



Teil I

Evidenz für Steuerwirkungen auf die Vertragsgestaltung und Verhaltensreaktionen von CEOs





Kapitel 1

Vertragsgestaltung von CEOs

Die Debatte um die Höhe und Struktur von CEO-Gehältern begann in den 80er und 90er Jahren (Murphy 1999). Anlass war der enorme Anstieg der CEO-Gehälter (Frydman & Saks 2010) und die Zunahme von Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil in den USA (Murphy 2013). Nicht zuletzt seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 hat diese Diskussion wieder an Intensität gewonnen.

Es existiert eine Vielzahl an Studien, die sich mit der Höhe und Struktur der CEO-Vergütung befasst. Einen erstmalig umfassenden Literaturüberblick zu diesem Thema bis 1999 gibt Murphy (1999). Frydman & Saks (2010) stellen die Entwicklung der CEO-Vergütung in den USA in der Zeit von 1936 bis 2005 dar. Darüber hinaus führen sie mögliche Determinanten an, welche die beobachtete Entwicklung erklären könnten. Aggarwal (2008) gibt einen umfassenden Überblick über die Literatur bis 2008 zu Höhe und Struktur der CEO-Vergütung. Dabei liegt der Fokus auf den Anreizwirkungen der Vergütung hinsichtlich des Verhaltens von CEOs. Frydman & Jenter (2010) knüpfen an den Überblick von Murphy (1999) an. Sie beschränken sich dabei primär auf empirische Studien bis 2010, die die CEO-Vergütung von börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen analysieren. Murphy (2013) thematisiert insbesondere die Entwicklung der CEO-Vergütung in den USA bis 2011 und fasst den Stand nach theoretischer und empirischer Sicht bis 2013 zusammen. Er betrachtet dabei sowohl steuerliche als auch nicht-steuerliche Faktoren.

Der folgende Abschnitt 1.1 befasst sich mit der Höhe der CEO-Vergütung. Im anschließenden Abschnitt 1.2 steht deren Struktur im Vordergrund.

1.1 Vergütungshöhe

Die Höhe der CEO-Vergütung ist, wie bereits von Frydman & Jenter (2010) und Murphy (2013) vorgebracht, aus theoretischer Sicht auf zwei Erklärungsansätze zurückzuführen. Zum einen wird die Vergütungshöhe auf die Efficient-Contracting-Hypothese zurückgeführt. Danach stellt die CEO-Vergütung ein Wettbewerbsgleichgewicht des Marktes um talentierte CEOs her, das über die Nachfrage der Unternehmen und das Angebot an CEOs determiniert wird. Zudem werden Anreize gesetzt, den Firmenwert zu maximieren. Dieser Ansatz kann nicht auf einzelne Autoren zurückgeführt werden. Die Agency-Theorie oder Vertragstheorie ist zur selben Zeit entstanden wie die Literatur zur CEO-Vergütung und wird daher häufig als Erklärung zur CEO-Vergütung herangezogen (Murphy 2013). Edmans & Gabaix (2015) geben einen umfassenden Literaturüberblick über die moderne und klassische Vertragstheorie. Dabei thematisieren sie im Speziellen Modelle, die die CEO-Vergütung betrachten.

Zum anderen wird die Vergütungshöhe auf die Managerial-Power-Hypothese zurückgeführt. Danach gelingt es CEOs das Vergütungskomitee zu ihren Gunsten zu beeinflussen und eine höhere Vergütung zu beziehen. Dieser Ansatz ist primär auf Bebchuk et al. (2002), aber auch auf Jensen & Meckling (1976), Jensen & Murphy (1990), Yermack (1995) und Hartzell et al. (2004) zurückzuführen.

Die Ergebnisse der im Folgenden betrachteten empirischen Studien lassen sich im Wesentlichen auf diese zwei Erklärungsansätze zurückführen. In der Literatur werden häufig die Unternehmensgröße und -leistung, die Corporate Governance, die Fähigkeiten und Outside-Optionen von CEOs sowie Peer-Groups als Einflussfaktoren der CEO-Vergütung betrachtet. Der Einfluss von Steuern auf die CEO-Vergütung ist dagegen noch selten Gegenstand der Literatur. Die Ergebnisse ausgewählter empirischer Studien werden in Tabelle 1.1 zusammengefasst.

Tabelle 1.1: Literaturüberblick über steuerliche und nicht-steuerliche Faktoren der CEO-Vergütungshöhe

Studie	Hauptergebnis
Unternehmensgröße/-leistung:	
Gabaix & Landier (2008)	Der marginale Einfluss von Topmanagern ist eine steigende Funktion des Firmenwerts. Folglich leiten die besten Manager große Unternehmen und die Vergütung steigt mit der Unternehmensgröße.



- Gayle & Miller (2009) Große Unternehmen sind mit größeren Agency-Problemen (Moral-Hazard) konfrontiert und müssen daher die Manager zunehmend am Erfolg beteiligen. Die zusätzliche Risikoübernahme wird über eine höhere Vergütung kompensiert.
- Murphy (1985) Die Vergütung ist positiv mit der Aktienrendite und dem Umsatzwachstum korreliert.
- Hermalin & Wallace (2001) CEOs werden für eine gute Unternehmensleistung positiv entlohnt, um Arbeitsanreize zu setzen.
- Bell & Reenen (2013) Die zunehmende Erfolgsbeteiligung der Manager kann die hohe Vergütung in Großbritannien erklären.

Verschuldungsgrad:

- Ryan & Wiggins (2001) Die aktienbasierte Erfolgsbeteiligung ist in Unternehmen mit einem hohen Verschuldungsgrad geringer.

Corporate Governance:

- Core et al. (1999) Manager in Unternehmen mit einer schwachen Corporate Governance werden höher entlohnt.
- Bertrand & Mullainathan (2000) Unternehmen mit einer starken Corporate Governance koppeln die CEO-Vergütung zunehmend an seine Leistung und reduzieren die Erfolgsbeteiligung mit zunehmendem Unternehmensrisiko.
- Chhaochharia & Grinstein (2009) Unabhängige Directors im Vergütungskomitee wirken sich negativ auf die Entlohnung des Managements aus.
- Guthrie et al. (2012) Die Überwachung durch unabhängige Directors, Großaktionäre und institutionelle Anleger begünstigen die Entlohnung.
- Armstrong et al. (2012) Unternehmen mit einer schwachen Corporate Governance greifen zunehmend auf Berater zurück und entlohnen ihre CEOs höher.
- Bereskin & Cicero (2013) Unternehmen, bei welchen CEOs eine feindliche Übernahme verhindern können, vergüten ihre CEOs höher.

Peer-Groups:

- Faulkender & Yang (2010) Unternehmen nutzen Peer-Groups, um die Vergütungshöhe ihres Managements zu rechtfertigen.
- Bizjak et al. (2011) Unternehmen verwenden dabei nicht die relevanten Peer-Groups und verzerren damit die Vergütung nach oben.

Talent, Outside-Optionen:

- Shleifer & Vishny (1989) CEOs binden das Unternehmen durch gezielte spezifische Investitionen an sich und können damit eine höhere Vergütung abgreifen.
- Rajgopal et al. (2006) Die Anforderungen der Unternehmen an die Manager wirken sich positiv auf die Vergütung aus.
- Custódio et al. (2013) CEOs als Generalisten erhalten eine signifikant höhere Vergütung als CEOs als Spezialisten.
- Cremers & Grinstein (2014) CEO-Talent-Pools haben einen signifikanten Einfluss auf die Vergütungspraktiken eines Unternehmens wie zum Beispiel Benchmarking oder Pay-for-Luck, allerdings kann kein Zusammenhang zwischen der Vergütungshöhe und den CEO-Talent-Pools nachgewiesen werden.

Internationaler Vergleich:

- Conyon et al. (2010) Die gegenüber anderen europäischen Ländern höheren Managergehälter in den USA sind auf höhere aktienbasierte Entlohnungskomponenten zurückzuführen.
- Fernandes et al. (2013) Die höhere Vergütung von Topmanagern in den USA wird mit der Anteilseignerstruktur begründet.

Steuern:

- Feldstein & Wrobel (1998) Eine höhere Besteuerung des Arbeitseinkommens führt zu einer Überwälzung der zusätzlichen Steuerlast auf den Arbeitgeber.
- Goolsbee (2000*b*) Die Anhebung des Spitzensteuersatzes in den USA im Jahr 1993 hat zu einer temporären Verschiebung des Einkommens geführt. Diese ist auf eine antizipierte Steuererhöhung und frühzeitige Ausübung von Aktienoptionen zurückzuführen.
- Hall & Liebman (2000) Die temporäre Verschiebung des Einkommens in den USA in den Jahren 1992/1993 ist nicht auf steuerliche Motive zurückzuführen sondern auf die gute Performance des Aktienmarktes.
- Bingley & Lanot (2002), Kubik (2004) Eine höhere Besteuerung des Arbeitseinkommens führt in Dänemark (USA) zu einer teilweisen Überwälzung der zusätzlichen Steuerlast auf den Arbeitgeber.

Dale-Olsen (2012)	Eine niedrigere Besteuerung des Arbeitseinkommens führt zu einer Erhöhung der CEO-Vergütung in Norwegen.
Frydman & Molloy (2011)	Eine Anhebung des marginalen Spitzensteuersatzes hat kurz- bis mittelfristig keinen Einfluss auf die Höhe von Managergehältern.
Kleven et al. (2014)	Eine Anhebung des effektiven marginalen Spitzensteuersatzes wirkt sich positiv auf die Vergütung von Expatriates und hochqualifizierten Immigranten in Dänemark aus.
Piketty et al. (2014)	Die Managergehälter sind negativ mit dem marginalen Spitzensteuersatz korreliert.

1.1.1 Unternehmensgröße/-leistung

Gabaix & Landier (2008) zeigen, dass die steigenden Managergehälter in der Zeit zwischen 1992 und 2004 mit der Zunahme großer US-amerikanischer Unternehmen erklärt werden können. Sie begründen das damit, dass der marginale Einfluss der Fähigkeit des CEOs eine steigende Funktion des Firmenwerts ist. Große Unternehmen haben einen höheren Firmenwert. Die Unternehmensgröße ist demnach eine Proxy für die Nachfrage der Unternehmen nach hochqualifizierten CEOs. Danach werden große Unternehmen ihre CEOs in einem Marktgleichgewicht mit Wettbewerb um talentierte CEOs höher entlohnen. Dagegen führen Gayle & Miller (2009) die steigenden Managergehälter in der Zeit von 1944 bis 2004 eher auf die mit der zunehmenden Unternehmensgröße entstehenden Moral-Hazard-Probleme zurück. Manager in großen Unternehmen haben einen größeren Spielraum für opportunistisches Verhalten. Daher müssen sie verstärkt an dem Erfolg des Unternehmens beteiligt werden, um so die Interessen des Managements den Unternehmenszielen anzupassen. Gleichzeitig werden diese auch einem größeren Risiko ausgesetzt für das sie kompensiert werden müssen.

Murphy (1985) kann zeigen, dass die Vergütung von 500 Topmanagern großer US-amerikanischer Produktionsunternehmen in der Zeit von 1964 bis 1981 mit der Rendite der Aktionäre und dem Umsatzwachstum des Unternehmens positiv korreliert ist. Hermalin & Wallace (2001) weisen für börsennotierte Unternehmen im Spar- und Darlehenssektor in der Zeit von 1988 bis 1993 einen starken positiven Zusammenhang zwischen der Unternehmensleistung und der CEO-Vergütung nach. Um Anreize zu setzen, werden CEOs demnach für gute Leistung positiv entlohnt. Bell & Reenen (2013) führen die in Großbritannien zwischen 1999 und