstufungen wie bei den Koeffizienten. Der F-Test beurteilt die Signifikanz des ganzen Modells.

4.1.2 Regression mit absoluten Werten

Die ersten beiden Tabellen fassen die Forschungsergebnisse der Regressionen mit den absoluten Werten zusammen. Die Analyse fasst alle 233 Stichproben über alle Jahre hinweg zusammen. In der Tabelle 1 wird die Höhe der Kompensation anhand der drei unabhängigen Variablen Blockholder, Marktkapitalisierung und Return on Assets aufgebaut.

Tabelle 1: Regression mit Blockholder, Marktkapitalisierung und ROA

Modell	R^2	Konstante	Blockholder	Marktkap.	ROA
1	0.0119	2810123***	-919950		
2	0.3452***	2165586***	-795705**	0.000030***	
3	0.3589***	2266415***	-745266*	0.000031***	-2575961*

Es ist hierbei ersichtlich, dass das Modell 1, mit welchem versucht wurde die Höhe der Kompensation nur anhand der Blockholder-Präsenz vorauszusagen, nicht signifikant ist. Mit dem hinzufügen von zusätzlichen Kenngrössen für die Grösse des Unternehmens und die Performance steigt das Bestimmtheitsmass, sowie die Signifikanz der Modelle. Im dritten Modell wird ein negativer Effekt der Blockholder Präsenz, ein positiver Effekt der Grösse des Unternehmens und ein negativer Effekt der Performance ersichtlich, wobei sämtliche Koeffizienten signifikant sind.

In Tabelle 2 wird anstelle des Anteils der Blockholder der Herfindahl-Index als Konzentrationsmass der Blockholder eingesetzt, wobei die Koeffizienten für die Grösse und die Performance dieselben bleiben. Der Herfindahl-Index zeichnet sich dadurch aus, dass er mächtigere Blockholder stärker gewichtet, womit auch die Struktur der Blockholder in die Regression einfliesst.

Tabelle 2: Regression mit Herfindahl-Index, Marktkapitalisierung und ROA

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	Marktkap.	ROA
4	0.1603***	2622765***	-1284709		
5	0.3468***	2030921***	-1446817**	0.000030***	
6	0.3597***	2133811***	-1317663**	0.000031***	-2511352*

In dieser Tabelle ist ersichtlich, dass im Gegensatz zu Modell 1 die Regression mit der Höhe der Kompensation und dem Herfindahl-Index signifikant ist. Jedoch ist der Koeffizient ebenfalls nicht signifikant. Modell 6 bestätigt die Ergebnisse aus der ersten Tabelle. Sämtliche Koeffizienten haben dieselben Vorzeichen zu ähnlichen Signifikanzniveaus.

4.1.3 Regression mit logarithmierten Werten der Kompensation und der Marktkapitalisierung

Es scheint naheliegend, dass die Managementgehälter nicht linear zu der Grösse des Unternehmens zunehmen. Somit wird in diesem Abschnitt versucht diesen genannten Effekt auszugleichen. Nun wird die Kompensation, sowie die Marktkapitalisierung logarithmiert. Diese Regressionen werden mit dem gleichen Datensatz aber veränderten Variablen durchgeführt. Wiederum werden Regressionen mit der Blockholder-Präsenz und dem Herfindahl-Index erstellt. Tabelle 3 zeigt die Regression der logarithmierten Höhe der Kompensation mit den unabhängigen Variablen Blockholder, logarithmierte Marktkapitalisierung und Return on Assets.

Tabelle 3: Regression mit Blockholder, logarithmierter Marktkapitalisierung und ROA

Modell	R^2	Konstante	Blockholder	log(Marktkap.)	ROA
7	0.0189*	14.64234***	-0.3924728*		
8	0.4404***	7.251076***	-0.4000866***	0.3245356***	
9	0.4746***	6.565865***	-0.3760257**	0.3578051***	-1.431001***

Im Vergleich zu den beiden Regressionen im vorhergehenden Abschnitt ist bereits beim ersten Modell der Koeffizient für den Anteil der Blockholder am Aktienkapital signifikant. Zudem ist zu sehen, dass sich auch die Koeffizienten in den Modellen mit logarithmierter Marktkapitalisierung als Mass für die Grösse und ROA als Mass für die Performance auf einem höheren Signifikanzniveau befinden. In den nächsten drei Modellen in Tabelle 3 wird

die logarithmierte Kompensation durch den Herfindahl-Index, die logarithmierte Marktkapitalisierung und den Return on Assets dargestellt.

Tabelle 4: Regression mit Herfindahl-Index, logarithmierter Marktkapitalisierung und ROA

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
10	0.0820**	14.56543***	-0.5797102*		
11	0.4462***	7.088565***	-0.7655123***	0.328958***	
12	0.4790***	6.427582***	-0.7076662***	0.3612047***	-1.401587***

Die Regressionen der Tabelle 4 weisen ebenfalls stark signifikante Koeffizienten auf. Es wird ebenfalls deutlich, dass sich die Vorzeichen der Koeffizienten nicht ändern, unabhängig davon, welches der vorangehenden Modellen wir betrachten. Zusammenfassend kann man sagen, dass das Logarithmieren der Kompensation und der Marktkapitalisierung eine deutliche Erhöhung der Signifikanzniveaus für die Koeffizienten mit sich bringt. Zudem steigt auch das Bestimmtheitsmass der Modelle an.

4.1.4 Zwischenfazit

Wenn man die Modelle aus der vorangehenden Kapitel betrachtet, sieht man, dass die beiden Regressionen mit logarithmierten Werten für die Kompensation und für die Marktkapitalisierung, sowohl höhere Bestimmtheitsmasse, als auch höhere Signifikanzniveaus der Koeffizienten erzielen. Zudem wurden bei allen Modellen dieselben Vorzeichen der Koeffizienten nachgewiesen. Zusammenfassend waren die Signifikanzen bei der Benutzung des Anteils der Blockholder am Aktienkapital und des Herfindahl-Index sehr ähnlich. Jedoch kann festgestellt werden, dass das Modell zwölf mit den Koeffizienten Herfindahl-Index, logarithmierte Marktkapitalisierung und Return on Assets die leicht besseren Signifikanzwerte aufweist. Deshalb wird in der Folge dieses Modell benutzt um weitere Einflussfaktoren zu testen.

4.1.5 Testen der Dummy-Variablen

Nun werden zusätzlich zu dem bisherigen Modell die vier Dummy-Variablen getestet. Sie werden anhand einzelner Regressionen mit dem Grundmodell untersucht, weil ein Modell mit allen Dummy-Variablen aufgrund der geringen Datenmenge nicht repräsentativ wäre. Diese Dummy-Variablen repräsentieren weitere Einflussfaktoren, wie in Kapitel 3.3 bereits erläutert. Diese Dummy-Variablen zu testen ist wichtig, um Fehlinterpretationen für den Effekt der Blockholder-Präsenz zu vermeiden. Denn das Auslassen wichtiger Variablen kann zu einer Verzerrung der anderen Koeffizienten führen (Omitted Variable Bias). In Tabelle 5 wird der

Brancheneffekt, der Einfluss eines Mehrheitsaktionärs, die Auswirkungen einer grossen Geschäftsleitung und der Effekt, wenn der CEO auch Verwaltungsratspräsident ist, untersucht.

Tabelle 5: Regressionen mit Dummy-Variablen

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA	Dummy
Dummy-Variable für Dienstleistungsunternehmen						
13	0.4795***	6.418476***	-0.7014547***	0.3621851***	-1.437496***	-0.0305323
Dummy-Variable für dominierenden Blockholder						
14	0.4857***	6.555665***	-1.433304**	0.3563314***	-1.390178***	0.2927466
Dummy-Variable für eine grosse Geschäftsleitung						
15	0.4845***	6.058683***	-0.7421519***	0.3788496***	-1.393756***	-0.1236701*
Dummy-Variable für CEO und Verwaltungsratspräsident						
16	0.4792***	6.43106***	-0.7146271***	0.3609543***	-1.406089***	0.0261686

Nur eine dieser vier Dummy-Variablen ist signifikant. Dies ist diejenige, welche eine grosse Geschäftsleitung widerspiegelt. Ihr negativer Koeffizient bedeutet, dass Unternehmen mit einer Geschäftsleitung mit mehr als zehn Mitgliedern ein weniger hohe durchschnittliche Kompensation auszahlen. Die drei weiteren Dummy-Variablen und die mit ihnen verbundenen Vermutungen konnten anhand der vorliegenden Regression nicht bestätigt werden, da aufgrund der geringen Signifikanz ihrer Koeffizienten die Nullhypothese nicht ausgeschlossen werden kann.

4.1.6 Analyse über den Beobachtungszeitraum

Nachdem nun die Auswirkungen der Blockholder-Präsenz über alle Jahre hinweg untersucht wurde, werden nun die einzelnen Jahre isoliert betrachtet. Hiermit sollen mögliche Unterschiede der Einflüsse der Blockholder in verschiedenen Jahren des Beobachtungszeitraums zum Vorschein kommen. Pro Jahr wird eine Regression mit 45 bis 47 Unternehmen getestet. Als Basis wird das Modell 12 benutzt, welches sich in Kapitel 4.1.3 als repräsentativ für den Test der Blockholder-Präsenz erwies. Tabelle 6 zeigt die fünf Regressionen des Grundmodells der verschiedenen Jahre des Beobachtungszeitraums.

Tabelle 6: Regressionen der Höhe der Kompensation der einzelnen Jahre 2007-2011

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
17	0.5899***	5.756488***	-0.749953	0.3911416***	-1.773588**
18	0.3904***	7.433083***	-0.3099733	0.3122061***	-0.3988182
19	0.3807***	7.288997***	-0.3444394	0.3228634***	-1.020517
20	0.6250***	4.67003***	-0.9291807*	0.4434169***	-3.123037***
21	0.5215***	6.530383***	-1.251635***	0.3607493***	-2.483601***

Die Modelle 17 bis 19 repräsentieren die Jahre 2007 bis 2009. In diesen drei Jahren ist die Variable mit dem Herfinahl-Index nicht signifikant. Es zeigt sich, dass die Höhe der Kompensation in diesen Jahren signifikant von der Unternehmensgrösse abhängt. In den Modellen 20 und 21, welche die Jahre 2010 und 2011 charakterisieren, wird ein signifikanter, Effekt der Blockholder nachgewiesen.

4.1.7 Fazit

Zusammenfassend kann aufgrund der Regressionsanalysen festgestellt werden, dass die Blockholder-Präsenz einen signifikanten, negativen Einfluss auf die Höhe der Kompensation hat. Somit konnte bei der Regression über den ganzen Beobachtungszeitraum hinweg für die Unternehmen des SMI Expanded ein tieferes Vergütungsniveau aufgrund der Blockholder-Präsenz und Konzentration nachgewiesen werden. Dieses Ergebnis stimmt mit den Erfahrungen anderer Forschern aus Amerika überein. Jedoch konnten andere Einflussgrössen auf die Kompensation nicht nachgewiesen werden, wie beispielsweise wenn der CEO auch als Verwaltungsratspräsident fungiert sowie branchenabhängige Unterschiede. Im zweiten Beispiel muss jedoch die Wahl der Branchen in dieser Arbeit kritisch begutachtet werden. Branchenabhängige Differenzen wären bei einer detaillierteren Aufteilung möglicherweise zum Vorschein gekommen. Aufgrund der geringen Datenmenge konnte diese Unterteilung jedoch nicht vorgenommen werden. Ebenfalls konnte kein Unterschied durch die Präsenz eines Mehrheitsaktionärs festgestellt werden. Jedoch nimmt sich dieser Eigenschaft bereits der Herfindahl-Index an. Ein Mehrheitsaktionär hat einen hohen Herfindahl-Index zur Folge, was möglicherweise diese Dummy-Variable überflüssig macht. Bestätigt durch die Regression wurde hingegen die Vermutung, dass ein grösseres Management eine durchschnittlich tiefere Vergütung zur Folge hat. Des Weiteren wurde festgestellt, dass bei der Betrachtung der einzelnen Jahre die Blockholder-Präsenz in den ersten drei Jahren des Beobachtungszeitraums keinen signifikanten Einfluss auf die Geschäftsleitungsvergütung hat. Für die letzten beiden Jahre wurde aber ein höheres Signifikanzniveau nachgewiesen. Dies könnte möglicherweise mit der turbulenten Zeit der Wirtschaftskrise ab dem Frühjahr 2007 zusammenhängen, wo in vielen Unternehmen das Management ersetzt wurde und andere als die getesteten Faktoren die Management-Kompensation beeinflusst haben. Der steigenden Signifikanz für die Jahre 2010 und 2011 könnte ein zunehmendes Interesse der Blockholder an der Unternehmensstrategie, sowie deren Vergütungspolitik des Managements zugrunde liegen. Der Beweis dieser Vermutungen könnte Gegenstand weiterer empirischer Untersuchungen sein.

4.2 Regression der Konstellation der Kompensation

In diesem Abschnitt wird die zweite Hypothese überprüft. Diese Hypothese besagt, dass die Blockholder-Präsenz sowohl auf den Anteil des Bonus als auch auf den Anteil der langfristigen Incentives einen positiven Einfluss hat. Jedoch soll gemäss vorliegender Literatur ein negativer Effekt auf das risikolose Basissalär nachgewiesen werden. Zu Beginn dieses Abschnitts, wird die Regression und deren Einflussfaktoren vorgestellt, welches die erwarteten Erkenntnisse liefern soll. Danach werden die drei Bestandteile untersucht und auf ihre Signifikanz getestet. Zudem wird der Blockholder-Effekt wieder für alle Jahre einzeln getestet. Zum Schluss wird wiederum geprüft, ob die Forschungsergebnisse mit den Hypothesen übereinstimmen.

4.2.1 Allgemeine Erklärungen

Für den Beurteilung der zweiten Hypothese wird ähnlich vorgegangen wie im vorherigen Abschnitt. Es werden alle Bestandteile der Kompensation separat betrachtet und mit mehreren Regressionen wird versucht, den Einfluss der Blockholder-Präsenz zu nachzuweisen. Hierzu wird wieder derselbe Datensatz benutzt. Jedoch mussten wenige Unternehmen aus der Datenmenge gestrichen werden, weil bei der Erfassung nicht alle nötigen Informationen zugänglich waren. Für die Kapitel 4.2.2 bis 4.2.4 werden für die Regression wieder sämtliche Daten über alle Jahre des Beobachtungszeitraumes verwendet. Erst im Kapitel 4.2.5 werden die Jahre einzeln untersucht. Für die Regressionsanalyse wird auf das bewährte Modell 12 zurückgegriffen, welches nun den Anteil eines Lohnbestandteiles anhand der Variablen Herfindahl-Index, logarithmierte Marktkapitalisierung und dem Return on Assets modelliert. Für jeden der drei Lohnbestandteile wird diese Grundmodell getestet, sowie verschiedene Dummy-Variablen.

4.2.2 Regression für den Anteil an Basissalär

Die Prinzipal-Agent-Theorie, sowie vorliegende Literatur lassen einen tieferen Anteil an Basissalär durch eine höhere Blockholder-Präsenz vermuten. Tabelle 7 zeigt die Regression, welche die Auswirkungen der Blockholder, sowie weiterer Kenngrössen auf den Anteil an Basissalär testet. Bereits das einfache Modell 22 weist einen signifikanten positiven Einfluss der Herfindahl-Indizes auf den Anteil an Basissalär nach. Auch beim Hinzufügen weiterer Kenngrössen bleibt dieser positive, signifikante Koeffizient der Blockholder-Präsenz bestehen. Zudem zeigt sich, dass der Anteil an Basissalär bei grösseren Unternehmen kleiner sein soll. Des Weiteren ist der Koeffizient für den ROA nicht signifikant, was darauf schliessen lässt das der Anteil an Basissalär bei unterschiedlicher Performance gleich bleibt.

Tabelle 7: Regression mit Anteil an Basissalär

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
22	0.1312***	0.330894***	0.4781355***		
23	0.2448***	1.387207***	0.5021368***	-0.0464887***	
24	0.2485***	1.447703***	0.4971683***	-0.0494415***	0.1301149

Tabelle 8: Regression mit Anteil an Basissalär und Dummy-Variablen

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA	Dummy
Dummy-Variable für Dienstleistungsunternehmen						
25	0.2784***	1.469141***	0.4825674***	-0.051615***	0.2034613*	0.0645381***
Dummy-Variable für dominierenden Blockholder						
26	0.2604***	1.395029***	0.7755073***	-0.0474046***	0.1304813	-0.1112011
Dummy-Variable für eine grosse Geschäftsleitung						
27	0.2487***	1.46364***	0.4985292***	-0.0502035***	0.1295831	0.0052863
Dummy-Variable für CEO und Verwaltungsratspräsident						
28	0.2769***	1.461447***	0.4715539***	-0.0503943***	0.1125038	0.0927026***

Im der Tabelle 8 werden vier Dummy-Variablen getestet. Es handelt sich um dieselben, die auch schon im Zusammenhang mit der Höhe der Kompensation getestet wurden. Zu sehen ist, dass die beiden Dummy-Variablen für die Branche und für den Verwaltungsratspräsident, der zugleich CEO ist, signifikant sind. Die Beobachtungen bezüglich der Blockholder-Präsenz und der Unternehmensgrösse bleiben dieselben, wie ohne Dummy-Variablen. Das Modell 25 zeigt die signifikanten Koeffizienten für die Dienstleistungsunternehmen. Demnach hat die Geschäftsleitungsvergütung von Dienstleistungsunternehmen einen höheren Anteil an Basissalär. Unternehmen in denen der Verwaltungsrat nicht unabhängig vom Management ist, da der CEO auch Verwaltungsratspräsident ist, zeigen ebenfalls einen grösseren Anteil des Basissalärs an.

4.2.3 Regression für den Anteil an Bonus

Das Vorgehen in diesem Abschnitt ist analog zum Vorherigen, jedoch wird hier versucht den Effekt der Blockholder-Präsenz auf den Anteil an Bonus zu testen.

Tabelle 9: Regression mit Anteil an Bonus

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
29	0.0003	0.2172686***	0.018899		
30	0.0012	0.1437261	0.0172279	0.0032366	
31	0.0270**	0.2695061*	0.0068977	-0.0029027	0.2705308***

Die Tabelle 9 zeigt, dass die ersten beiden Modelle mit dem Herfindahl-Index und der logarithmierten Marktkapitalisierung nicht signifikant sind. Das Modell 31 ist zwar signifikant auf dem 95 Prozent Signifikanzniveau. Jedoch sind die Koeffizienten des Herfindahl-Index und der Unternehmensgrösse nicht signifikant. Daher kann aufgrund dieses Modells kein Einfluss der Unternehmensgrösse und der Blockholder-Präsenz auf den Anteil des Bonus nachgewiesen werden. Wie zu erwarten bei einer leistungsabhängigen Entlöhnung ist aber der Anteil des Bonus höher, wenn die Performance des Unternehmens besser ist. Die nächste Tabelle testet wiederum die schon bekannten Dummy-Variablen.

Tabelle 10: Regression mit Anteil an Bonus und Dummy-Variablen

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA	Dummy
Dummy-Variable für Dienstleistungsunternehmen						
32	0.0315	0.2760956**	0.0024097	-0.0035708	0.293076***	0.0198377
Dummy-Variable für dominierenden Blockholder						
33	0.0336*	0.3004136**	-0.156425	-0.0040979	0.2703158***	0.0652501
Dummy-Variable für eine grosse Geschäftsleitung						
34	0.0288*	0.3163278**	0.0108958	-0.0051414	0.2689683***	0.0155304
Dummy-Variable für CEO und Verwaltungsratspräsident						
35	0.0307*	0.2656097*	0.014159	-0.0026326	0.2755233***	-0.0262798

Wie bereits die Regressionsergebnisse aus Tabelle 9 vermuten liessen, können auch beim Ergänzen des Modells mit Dummy-Variablen in Tabelle 10 keine Signifikanz der Koeffizienten des Herfindahl-Indizes nachgewiesen werden. Die Modelle 33 bis 35 sind zwar signifikant, jedoch kann kein Einfluss der verschiedenen Dummy-Variablen bestätigt werden. Lediglich die Performance als Indikator für den Anteil des Bonus ist in sämtlichen getesteten Modellen signifikant.

4.2.4 Regression für den Anteil an langfristigem Incentives

Wie in den obigen beiden Abschnitten ist das Vorgehen zum Nachweis des Einflusses der Blockholder-Präsenz auf den Anteil an langfristigem Incentives dasselbe. Hierbei soll die Vermutung geprüft werden, ob bei mehr Blockholdern der Anteil an langfristigen Incentives kleiner ist. Hierzu das Grundmodell in Tabelle 11.

Tabelle 11: Regression mit Anteil an langfristigem Incentive

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
36	0.0937***	0.3338098***	-0.433085***		
37	0.2051***	-0.7873866***	-0.4585605***	0.0493443***	
38	0.2219***	-0.9252568***	-0.4472373***	0.0560737***	-0.2965349***

Sämtliche Modelle, wie auch deren Koeffizienten, sind signifikant. Aus der Tabelle 11 ist eine negative Beziehung des Anteiles an langfristigen Incentives und der Blockholder-Präsenz ersichtlich. Das bedeutet, dass bei höherer Konzentration der Aktionäre anteilsmässig weniger langfristige Incentives ausbezahlt werden als bei tieferer Konzentration. Zudem nimmt gemäss dieser Regressionsanalysen der Anteil an langfristigen Incentives mit der Unternehmensgrösse zu und bei besserer Performance ab. Zweiteres könnte aber auch auf einen grösseren Anteil an ausbezahltem Bonus für ein erfolgreiches Jahr zurückzuführen sein und wodurch der Anteil der langfristigen Incentives durch den höheren Bonus sinkt.

Tabelle 12: Regression mit Anteil an langfristigem Incentive und Dummy-Variablen

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA	Dummy
Dummy-Variable für Dienstleistungsunternehmen						
40	0.2526***	-0.9485613***	-0.4313651***	0.0584365***	-0.3762677***	-0.0701577***
Dummy-Variable für dominierenden Blockholder						
41	0.2226***	-0.9123586***	-0.5153944***	0.0555749***	-0.2966246***	0.0272299
Dummy-Variable für eine grosse Geschäftsleitung						
42	0.2288***	-1.04867***	-0.4577754***	0.0619745***	-0.2924165**	-0.0409351
Dummy-Variable für CEO und Verwaltungsratspräsident						
43	0.2236***	-0.9287955***	-0.4406425***	0.056319***	-0.2920007**	-0.0238676

Die Modelle der Tabelle 12 zeigen wiederum dieselben Einflüsse vom Herfindahl-Index, der Unternehmensgrösse und der Performance wie das Modell 38, was diese Forschungsergebnisse zusätzlich stützt. Von den Dummy-Variablen ist lediglich die Variable für Dienstleistungsunternehmen signifikant. Sie zeigt einen tieferen Anteil an langfristigen Incentives bei Dienstleistungs- als bei Industrieunternehmen. Auch bei Modell 40 mit der Dummy-Variable für Dienstleistungsunternehmen wird ein negativer Effekt der Blockholder-Präsenz auf den Anteil an langfristigen Incentives nachgewiesen.

4.2.5 Analyse über den Beobachtungszeitraum

In den vorhergehenden drei Abschnitten wurden die Daten der Unternehmen über den gesamten Beobachtungszeitraum untersucht. Hier wird nun versucht Unterschiede der Einflüsse der Blockholder-Präsenz in den verschiedenen Jahren des Beobachtungszeitraumes von 2007 bis 2011 zu testen. Hierzu wird wieder das Grundmodell mit den drei Kenngrössen Herfindahl-Index, logarithmierter Marktkapitalisierung und Return on Assets benutzt. Wiederum wird für jeden Bestandteil der Kompensation eine separate Analyse gemacht.

4.2.5.1 Anteil an Basissalär

Wie bereits in Kapitel 4.1.6 wird nun eine Regression für jedes einzelne Jahr berechnet. Hierbei sollen Erkenntnisse darüber gewonnen werden, ob und wie sich die Blockholder-Präsenz über die turbulente Zeit der Wirtschaftskrise ausgewirkt hat. Tabelle 13 repräsentiert die Regressionen der Jahre 2007 bis 2011 für den Anteil an Basissalär.

Tabelle 13: Regression mit Anteil an Basissalär der einzelnen Jahre 2007-2011

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
44	0.2906***	1.627782***	0.5156391*	-0.0577399***	0.2602724
45	0.1814	1.305648**	0.4286559*	-0.0411341	-0.0756323
46	0.3106***	1.557379***	0.4941574*	-0.0540447***	0.2034426
47	0.2201***	1.53368***	0.4365213	-0.0539519***	0.2805076
48	0.2708***	1.112466***	0.5461271*	-0.0362514***	0.2616713

Ähnlich wie bei der Regression über alle Jahre, ist der Koeffizient für den ROA über alle Jahre nicht signifikant. Das Modell 45 für das Jahr 2008 ist als Ganzes zu keinem der Signifikanzniveaus gültig. Dies könnte möglicherweise eine Folge der Wirtschaftskrise sein, welche ein zu diesem Zeitpunkt einen ihrer Höhepunkte erreichte. Grundsätzlich sind aber ähnliche Resultate wie bei der Regression über den ganzen Beobachtungszeitraum festzustellen. Auch der positive Effekt der Blockholder-Präsenz, wurde mit Ausnahme von 2010 auf einem 90 Prozent Signifikanzniveau während den einzelnen Jahren bestätigt.

4.2.5.2 Anteil an Bonus

Nach der eher ergebnislosen Regression des Anteils an Bonus über den ganzen Beobachtungszeitraum könnte möglicherweise die Regression der einzelnen Jahre mehr Resultate bringen. Hierzu Tabelle 14 mit den Regressionen der Jahre 2007 bis 2011.

Tabelle 14: Regression mit Anteil an Bonus der einzelnen Jahre 2007-2011

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
49	0.0074	0.0404042	-0.0629545	0.0083156	-0.0189782
50	0.0328	0.5932517*	-0.0065491	-0.0174672	0.2617857
51	0.0283	-0.0983608	0.0679307	0.0130912	0.0336381
52	0.1387**	0.6401349**	0.0360866	-0.0205722	0.8272769***
53	0.2049**	0.2594381	-0.0154121	-0.0035911	0.9042258***

Tabelle 14 zeigt, dass das Grundmodell für keines der Jahre 2007 bis 2009 signifikant ist. Jedoch sind die Modelle 52 und 53 für die letzten beiden Jahren gültig auf einem 95 Prozent Signifikanzniveau. Entgegen der zweiten Hypothese zeichnet sich aber auch bei der detaillier-

ten Analyse über die einzelnen Jahre keine Abhängigkeit des Anteil an Bonus von der Blockholder-Präsenz ab. Lediglich in den letzten beiden Jahren zeigt sich ein positiver Effekt der Performance des Unternehmens auf den Anteil an Bonus. Aus dieser Regression ist nicht ersichtlich, ob in den Jahren vor 2010 der Bonus nicht an den Unternehmenserfolg geknüpft war oder ob nur aufgrund der Wirtschaftskrise keine Systematik zu erkennen war. Um dies zu beweisen müsste eine längerfristige Untersuchung vorgenommen werden.

4.2.5.3 Anteil an langfristigen Incentive

Die Koeffizienten der Kenngrössen bei den Regressionen des Anteils an langfristigen Incentives über den ganzen Beobachtungszeitraum waren grösstenteils sehr signifikant. Die Tabelle 15 könnte Aufschluss darüber bringen ob diese Signifikanz auf über die einzelnen Jahre besteht.

Tabelle 15: Regression mit Anteil an langfristigen Incentive der einzelnen Jahre 2007-2011

Modell	R^2	Konstante	Herfindahl	log(Marktkap.)	ROA
54	0.2071***	-0.6609805*	-0.4680432***	0.0447359***	-0.1748785
55	0.1750**	-0.8540949*	-0.3225059*	0.0507072**	-0.0877313
56	0.2494***	-0.8985887*	-0.4904819***	0.0549483*	-0.2142394
57	0.3321***	-1.453072***	-0.4344763***	0.0809339***	-0.9273239**
58	0.2431***	-0.7153051	-0.4787876***	0.0490323**	-0.8434134**

Die Modelle für die Jahre 2007 bis 2011 sind alle signifikant. Es bestätigt sich wenn man die einzelnen Jahre betrachtet, dass die Blockholder-Präsenz einen negativen Einfluss auf den Anteil an langfristigen Incentives hat, was der aufgestellten Hypothese diametral widerspricht. Zudem unterstützt die Signifikanz des negativen Koeffizienten für die Performance der letzten zwei Jahre die Vermutung, dass dieser Effekt durch den grösseren Anteil an Bonus unterstützt wird, da der positive Koeffizient für die Performance für den Anteil an Bonus genau in denselben Jahren signifikant war.

4.2.6 Fazit

Die Regressionsanalysen dieses Abschnitts zeigen, dass die zweite Hypothese bezüglich der Zusammensetzung der Management-Kompensation nicht bestätigt werden kann. Die Analyse weckt Zweifel hinsichtlich der Umsetzung der Prinzipal-Agent-Theorie in der Praxis. Keine der drei Effekte, die aufgrund der vorliegenden Literatur zu vermuten waren, konnten mit der Regressionsanalysen nachgewiesen werden. Sogar die gegenläufigen Einflüsse wurden beobachtet. So war ein positiver Einfluss der Blockholder-Präsenz auf den Anteil des Basisge-

halts signifikant. Dies widerspricht der Prinzipal-Agent-Theorie, bei welcher eigentlich die Aktionäre daran interessiert sein sollen das Management leistungsabhängig zu vergüten. Des Weiteren blieb der vermutete positive Einfluss der Blockholder auf die leistungsabhängige Entlohnung sowohl beim Anteil des Bonus, wo keine Signifikanz nachgewiesen werden konnte, als auch beim Anteil der langfristigen Incentives, wo der Effekt gegenläufig war, aus. Die signifikante Dummy-Variable im Modell 28 für Unternehmen bei denen der CEO ebenfalls das Mandat des Verwaltungsratspräsidenten innehat, könnte möglicherweise die Prinzipal-Agent-Theorie unterstützen. Hier konnte bei diesen Unternehmen ein positiver Einfluss auf den Anteil des Basisgehaltes nachgewiesen werden. Dies unterstützt die Annahme, dass das Management versucht, ihr risikoloses Einkommen zu maximieren und dies durch die nicht vorhandene Unabhängigkeit des Managements und des Verwaltungsrat begünstigt wird. Ebenfalls festzustellen ist, dass die Dummy-Variable für die Branche für den Anteil an Basissalär und langfristigen Incentives signifikant ist. Dies lässt darauf schliessen, dass die Zusammensetzung der Management-Kompensation, aber nicht die Höhe der Kompensation, abhängig davon ist, ob das Unternehmen in der Dienstleistungs- oder Industriebranche tätig ist. Wie aber bereits im Fazit zu den Regressionen erwähnt, könnte die Höhe der Kompensation im Falle einer genaueren Unterteilung in die Tätigkeitsbereiche der Unternehmen ebenfalls variieren. Die Regressionen der einzelnen Jahre brachte wenige zusätzliche Erkenntnisse bezüglich der Entwicklung der Einflussnahme der Blockholder-Präsenz über die Zeit. Jedoch wurden durch die einzelnen Jahre die Erkenntnisse aus der Analyse über den ganzen Beobachtungszeitraum bestätigt. Die Regressionen mit dem Anteil des Bonus wiesen beinahe keine Signifikanzen auf. Lediglich in den letzten beiden Jahren wurde eine Abhängigkeit der Performance beobachtet. Das in den Jahren zuvor keine signifikanten Koeffizienten der Kenngrössen gefunden wurden, könnte möglicherweise mit der Debatte über Managementbonus während der Wirtschaftskrise zusammenhängen. Einzelne Unternehmen, wie beispielsweise die UBS im Jahre 2008, hatten aufgrund der Geschäftslage sämtliche Bonus für das Topmanagement gestrichen (NZZ (2009)), andere blieben bei ihrer alten Vergütungsstrategie, was die Varianzen für die vorliegende Regression vergrösserte.

5. Konklusion

Die empirische Analyse der vorliegenden Arbeit findet einen Einfluss der Blockholder-Präsenz auf die Höhe der Kompensation auch bei Schweizer Unternehmen. Ein höherer Blockholder-Anteil bringt ein tieferes Vergütungsniveau der Geschäftsleitung mit sich. Die aufgrund vorliegender Literatur aufgestellten Hypothesen im Hinblick auf die Zusammensetzung der Vergütung konnten hingegen nicht verifiziert werden. Anhand des vorhandenen Datensatzes wurde keine Evidenz dafür gefunden, dass mehr Blockholder den Anteil der performanceabhängigen Vergütung erhöhen und das Basisgehalt reduzieren. In der Regressionsanalyse waren vielmehr die gegenläufigen Effekte zu beobachten. Es wurde ein signifikanter, positiver Koeffizient für den Einfluss Blockholder-Präsenz auf den Anteil des Basisgehalts an der Gesamtvergütung gefunden. Zudem wurde kein signifikanter Einfluss der Blockholder auf den Anteil an kurzfristigen Bonusauszahlungen, aber ein negativer Effekt auf die langfristigen Incentives, nachgewiesen. Dies widerspricht sowohl einem Grossteil der vorliegenden Literatur, als auch der Prinzipal-Agent-Theorie. Lediglich die Forschungsergebnisse von Mehran (1995) können mit denjenigen dieser Arbeit verglichen werden. Dieser beobachtete weniger aktienbasierte Vergütung im Falle einer hohen Blockholder-Präsenz. Aufgrund der Forschungsergebnisse dieser Bachelorarbeit darf für die Schweiz vermutet werden, dass Blockholder ihre Interessen mehr in die absolute Höhe und weniger in die Zusammensetzung der Vergütung einfliessen lassen. Es wurde zudem beobachtet, dass die Blockholder erst in den beiden letzten Jahren des Beobachtungszeitraumes einen signifikanten Einfluss auf die Höhe der Kompensation genommen haben. Dies könnte möglicherweise einen Trend zu einem vermehrten Monitoring der Management-Vergütung reflektieren.

Bei der Interpretation der Ergebnisse der Regression sollte jedoch beachtet werden, dass eine relativ kleine Datenmenge benutzt wurde. Für detailliertere Forschungsergebnisse sollten möglicherweise mehr Unternehmen über einen längeren Zeitraum in die Regression einfliessen. Dies war aber im Rahmen dieser Bachelorarbeit nicht möglich. Zudem sind die gewählten Jahre 2007 bis 2011 nicht von Konstanz in der Finanz- und Wirtschaftswelt geprägt. Die verschiedenen Unternehmen des SMI Expanded sind unterschiedlich von der aktuellen Wirtschaftskrise betroffen. Es ist denkbar, dass bei einer Analyse über längere Zeit und bei ruhigerer Wirtschaftslage andere Forschungsergebnisse resultieren würden. Im Weiteren könnte die Analyse dadurch verbessert werden, indem man nur die Gehälter der drei höchsten Führungskräfte, wie dem CEO, CFO und COO, untersucht. Dies hätte eine weniger heterogene Zusammensetzung der untersuchten Führungskräfte zur Folge, als es bei der vorliegenden Arbeit

der Fall ist. Dies war im Rahmen dieser Forschungsarbeit nicht möglich, da detaillierte Informationen der einzelnen Geschäftsleitungsmitglieder nicht publiziert werden müssen und demzufolge eine entsprechende Datengrundlage nicht gegeben war.

Die aktuellen Entwicklungen hinsichtlich der Aktionärsaktivität, die auch schon in der Einleitung thematisiert wurden, könnten die Beziehungen zwischen dem Aktionariat und der Unternehmensführung weiter verändern. Die ‚Abzocker-Initiative' sieht eine deutliche Verstärkung der Aktionärsrechte vor (Die Schweizerische Eidgenossenschaft (2012)). Im Falle einer Umsetzung dieser Initiative wäre es interessant, dieselben Forschungen nochmals durchzuführen und zu überprüfen, ob die zusätzlichen Richtlinien den Einfluss der Blockholder verändern. Zudem beobachtet auch Hostettler (2011, S. 88f) eine zunehmende Einflussnahme des Aktionariats, im Besonderen bezüglich der Management-Kompensation, was bedeutet, dass die hier besprochenen Thematik in der Zukunft möglicherweise immer mehr an Bedeutung gewinnt.

Literaturverzeichnis

Ackermann, Karl-Friedrich, Bahner, Jens & Festerling, Sonja, 2005, Kennzahlen der Unternehmensführung und variable Vergütung in: Zahner, Ernst & Wagner, Dieter (Hrsg.), *Handbuch Entgeltmanagement*. Verlag Franz Vahlen: München.

Anderson, Martin & Hertig, Thierry, 1992, *Institutional investors in Switzerland: Their behavior and influence on financial markets and public companies.* Schulthess: Zürich.

Bassen, Alexander, 2002, *Institutionelle Investoren und Corporate Governance – Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsenkotierter Wachstumsunternehmen.* Deutscher Universitäts-Verlag: Wiesbaden.

Bebchuk, Lucian A. & Fried, Jesse M., 2003, Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives,* 17(3) 71-92.

Bleymüller, Josef, Gehlert, Günther & Gülicher, Herbert, 2008, *Statistik für Wirtschaftswissenschaftler* [15. überarbeitete Auflage], WiSt Studienkurs. Verlag Franz Vahlen: München.

Boemle, Max & Stolz, Carsten, 2010, *Unternehmungsfinanzierung* Band 1 [14. Auflage]. SKV: Zürich.

Boemle, Max & Stolz, Carsten, 2002, *Unternehmungsfinanzierung* [13. Auflage]. SKV: Zürich.

Core, John E., Holthausen, Robert W. & Larcker, David F., 1999, Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics,* 51(3) 371-406.

David, Parthiban, Kochhar, Rahul & Levitas, Edward, 1998, The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation, *Academy of Management Journal,* 41(2) 200-208.

Die Schweizerische Eidgenossenschaft, 2012, Eidgenössische Volksinitiative 'gegen die Abzockerei' [online]. Abgerufen am 25.06.2012 von http://www.admin.ch/ch/d/pore/vi/vis348t.html

Drill, Michael, 1995, *Investor Relations – Funktion, Instrumentarium und Management der Beziehungspflege zwischen schweizerischen Publikums-Aktiengesellschaften und ihren Investoren* [Dissertation]. Freiburg.

Dyl, Edward A., 1988, Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem, *Managerial and Decision Economics,* 9(1) 21-25.

Economiesuisse, 2007, *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* [Deutsche Fassung]. Sihldruck: Zürich.

Ferstl, Jürgen, 2000, *Managervergütung und Shareholder Value.* Deutscher Universitäts-Verlag: Wiesbaden

Gomez-Mejia, Luis R., 1994, Executive Compensation: A Reassessment and a Future Research Agenda in: Ferris, Gerald R. (Hrsg.), *Reasearch in Personnel and Human Resources Management*, Vol. 12, 161-222. Jai Press: Greenwich.

Gomez-Mejia, Luis R., Tosi, Henry & Hinkin, Timothy, 1987, Managerial Control, Performance and Executive Compensation, *Academy of Management Journal*, 30(1) 51-70.

Hambrick, Donald C. & Finkelstein, Sydney, 1995, The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises, *Strategic Management Journal,* 16(3) 175-193.

Hartzell, Jay C. & Starks, Laura T., 2003, Instutional Investors and Executive Compensation, *The Journal of Finance*, 58 (6) 2351-2374.

Hostettler, Stephan, 2011, Über die Konstruktion von Salären – Wer macht, hat Macht: Beobachtungen aus der Praxis in: Osterloh, Margrit & Rost, Katja (Hrsg.), *Die Unternehmung* [Sonderband 1, Jg. 65]. Nomos: Baden-Baden. 86-97.

Ittner, Christopher D., Larcker, David F. & Rajan, Madhav V., 1997, The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts, *The Accounting Review,* 72(2) 231-255.

Jost, Peter, 2001, Die Prinzipal-Agent-Theorie im Unternehmenskontext in: Jost, Peter (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agent-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*. Schäffer-Poeschel: Stuttgart.

Jung, Rüdiger H., Bruck, Jürgen & Quarg, Sabine, 2008, *Allgemeine Managementlehre – Lehrbuch für die angewandte Unternehmens- und Personalführung* [3. Auflage]. Erich Schmidt Verlag: Berlin.

Kaiser, Jürgen, 1990, *Banken und Institutionelle Investoren – Grundlagen, Rahmenbedingungen, Erfolgsfaktoren und bankbetriebliche Gestaltungskonsequenzen* [Dissertation]. St. Gallen.

Khan, Raihan, Dharwadkar, Ravi & Brandes, Pamela, 2005, Insitutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination, *Journal of Business Research,* 58(8) 1078-1088.

Kim, Kyonghee, 2010, Blockholder monitoring and the efficiency of pay-performance benchmarking, *Journal of Corporate Finance,* 16(5) 748-766.

Künzle, Hans R., 2003, Die Ausübung des Stimmrechts durch Institutionelle Vertreter und Institutionelle Anleger und die Corporate Governance in der Schweiz und den USA, in: von der Crone, Hans C., Weber, Rolf, Zäch, Roger und Zobl, Dieter (Hrsg.), *Festschrift für Peter Forstmoser*. Schulthess: Zürich.

Kutasi, Cornelia, 2008, *Managementbeurteilung als Grundlage der internen Nachfolgeplanung für das Topmanagement – Analyse von Mikropolitik* [Dissertation]. Zürich.

Mehran, Hamid, 1995, Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics,* 38(2) 163-184.

Müller, Roland, Lipp, Lorenz & Plüss, Adrian, 1999, *Der Verwaltungsrat – Handbuch für die Praxis* [2. Auflage]. Schulthess: Zürich.

Murphy, Kevin J., 1999, Chapter 38: Executive compensation in: Ashenfelter, Orley & Card, David (Hrsg.), *Handbook of Labor Economics* (Edition 1, Volume 3, Part C). Elsevier. 2485-2563.

Nobel, Peter, 2007, Board und Management Compensation – Ein Inventar rechtlicher Art, in: Druey, Jean N. & Forstmoser, Peter (Hrsg.), *Schriften zum Aktienrecht* [Band 23]. Schulthess: Zürich.

NZZ, 2012a, 3. Mai, Aktionäre bringen die Verwaltungsräte ins Schwitzen [online]. Abgerufen am 24.05.2012 von http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/uebersicht/aktionaere-bringen-die-verwaltungsraete-ins-schwitzen_1.16736159.html

NZZ, 2012b, 28. März, Petroplus: Definitive Nachlassstundung für 6 Monaten – Dekotierung beantragt [online]. Abgerufen am 09.07.2012 von http://www.nzz.ch/aktuell/startseite/artikel-1.16130133

NZZ, 2009, 11. Februar, Die UBS mit begrenztem Bonus-Spielraum [online]. Abgerufen am 12.07.2012 von http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/die_ubs_mit_begrenztem_bonus-spielraum-1.1963681

O'Reilly, Charles A., Main, Brian G. & Crystal, Graef S., 1988, CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories, *Administrative Science Quarterly,* 33(2) 257-274.

Tagesanzeiger, 2012, 16. April, Synthes von der Publikationspflicht des Geschäftsberichts 2011 befreit [online]. Abgerufen am 09.07.2012 von

http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/Synthes-von-Publikationspflicht-des-Geschaeftsberichts-2011-befreit/story/22205444

Peck, Sarah W., 2004, Do outside blockholders influence corporate governance practices? in: John, Kose. & Makhija, Anil K. (Hrsg.), *Corporate Governenance* (Advances in Financial Economics, Volume 9). Emerald Group Publishing Limited.

Rappaport, Alfred, 1986, *Creating Shareholder Value*. The Free Press: New York.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., 1997, A Survey of Corporate Finance, *Journal of Finance,* 52(2) 737-783.

SIX, 2012, Kurzportrait [online]. Abgerufen am 20.06.2012 von http://www.six-group.com/who_we_are/profile/

SIX, 2011, Factsheet – SMI-Familie [online]. Abgerufen am 20.06.2012 von http://www.six-swiss-exchange.com/index_info/online/share_indices/smi/smifamily_factsheet_de.pdf

Spiegel, 2012, 18. April, Aktionäre verweigern Managern den Bonus [online]. Abgerufen am 24.05.2012 von http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/aktionaere-der-citigroup-verweigern-management-die-boni-a-828187.html

Spillmann, Till, 2004, *Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften* [Dissertation]. Schulthess: Zürich.

Werner, Steve, Tosi, Henry L. & Gomez-Mejia, Luis, 2005, Organizational Governance and Employee Pay: How Ownership Structure Affects the Firm's Compensation Strategy, *Strategic Management Journal.* 26 377-384.

Witt, Peter, 2001, Corporate Governance in: Jost, Peter (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agent-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*. Schäffer-Poeschel: Stuttgart.

Eidesstattliche Versicherung

Der Verfasser, Dominik Mattmann, erklärt an Eides statt, dass er die beiliegende Bachelorarbeit mit dem Thema „Blockholder-Aktionäre und Management-Kompensation“ selbständig, ohne fremde Hilfe und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt hat. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten Quellen entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit hat in dieser oder ähnlicher Form oder auszugsweise im Rahmen einer anderen Prüfung noch nicht vorgelegen.

Zürich, 18.07.2012 Dominik Mattmann