

Sind österreichische Industrieunternehmen eigentümer- oder managerbeherrscht?

Das Kontrollproblem (Agency-Problem)

Diese Untersuchung befaßt sich mit der Frage, wie Zielbildung, Motivation, Entscheidung, Durchsetzung und Ex-post-Kontrolle in Industrieunternehmen — über die formalen Regelungen hinaus — ablaufen. Ein wichtiger Aspekt ist, welche Personengruppe letztlich die Investitions-, Beteiligungs- und Personalpolitik des Unternehmens bestimmt. Im Laufe der historischen Entwicklung und mit zunehmender Firmengröße verändern sich diese Macht- und Entscheidungsbedingungen in Unternehmen grundlegend.

Kleine und mittlere Einzelunternehmen, deren Eigentümer zugleich Geschäftsführer ist, haben diese Kontrollprobleme¹⁾ nicht. In mittleren und großen Unternehmen jedoch, seien sie Personen- oder Kapitalgesellschaften, spielen auch in der österreichischen Industrie Manager eine zunehmend wichtige Rolle. Die Funktionstrennung zwischen Eigentümer und Management gewinnt grundsätzlich mit dem Firmenwachstum und dem volkswirtschaftlichen Entwicklungsstand an Gewicht. Die Frage, wer in wessen Interesse welche Entscheidungen trifft, tritt damit in den Vordergrund.

Die industrieökonomische Literatur hat sich diesem Problem mit Hilfe des "Principal-Agent"-Ansatzes angenähert, der die Beziehungen zwischen einem Kapitaleigner (Principal) und seinem Manager (Agent) behandelt.

Bereits Adam Smith fällt ein negatives Urteil über die Organisationsform der Aktiengesellschaften: "The directors of such companies, however, being the managers rather of other peoples' money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own ... negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company" (*Smith*, 1776, S. 700). 1932 drückten Berle und Means in ihrem einflußreichen Buch "The Modern Corporation and Private Property" wieder die Sorge über ein "corporate plundering" durch die Manager aus (*Berle — Means*, 1932, S. 355). In neuerer Zeit war das Problem eines Abweichens der Ziele von Managern von denen der Eigner Thema bahnbrechender Arbeiten z. B. von

Marris (1963), *Cowling et al.* (1979), *Williamson* (1964), *Jensen — Meckling* (1976), *Mueller* (1980, 1986). Für Österreich liegt nur eine Arbeit von *Aiginger* (1982) vor, detailliertere Untersuchungen über den Bereich der öffentlichen Unternehmen von *van der Bellen* (1981) und *Fehr — van der Bellen* (1982).

Die Trennung von Eigentum und Management wird dann problematisch, wenn ein Manager andere Ziele verfolgt als der Kapitaleigner und durch Anreize oder andere Kontrollmaßnahmen nicht veranlaßt werden kann, sich eigentümerkonform zu verhalten. Die meisten Untersuchungen zu diesem Problem gehen davon aus, daß Kapitaleigner an Gewinnmaximierung interessiert sind (bei börsennotierten Gesellschaften an einem hohen Aktienkurs), Manager jedoch an ihrem Einkommen, Prestige und Macht, die wiederum nach internationaler empirischer Evidenz mit der Firmengröße positiv korrelieren: Manager verfolgen also nicht Gewinnmaximierung, sondern Firmengröße z. B. Umsatzwachstum, als vorrangiges Firmenziel.

Eine Hauptfrage der Principal-Agent-Literatur ist nun, ob die Eigner durch Entlassung, durch Drohung mit dem Verkauf des Unternehmens, durch Beteiligung des Managers am Unternehmen oder Bindung von Teilen seines Gehalts an den Gewinn und durch andere Anreize das Verhalten des Managers in ihrem Sinn beeinflussen können. Nach der in den USA sehr einflußreichen Schule der Finanzanalytiker um *Jensen* ist gerade der "market for corporate control" (der Markt für Firmenanteilsrechte; siehe dazu *Bayer*, 1988) ein (fast) perfektes Anreizsystem für Manager, sich eigentümerkonform zu verhalten: Manager, die nicht für Gewinnmaximierung und damit hohe Ausschüttungen und Kurse sorgten, liefen Gefahr, ersetzt zu werden. Um dies zu verhindern, verhielten sich Manager gewinnmaximierend (siehe *Jensen*, 1988). In diesem Fall besteht das Kontrollproblem nur latent. Damit es nicht akut wird, schlagen diese Autoren einen unreglementierten Fusionsmarkt vor und lehnen staatliche Regulierung ab, wie sie etwa der neue EG-Vorschlag über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen vorsieht.

Firmenziele und Kontrolle in Österreich: Empirische Hinweise

Aiginger (1982) unterscheidet in seiner Untersuchung der Firmenziele österreichischer Industrieun-

¹⁾ Der Begriff "Kontrolle" wird hier im Sinne der anglo-amerikanischen Literatur mit der Bedeutung "Steuerung Lenkung Einfluß" verwendet (*van der Bellen* 1981 S. 79).

ternehmen nicht zwischen eigentümer- und managementkontrollierten Unternehmen, sondern nach dem Eigentümer. Demnach verhielten sich in den siebziger Jahren private Industrie-Aktiengesellschaften in Österreich überwiegend gewinnmaximierend, direkt oder indirekt verstaatlichte hingegen stärker umsatz- oder beschäftigungsorientiert. Inländische Privatunternehmen erzielten höhere Gewinnquoten als ausländische. Ein Grund könnte in der Möglichkeit für ausländische Unternehmen liegen, durch Verrechnungspreise Gewinne anderswo auszuweisen (Aiginger, 1982, S. 96).

Ein anderer in der internationalen Literatur weit verbreiteter Ansatz beleuchtet die Beziehung zwischen Managergehältern und Firmengröße. Gemäß den nach der Eigentumsform gegliederten Daten über die Lohn- und Vorstandskosten österreichischer Industrie-Aktiengesellschaften von Walterskirchen — Hess (1983) steigen die Kosten eines aktiven Vorstandsmitglieds deutlich mit der Unternehmensgröße: von 1,7 Mill S pro Jahr in kleineren Aktiengesellschaften bis zu 3,7 Mill S pro Jahr in den größten Unternehmen. Gleichzeitig wird eine Hierarchie der Managergehälter von der Verstaatlichten Industrie (2,9 Mill S) über den Banken-Konzernbereich (2,6 Mill S), die Unternehmen im Besitz des Auslands (2,1 Mill S) und im Besitz von Privatpersonen im Inland (2,1 Mill S) deutlich (Übersicht 1)

Die Vorstandsgehälter (nur ein — entscheidender — Teil der gesamten Managergehälter) stehen sowohl mit der Wertschöpfung des Unternehmens (als Näherungsvariable für die Firmengröße) als auch mit der Beschäftigtenzahl in positivem Zusammenhang: Im Durchschnitt bedeutete 1981 1 Mill S mehr an Wertschöpfung 2.500 S mehr an Vorstandskosten bzw. ein um 300 S höheres Gehalt je Vorstandsmitglied. 10 Beschäftigte mehr bedeuteten im Durchschnitt

Übersicht 2

Vorstandsgehälter und Firmengröße

Abhängige Variable	Konstante	WS	Erklärende Variable				R ²
			B	G	DA	DV	
VK	4 890 81	2,47 (11)					0,51
	4 969 45	0,83 (11)					0,49
	4 798 26	2,07 (21)		0,0028 (86)			0,52
VKV	1 965 99	0,26 (27)					0,14
	1 974 63	0,087 (28)					0,13
	1 933 85	0,26 (29)			-112,81 (258)	-206,65 (183)	+535,22 (64)
VKVA	463 51	1,49 (16)					0,33
VKVV	286 57	0,40 (15)					0,42
VKVB	315 31	1,11 (11)					0,49
VKVÖ	248 46	3,89 (9)					0,58

WS = Wertschöpfung
 B = Beschäftigte
 G = Gewinn-Proxy (Wertschöpfung minus Personalaufwand)
 DA = Dummy für Auslandsbesitz
 DV = Dummy für Verstaatlichte
 DB = Dummy für Bankenbesitz
 VK = Vorstandskosten insgesamt

Vorstandskosten je Vorstandsmitglied:
 VKV = insgesamt,
 VKVA = im Eigentum des Auslands,
 VKVB = im Eigentum von Bankenkonzernen
 VKVV = im Eigentum des Staates,
 VKVÖ = im Eigentum von Privatpersonen im Inland

Kursive Zahlen in Klammern = t-Statistik

8.300 S mehr an Vorstandsgehältern bzw. 870 S mehr pro Jahr und Vorstandsmitglied (Übersicht 2). Vorstandsmitglieder österreichischer Industrie-Aktiengesellschaften haben demnach selbst materielles Interesse an der Vergrößerung ihres Unternehmens, sei es an Wertschöpfung und/oder Beschäftigung. Die positive Korrelation zwischen Vorstandsgehältern und der Zahl der Beschäftigten kann aber auch Hinweis auf eine Interessenkoalition zwischen Management und Belegschaft bzw. Belegschaftsvertretung sein, die sich in einem möglichst hohen Beschäftigtenstand ausdrückt. Die Stichprobe eines Jahres reicht nicht aus, um diese Frage erschöpfend zu behandeln.

Die Zielsetzung des Managements, also Firmenvergrößerung, muß jedoch jener der Eigentümer nicht widersprechen. Der Einbau eines Gewinnproxy in die Gleichung zur Bestimmung der Managergehälter bringt einen positiven, statistisch nicht gesicherten Einfluß der Bruttogewinne auf die Managergehälter. Die Signifikanz und Höhe der Größenkoeffizienten sinken. Differenziert man die Managergehälter (pro

Übersicht 1

Vorstandskosten österreichischer Industrie-Aktiengesellschaften
1981

Betriebsgröße	Vorstandskosten je aktives Vorstandsmitglied Mill S
5 000 Beschäftigte und darüber	3,7
1.000 bis 4.999 Beschäftigte	2,7
Unter 1 000 Beschäftigte	1,7
Eigentümer	
Staat	2,9
Bankenkonzerne	2,6
Ausland	2,1
Privatpersonen im Inland	2,1
Insgesamt	2,4

Q: Walterskirchen — Hess (1983 S. 11)

Kopf) nach dem Eigentümer (siehe Übersicht 2), liegen (unter Berücksichtigung des Einflusses der Firmengröße) die Vorstandsgehälter in den Bankenbetrieben über, in Unternehmen des Auslands und in der Verstaatlichten Industrie unter dem Durchschnitt der österreichischen Privatunternehmen. Allerdings sind nur die Koeffizienten der Unternehmen von Bankkonzernen signifikant.

Teilt man nun das Sample nach dem Eigentümer auf, so ergibt sich in allen Bereichen wieder ein statistisch signifikant positiver Einfluß der Firmengröße auf die Managergehälter, allerdings mit deutlich unterschiedlichen Koeffizienten (Übersicht 2)

Weitaus am stärksten beeinflusst die Firmengröße die Vorstandsgehälter in österreichischen Privatunternehmen, gefolgt von den Unternehmen im Besitz des Auslands und der Banken. Weit zurück liegen die Unternehmen der Verstaatlichten Industrie. Ein solches Ergebnis ist plausibel: In der Privatindustrie werden Vorstandsmitglieder meist nach betriebswirtschaftlichen Kriterien und Wettbewerbsbedingungen angestellt und entlohnt, in der Verstaatlichten Industrie (vor allem in der Vergangenheit) auch nach anderen Kriterien. So kann argumentiert werden, daß für alle Vorstandsmitglieder in der Verstaatlichten Industrie unabhängig von der Unternehmensgröße ähnliche Remunerationsbedingungen herrschen, weil die (früher im Parteiproporz) bestellten Manager aus politischen Gründen ähnliche Bedingungen erwarten oder die Parteien für die von ihnen nominierten Manager unabhängig von der Firmengröße vergleichbare Gehälter durchsetzen. Man kann auch argumentieren, daß alle verstaatlichten Unternehmen Teile eines Konzerns sind, der seine Manager möglichst gleichmäßig bezahlt, d. h. Einkommensgleichheit für alle Vorstandsmitglieder des Konzerns herstellen will. Eine dritte Erklärung wäre, daß die Unternehmen der Verstaatlichten Industrie von ihren Vorständen eher bürokratisch als unternehmerisch geführt werden und daher die Firmengröße als Kriterium für die Remuneration weniger wichtig ist als in Privatunternehmen. Für den von der Firmengröße unabhängigen Teil der Vorstandsgehälter gilt die folgende Rangfolge: Er ist in Tochterunternehmen ausländischer Konzerne am höchsten, gefolgt von Unternehmen im Besitz von Banken, verstaatlichten Unternehmen und österreichischen Privatunternehmen.

Die statistische Analyse der Vorstandsgehälter in österreichischen Industrie-Aktiengesellschaften schließt jedenfalls die von der Principal-Agent-Hypothese aufgestellte Vermutung nicht aus, daß österreichische Vorstände sehr wohl an Unternehmensgröße (gemessen an Wertschöpfung oder Beschäftigung), dem damit verbundenen Prestige, Einkommen und auch an wirtschaftlicher Macht interessiert sind. Empirischer Beweis hierfür ist die Tatsache, daß die Vor-

standsgehälter in Österreich eng mit der Unternehmensgröße korreliert sind: in österreichischen und ausländischen Privatunternehmen deutlich stärker, in Unternehmen des Staates und verstaatlichter Banken schwächer.

Kontrolle und Motivation von Managern

Unternehmenskontrolle in den USA und in Großbritannien

Allein aus der Tatsache, daß Vorstandsgehälter stärker von der Firmengröße als vom Unternehmensgewinn abhängen, kann noch nicht geschlossen werden, daß Manager die Unternehmen nicht im Sinne der Kapitaleigner führen, sondern vor allem nach ihren eigenen — davon divergierenden — Interessen. Zwei Punkte sind hierbei relevant: Zum einen zeigen gerade die Daten für Österreich und ihre Untergliederung nach dem Firmeneigentümer, daß die Vorstandsentslohnung in Privatunternehmen mehr, in direkt und indirekt verstaatlichten Unternehmen weniger von der Firmengröße abhängt. Daraus könnte man schließen, daß auch die staatlichen Kapitaleigner nicht vor allem dem Ziel der Gewinnmaximierung, sondern anderen wirtschaftspolitischen Zielen zuneigen (siehe etwa Nowotny, 1979, 1986, van der Bellen, 1987, Itzlinger — Kerschbamer — van der Bellen, 1988), die von denen der Vorstände nicht abweichen müssen. Zum zweiten belegt eine Orientierung der Vorstandsgehälter an der Unternehmensgröße noch nicht, daß Manager (Vorstände) ihre Ziele unabhängig von den Eignern verfolgen können. Um diesen Zusammenhang zu bestimmen, müßten die Kontrollmechanismen in inländischen und ausländischen privaten und verstaatlichten Unternehmen genau analysiert werden.

In einer solchen Analyse durchleuchten Cosh — Hughes (1987) die Zusammensetzung der "Boards" (Leitungsgremien) der größten Kapitalgesellschaften (corporations) der USA und Großbritanniens. Diese Länder unterscheiden nicht zwischen Aufsichtsrat und Vorstand. Ein "Board", dem "executive" und "non-executive" Direktoren angehören, führt das Unternehmen²⁾. In Großbritannien sind ungefähr ein Drittel, in den USA zwei Drittel der Board-Mitglieder "non-executives" und üben somit eine eher kontrollierende als exekutive Funktion aus. In den USA haben mehr als 85% der Generaldirektoren mehr als zwei Drittel ihrer Karriere im selben Unternehmen verbracht, in England mehr als die Hälfte. In beiden Län-

²⁾ Der Generaldirektor solcher Gesellschaften trägt oft den Titel "Chief Executive Officer (CEO) and Chairman of the Board".

dern sind die "non-executives" zu einem großen Teil Direktoren anderer Firmen (oder ehemalige Direktoren desselben Unternehmens), in beiden Ländern kommt eine beträchtliche Anzahl aus verschiedenen Finanzinstitutionen³⁾

In Großbritannien halten Direktoren kaum Aktien der "eigenen" Gesellschaft (nie über 1% der Aktien; *Cosh — Hughes*, 1987, S. 299), in den USA hingegen sehr häufig. Zwar liegt auch hier der Median des Aktienbesitzes unter 1%, doch besitzen Direktoren einer Reihe von Gesellschaften Aktienpakete von mehr als 5%. In beiden Ländern halten jedoch Finanzinstitutionen, die im Board vertreten sind, beträchtliche Aktienpakete: Dem Board der Median-Gesellschaft gehören in den USA 8 Finanzinstitutionen mit mehr als 1% der Aktien an (insgesamt halten sie etwa 15% der Aktien), in England 7 Institutionen mit insgesamt 11% (*Cosh — Hughes*, 1987, S. 300).

Wenn auch der Aktienbesitz der Direktoren gemessen am Anteil gering erscheint, erreicht er doch absolut eine bedeutende Höhe: In den USA sind mehr als 17% der Exekutivdirektoren Pfundmillionäre allein aufgrund ihres Aktienbesitzes, einschließlich der Optionen sogar 22%. Ihr Dividendeneinkommen ist damit ein wichtiger Teil ihres Gesamteinkommens. Deshalb haben diese Direktoren trotz ihres geringen Anteils am gesamten Aktienbesitz doch großes Interesse am Wohlergehen "ihres" Unternehmens. In den USA machen aktienabhängige Einkommensbestandteile 22% des nicht aktiengebundenen Einkommens aus, in England nur 1% bis 2%.

Nach *Cosh — Hughes* (1987) reichen die üblichen Maße, die Eigentümer- oder Managerkontrolle einzig an der Konzentration von Aktienpaketen messen, nicht aus, um die tatsächlichen Entscheidungsverhältnisse abzubilden. Man müsse zwischen dem Aktienbesitz von Angehörigen des Board und von Außenstehenden differenzieren. Die quantitativen und qualitativen Beziehungen zwischen diesen Aktienpaketen, Verflechtungen mit anderem Aktienbesitz, die Vertragsbedingungen, darunter nicht zuletzt das Entlohnungsschema der Spitzenmanager, bestimmen weitgehend, wer tatsächlich im Unternehmen Entscheidungen trifft. Nach dem unterschiedlichen Einfluß all dieser Variablen auf die Motivation der Manager sind verschiedene Kontrolltypen zu unterscheiden. Rein mechanische Schwellenwerte — wie: "weniger als 10% Aktienkonzentration bedeutet Managementkontrolle" — können die komplizierten Phänomene der Managermotivation und -kontrolle nicht erklären und zu irreführenden Schlüssen verleiten (*Cosh — Hughes*, 1987, S. 310).

Oberflächlich gesehen scheinen die Boards von Aktiengesellschaften in Großbritannien von geschäftsführenden Direktoren beherrscht, die den Großteil ihrer Karriere im Unternehmen verbracht haben. Da die Manager auch nur geringe Aktienanteile ihrer Unternehmen halten, würde dies auf weite Freiräume für die Verfolgung von Managerinteressen hindeuten. Andererseits besitzen jedoch in großen Unternehmen Vertreter von Finanzinstitutionen große Aktienpakete und können damit erheblichen Einfluß auf die Entlohnung und die Auswahl des Managements und auch auf die Reaktion auf Übernahmeangebote ausüben. Dies wiederum läßt auf ein ziemlich effektives Kontrollsystem bestimmter Eigentümerinteressen schließen.

In den USA ergibt sich, entgegen dem ersten Augenschein, ein ähnliches Bild: Einerseits gehören den Boards meist mehr "non-executives" als "executives" an. Zweitens haben Manager über Aktienbesitz und Optionen und die daraus fließenden Einkommen bedeutende Eigentumsinteressen an ihren Gesellschaften. Darüber hinaus können in einer Reihe von Gesellschaften Finanz- und Pensionsfonds (ihre) Eigentümerinteressen zumindest potentiell durchsetzen. Eigentümerinteressen dürften also die (abweichenden) Managerinteressen überwiegen.

Zweifellos trifft das Bild vom besitzlosen Manager, der das durch immer größere Streuung von Aktienbesitz, durch die Abwesenheit der Eigentümer und durch sehr hohe Kontrollkosten geöffnete Machtvakuum zu seinen Gunsten ausnützt, nicht (mehr) in dieser Form zu. Eine Reihe interner Beschränkungen, die die Eigentümerinteressen durch Vertragsgestaltung, Entlohnungsschema und andere Kontrollen wahren sollen, und die Gefahr, bei zu "schlechten" Ergebnissen durch ein anderes Managementteam ersetzt zu werden, können wirksame Anreize für das Management sein. Dazu kommt in europäischen Unternehmen auch der formelle und informelle Einfluß von Belegschaften und ihren Vertretungen, die in die Firmenentscheidungen zusätzliche, nicht unbedingt von den Zielen der Manager verschiedene Interessen einbringen.

Diese Überlegungen ziehen zumindest einfache Hypothesen über den Kontrolltypus in Zweifel. Trotz der hier angeführten Kontrollmöglichkeiten können jedoch Manager noch immer weite Freiräume schaffen, wenn sie bestimmte Koalitionsstrategien verfolgen und ihren Informationsvorsprung wahren. In den USA ist es z. B. verschiedenen Vorständen im Zuge der laufenden Fusionswelle gelungen, ihre Kündigung vertraglich fast auszuschließen (siehe z. B. *Jensen*, 1988). Die Entscheidungsverhältnisse in Unternehmen sind jedenfalls nicht aus der Analyse rein formaler Regelungen allein, sondern nur mit Hilfe ergänzender Fallstudien eindeutig zu bestimmen.

³⁾ Den Einfluß von Finanzinstitutionen auf Unternehmen in der BRD untersuchte *Gottschalk* (1988) in Österreich *Fehr — van der Bellen* (1982 S. 136f).

Managementkontrolle in Österreich

Im einfachen Modell der Managementkontrolle wird durch die Drohung einer Firmenübernahme und die meist damit verbundene Absetzung des Managements ein wirksamer Druck auf die Manager ausgeübt, sich den Interessen der Eigentümer zu unterwerfen. Das Management ist jedoch über die tatsächliche Firmenleistung bedeutend besser informiert als Außenstehende. In der Praxis liegt die beste Überlebensstrategie des Managements im Größenwachstum des Unternehmens. Effizienz und Rentabilität haben hingegen geringen Einfluß (*Geroski — Jacquemin*, 1985, S. 199f).

Das volkswirtschaftliche und gesellschaftsrechtliche Problem der Kontrollfrage besteht darin, Anreizsysteme für Manager zu finden, die eine optimale Unternehmensführung im Sinne der Volkswirtschaft, der Kapitaleigner und der Beschäftigten gewährleisten. In der Realität und besonders in Mitteleuropa entsprechen die modellhaften Vorstellungen von vollständiger Konkurrenz, aber auch optimaler Kontrolle durch ungehinderten Unternehmensan- und -verkauf nicht der Praxis.

Zum einen ist gerade in Österreich das Eigentum an Aktiengesellschaften meist sehr stark von der öffentlichen Hand, von Banken oder Familien dominiert, der Streubesitz ist äußerst gering. Zum anderen verpflichtet das Aktiengesetz das Management zu nur vage definierten Zielen, die auch der Gesamtwirtschaft und den Beschäftigten dienen; zum dritten werden durch die Art der Bestellung von Aufsichtsräten, durch die Verschränkungen mit anderem Industrie- und Finanzkapital aus dem In- und Ausland sowie durch Ausmaß und Art der Mitbestimmung im Aufsichtsrat, aber auch auf Unternehmens- und Betriebsebene durch Gewerkschaft und Betriebsrat ganz andere Kontrollmechanismen frei (und nötig) als in den USA oder in Großbritannien. *Fehr — van der Bellen*, (1982, S. 144f, S. 150) kritisieren die Möglichkeiten der Belegschaftsvertreter, im Aufsichtsrat verstaatlichter Unternehmen kontrollierend tätig zu sein. Sie bezeichnen die aktienrechtliche Stellung des Aufsichtsrates gegenüber dem Vorstand in Österreich generell als schwach.

In weiten Bereichen der direkt und indirekt verstaatlichten Industrie weist die Realität der Managerauswahl auf enge Verflechtungen zwischen Kontrolle und Management hin: In einer Reihe von Unternehmen (besonders, aber nicht nur der Energieversorgung) sind die Spitzenmanager von politischen Parteien eingesetzt, die auch als Eigentümervertreter die Richtlinien für die Managerkontrolle vorgeben. Manager, die gleichzeitig wichtige Parteifunktionen (formell oder informell) innehaben, kontrollieren sich also gleichzeitig durch ihre politische Tätigkeit selbst oder schaf-

fen zumindest die Gesetze und Bedingungen dafür⁴). Solche Verflechtungen stellen die effektive Kontrolle der Interessen der tatsächlichen Eigentümer in Frage. Überspitzt ausgedrückt wird durch solche Personalverflechtungen die Trennung zwischen Kapitaleigner und Management wieder aufgehoben, also eine Situation geschaffen, wie sie eher für eine kleine Personengesellschaft typisch ist. Allerdings tragen diese Manager/„Eigner“ nicht das wirtschaftliche Risiko des Eigentümers, da sie durch ihre (auch zumindest indirekt von ihnen selbst formulierten) Manager- und Pensionsverträge abgesichert sind und das Verlust- und Konkursrisiko auf die öffentliche Hand bzw. die Beschäftigten übergeht.

Anders ist dies z. B. in Japan: Dort erhalten Manager relativ niedrige Gehälter, dafür aber die Möglichkeit einer sicheren internen Karriere und sind praktisch pragmatisiert. Durch flache Hierarchien und starke Betonung von Rotation und Teamarbeit (auch über Hierarchien hinweg) werden sehr effiziente Managementleistungen erbracht, obwohl die Drohung einer Firmenübernahme weitgehend fehlt. Besondere Motivation erzeugen die am Lebenseinkommen orientierten Gehälter (hohe Abfertigungen, Pensionsverträge), da sie das Management eng an das Unternehmen binden, aber auch die Vorteile des internen Unternehmenswachstums durch Aufstiegsleitern verteilen (*FitzRoy*, 1988, S. 244). In Österreich sind in öffentlichen Unternehmen ähnliche Absicherungen und formale Regeln für die Manager zu beobachten, allerdings begleitet von unterschiedlichen partei- und lokalpolitisch geprägten Interessenkoalitionen zwischen Management, Aufsichtsrat, Politik und Belegschaftsvertretung (*Fehr — van der Bellen*, 1982, S. 132). Solche Mechanismen sind nach außen nicht transparent und erschweren Zielformulierung, Durchführung und Kontrolle im Unternehmen erheblich. Als Folge der von diesen Verflechtungen mitverursachten Krise der ÖIAG Ende 1985 wurden nunmehr — zumindest formal — die Kompetenzen klarer abgegrenzt und betriebswirtschaftliche Ziele formuliert sowie — zu ihrer Durchsetzung — die Organisationsstruktur erneuert (*ÖIAG*, 1987).

Weniger als die Hälfte der österreichischen Manager werden (laut einer Untersuchung der Erfolgsabhängigkeit von Managergehältern in den 2000 größten Unternehmen in Österreich; *Swoboda — Walland*, 1987) erfolgsorientiert entlohnt. Zwar befürworten 70% der befragten Manager die Entlohnung der ersten Führungsebene mit einem erfolgsabhängigen Anteil von mehr als 30%, aber nur 13,3% der Manager der ersten Führungsebene erhalten sie (*Swoboda —*

⁴) Etwa ein Spitzenmanager eines öffentlichen Unternehmens, der gleichzeitig dem Vorstand seiner Partei und der gesetzgebenden Körperschaft seines Bundeslandes angehört, die Aufsichtsrat und Vorstand bestellt.

Walland, 1987, S. 217) Der Grad der erfolgsabhängigen Entlohnung ist nur mit der Führungsebene und mit der Gewinnsituation des Unternehmens korreliert, nicht aber mit Dienstalter, Wirtschaftszweig und Betriebsgröße. Da gleichzeitig eine hohe Präferenz der Manager für unkündbare Pensionsverträge besteht und überdies der österreichische Managermarkt (nach Swoboda — Walland, 1987) relativ wenig transparent ist, dürften die in Österreich vorherrschenden Remunerationsschemata auf Manager nur wenig Anreiz ausüben, sich eigentümerkonform zu verhalten. Daß Manager sich überwiegend für stärker erfolgsabhängige — vor allem gewinnabhängige — Entlohnung aussprechen und daß junge Manager viel weniger an Pensionsverträgen interessiert sind, kann Ausdruck eines Trends zu verstärkt gewinnabhängiger Entlohnung auch in Österreich sein. Dies würde zweifellos den Anreiz für Manager vergrößern, im eigenen und im Interesse der Kapitaleigner gewinnsteigernde Strategien zu verfolgen.

Schlußfolgerungen und Vorschläge

In Österreich gibt es nur wenige Untersuchungen über Kontrolle und Motivation von Managern. Detaillierte Fallstudien könnten das Wissensdefizit auffüllen. Wegen dieser Informationslücken sind die internationalen Erfahrungen (vor allem aus den USA und aus Großbritannien) nur eingeschränkt auf Österreich zu übertragen.

Vor allem muß man berücksichtigen, daß sich Unternehmen in Mitteleuropa in vieler Hinsicht deutlich von jenen in den USA und in Großbritannien unterscheiden. Verschiedene neuere Mechanismen könnten diesem Unterschied Rechnung tragen und die Kontrolle verbessern. Dazu zählen häufigere Management-buy-outs (Übernahme des Unternehmens durch die Manager, meist mit sehr hohem Fremdkapitalanteil finanziert; FitzRoy, 1988), die eine betont eigentümerähnliche Funktion von Managern mit hoher Außenfinanzierung und damit Kontrolle durch den Kapitalmarkt kombinieren. Auch der forcierte Einsatz von stimmlosen Vorzugsaktien oder eine Verstärkung des Stimmrechtes von Kleinaktionären, etwa durch Befristung der Verträge für das Management auf ein Jahr und Bindung der Wiederwahl an eine Mehrheit unter den tatsächlich abgegebenen Stimmen, könnte die Manager dazu veranlassen, im Sinne der Eigentümer zu handeln. Mit Hilfe dieser Regel könnte das Management relativ leicht ausgetauscht werden, ohne daß man den kostspieligen und ressourcenbindenden Weg von "feindlichen Übernahmen"⁵⁾ gehen

⁵⁾ Feindliche Übernahmen ('hostile takeovers') werden gegen den Willen und ohne Zustimmung des Vorstands der Zielfirma versucht (siehe Bayer, 1988 S. 560f).

müßte (FitzRoy, 1988, S. 245). Andererseits scheint eine so verkürzte Laufzeit von Managementverträgen industriepolitisch bedenklich, da sie einen starken Anreiz auf das Management ausüben würde, kurzfristig wirksamen Entscheidungen mehr Gewicht zu geben als mittel- bis langfristig wirksamen.

Man könnte auch vorschlagen, unter der Annahme eines funktionierenden Kapitalmarktes alle Unternehmensgewinne als Dividenden auszuschütten, sodaß jede Nettoinvestition der Kontrolle der Außenfinanzierung unterliegt. Dies würde den Ressourcentransfer von ineffizienten zu (neuen) effizienten Unternehmen beschleunigen und gleichzeitig einen zumindest teilweisen Ersatz für die in Europa unterentwickelten Venture-Kapitalmärkte schaffen (FitzRoy, 1988, S. 245).

Neben diesen Vorschlägen wirkt eine Reihe von ebenfalls den Anforderungen in Europa angepaßten internen und externen Kontrollmechanismen, die die zerstörerische Wirkung und die hohen sozialen Kosten ungehemmter Fusionswellen als Mittel zur Kontrolle des Managements vermeiden könnten. Die Mitbestimmung des Betriebsrates etwa übt durch die Verpflichtung des Managements zur laufenden Information zumindest formell Kontrollfunktionen aus. Allerdings könnten Management und Betriebsrat bei schwachem oder öffentlichem Eigentümer "Verteilungskonkordien" bilden und sich so Renten auf Kosten des Eigentümers, der Allgemeinheit oder anderer Unternehmen sichern.

Cosh — Hughes (1987) schlagen vor, nicht so sehr auf den Druck durch drohende Übernahmen zu setzen, um Effizienz und Motivation des Managements zu steigern, sondern die internen Kontrollmechanismen durch Aufsichtsorgane und Finanzinstitutionen zu stärken. Dies erfordert erhöhte Aufmerksamkeit bei der Auswahl von Aufsichtsräten (non-executives) und eine genaue Analyse des soziologischen und wirtschaftspolitischen Umfeldes, in dem diese agieren. Eine Vernachlässigung dieser Bedingungen führt weniger zu effektiver interner Kontrolle als zu größerem Informationsaustausch zwischen den Spitzen verschiedener Unternehmen, und dies ermöglicht die Aneignung privater Insider-Gewinne auf Kosten der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt (Cosh — Hughes, 1987, S. 312).

Die Frage, wer in Österreich die entscheidende Kontrolle über Industrieunternehmen ausübt, umfaßt folgende Aspekte:

Zuerst ist nach der Zielformulierung durch die jeweiligen Eigentümer (Privatpersonen, Staat, Inland, Ausland) zu unterscheiden: Möglicherweise verfolgt z. B. der Staat als Eigentümer nicht vorrangig das Ziel der Gewinnmaximierung (Aiginger, 1982, van der Bellen, 1987). Die Bestrebungen zur Sanierung der verstaat-

lichten Unternehmen peilen allerdings viel stärker betriebswirtschaftliche Ziele an. Auch ist für Österreich nicht unbedingt davon auszugehen, daß die Interessen aller Kapitaleigner eines Unternehmens gleich sind. Das Aktienrecht bevorzugt eindeutig die Mehrheitseigentümer⁶⁾

Die internen Kontrollinstanzen in direkt und indirekt verstaatlichten Unternehmen sind durch die oft parteipolitische Auswahl, die Modalitäten ihrer Bestellung, ihre politischen, geschäftlichen und regionalen Loyalitäten vielleicht anderen Zielfunktionen verbunden als der Eigentümer. In Tochterfirmen ausländischer multinationaler Konzerne erfolgt die Kontrolle oft weniger über Aufsichtsräte als über direkten Eingriff der Mutter in die Geschäftsführung. Detaillierte Untersuchungen müßten hier die Motivationsstrukturen von Kontrollorganen und Managern beleuchten.

Aktienbesitz ist in Österreich sehr gering gestreut. Bis vor kurzem wurden Aktien der verstaatlichten Industrieunternehmen nicht an der Börse gehandelt, sondern waren zu 100% Eigentum des Bundes. Ähnliches gilt für den Bankenbesitz und auch, abgeschwächt, für Tochterunternehmen ausländischer multinationaler Konzerne. Auch in österreichischen Privatfirmen, die oft Familienbesitz sind, erreicht der Festbesitzanteil häufig weit über 80%. Der Umsatz an der Wiener Börse stieg erst 1985 von vorher durchschnittlich 2,0 Mrd. S auf 14 Mrd. S und erreichte 1986 21 Mrd. S, 1987 19 Mrd. S. Dennoch ist der Aktienbesitz in Österreich noch immer nicht breit gestreut. Österreichische Industrie-Aktiengesellschaften sind also zum größten Teil in der Hand von einem einzigen oder sehr wenigen Eigentümern. Diesem Muster entspricht auch die Rechtslage (siehe dazu Fußnote 6).

Die Probleme der letzten Jahre im indirekt und direkt verstaatlichten Bereich haben gezeigt, daß die interne Kontrolle in den betroffenen Firmen bis vor kurzem in weiten Bereichen nicht effektiv war. Auch verschiedene Rechnungshofberichte belegen dies. In der Verstaatlichten Industrie wurden erst mit der Umorganisation seit 1986 zumindest der Form nach effiziente Kontrollinstanzen eingesetzt. Inwieweit diese auch tatsächlich effektiv werden, wird die Zukunft zeigen. Doch ist auch jetzt die Aufsichtsratsauswahl noch mehr von Interessenausgleich als von Effizienz, Fachwissen und Unabhängigkeit geprägt. Interessanterweise besitzt der Allein-Eigentümer in der ÖIAG zur Zeit keine Mehrheit im Aufsichtsrat. Anders ist dies bei Tochterunternehmen ausländischer multinationaler Konzerne — sie verfügen schon seit Jahren über ein internes Kontrollwesen nach internationalem Standard.

⁶⁾ Zum Beispiel werden alle Aufsichtsräte mit Stimmenmehrheit bestellt. Das bedeutet, daß auch 49,9% des nicht Aktienkapitals ausreichen, um ein Aufsichtsratsmitglied zu bestimmen.

Insgesamt entsteht ein widersprüchliches Bild der Kontrollsituation in Österreichs Industrie-Aktiengesellschaften: Einerseits ist der Aktienbesitz auf wenige Eigner konzentriert, die daher erheblichen Einfluß auf das Management haben. Andererseits ist die Eigentümerstruktur in weiten Bereichen der österreichischen Industrie stark partei- und/oder bankenbestimmt, sodaß möglicherweise andere Kriterien als wirtschaftliche Effizienz und Gewinnmaximierung die Unternehmensziele beherrschen. Überdies verfügen Manager (zumindest galt dies in der Vergangenheit) gerade aufgrund dieser Eigentümerstruktur über weitreichende Autonomie in Fragen der Betriebsführung, solange diese anderen Ziele erfüllt waren oder zumindest nicht auffallend verletzt wurden. Wegen der oft parteipolitisch geprägten Auswahl von Management und Aufsichtsrat waren Manager dank der Stabilität parteipolitischer Relationen auch bei Erfolglosigkeit kaum von Entlassung bedroht, vielmehr durch Proporzabsprachen gleichsam pragmatisiert und durch großzügige Pensionsverträge materiell abgesichert. Darüber hinaus sind Manager und Kontrollorgane häufig politischen Parteien und regionalen Interessen verpflichtet. Daraus entstehen neue Interessenskoalitionen, die das einfache Schema "hie Eigentümerinteressen — hie Managerinteressen" sprengen. Dies hat sicher die Motivationen der dort beschäftigten Manager deutlich geprägt. Sie standen auch bis vor kurzem nicht unter dem "Disziplinierungsdruck" der Drohung einer Übernahme des Unternehmens und Ablösung des Managements.

Verschiedene Hypothesen über die Kontrolle in österreichischen Industrie-Aktiengesellschaften erfordern genauere Überprüfung:

Der Staat als Eigentümer verfolgte — zumindest bis 1985 — nicht eindeutig das Unternehmensziel der Gewinnmaximierung. Regional-, beschäftigungs- und versorgungspolitische Zielsetzungen dominierten und dürften über partei- und regionalpolitische Kanäle einen Interessenausgleich zwischen Eigentümer, Management und Belegschaft hergestellt haben (zumindest teilweise auf Kosten der Steuerzahler). Interne effektive Kontrollmechanismen fehlten weitgehend, die externe Kontrolle war von unternehmensfremden Überlegungen dominiert.

Die Ziele von Unternehmen im Besitz der Banken dürften ebenfalls weniger von Gewinnmaximierung als von Verlustvermeidung, Prestigedenken und versorgungspolitischen Gegebenheiten geprägt gewesen sein. Hier bestanden zwar zumindest formell bessere Voraussetzungen für interne Kontrollmechanismen — vor allem aufgrund der finanzwirtschaftlichen Kenntnisse der nominierten Aufsichtsorgane. Doch war auch hier das Management, wenn es von den Unternehmenszielen nicht allzu weit abwich, mit hoher Autonomie ausgestattet und langfristig materiell ab-

gesichert. Erst die Bemühungen der Eigentümer zur Sanierung der Krisenerscheinungen in vielen dieser Unternehmen verstärkten in den achtziger Jahren die interne und externe Kontrolle. Gleichzeitig wurde durch die Abspaltung von Unternehmensteilen und den Verkauf von Unternehmen zusätzlich Druck auf das Management ausgeübt, verstärkt auf Gewinnmaximierung zu achten.

Im direkt und indirekt verstaatlichten Bereich haben Manager, gemessen an den laufenden Gehältern, besonders hohe Pensionsansprüche. Dies ist sicher ein Anreiz für die Manager, den Eintritt in die Pension bei guter Gesundheit zu erreichen.

In österreichischen Privatunternehmen kann man aufgrund der hohen Eigentumskonzentration starke Eigentümerkontrolle erwarten. Wo ein Eigentümer selbst der Geschäftsleitung angehört, entstehen keine Kontrollprobleme. Statistische und empirische Hinweise zeigen eine sehr hohe Abhängigkeit der Entlohnung von Vorstandsmitgliedern dieser Unternehmen von der Firmengröße. Eine Identität von Eigentümer und Vorstand ließe aus Steuergründen die Gewinnabführung über Geschäftsführergehälter vermuten. Gehört der Eigentümer nicht der Geschäftsführung an, dann läßt diese Konstellation nach der Principal-Agent-Hypothese eher vermuten, daß das Management die Unternehmenspolitik bestimmt. Diese Vermutung wird durch die geringe Erfolgsabhängigkeit der Entlohnung bestärkt.

In Tochterunternehmen ausländischer multinationaler Konzerne ließe der Zusammenhang zwischen Gehaltshöhe und Firmengröße ebenfalls Managerkontrolle annehmen. Allerdings verfügen diese Unternehmen über das bestausgebaute interne und externe Kontrollinstrumentarium in der österreichischen Wirtschaft; wenn diese Kontrolle effizient ist, kann man jedenfalls Eigentümerkontrolle annehmen. Statistische Tests können hier fehlgehen, weil die Variablen

auf denen sie aufbauen, möglicherweise durch Verrechnungspreispraktiken verzerrt sind. Zudem legt die Korrelation zwischen Managergehältern und Firmengröße nicht unbedingt die Kausalität "Manager maximieren Firmengröße" fest, sondern kann auch umgekehrt dadurch bestimmt sein, daß größere Unternehmen von ihrem Management größere Leistungen erwarten und deshalb auch bezahlen.

In letzter Zeit stellte sich in der Verstaatlichten Industrie und in den Bankkonzernen erstmals die Frage nach Unternehmenszielen und Managementkontrolle, als gravierende Versäumnisse und große Verluste sichtbar geworden waren. In der Folge wurden Organisation und Kontrolle effizienter strukturiert.

Dennoch bleibt das institutionell-politische Umfeld der Unternehmensführung in manchen Teilen der österreichischen Industrie vielschichtig. Eingehende Untersuchungen der Ziel- und Kontrollstrukturen einzelner Unternehmenstypen könnten weiteren Aufschluß geben. Vor allem muß, über den von der internationalen Literatur vorgegebenen Rahmen hinaus, die Frage der "Beschäftigung" mit berücksichtigt werden. Das Bild divergierender Interessen der Principal-Agent-Literatur wird dadurch um einen dritten Pol erweitert und entspricht umso mehr der Realität; dies ermöglicht und erfordert eine Vielzahl zusätzlicher Kontrollvarianten.

Derzeit scheint die Verbesserung der internen und externen Kontrollmechanismen (sowohl auf gesetzlicher Basis wie auch auf Unternehmensebene) in Österreich jedenfalls vordringlicher als die Einrichtung eines Mechanismus, der Manager über erweiterte Möglichkeiten für den Aufkauf von Unternehmen — mit allen aus den USA und aus Großbritannien bekannten gesellschaftlichen Kosten (Bayer, 1988) — zur Wahrung der Interessen des Eigentümers veranlaßt.

Kurt Bayer

Literaturhinweise

Adams, Qu, W., Brock, J. W.: *The Bigness Complex: Industry Labor and Government in the American Economy*. New York 1987.

Aiginger, K.: 'Flexibilität, Wachstum und Rentabilitätsunterschiede in der österreichischen Industrie'. *Quartalshefte der Girozentrale* 1982, 17(2).

Alchian, A., Demsetz, H.: 'Production, Information Costs and Economic Organization'. *American Economic Review* 1972, 62(5).

Bayer, K.: 'Fusionen und Beteiligungen. Was bedeutet die internationale Fusionswelle für Österreich?'. *WIFO-Monatsberichte* 1988, 61(10).

Berle, A., Means, G. D.: *The Modern Corporation and Private Property*. Chicago 1932.

Cosh, A. D., Hughes, A.: 'The Anatomy of Corporate Control: Directors, Shareholders and Executive Remunerations in Giant US and UK Corporations'. *Cambridge Journal of Economics* 1987, 11.

Cowling, K., Stoneman, P., Cubbin, J., Hall, G., Domberger, S., Dutton, P.: *Mergers and Economic Performance*. Cambridge 1979.

Demsetz, H.: 'Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return'. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 1986, 76(2).

- Dugger W. 'An Institutional Analysis of Corporate Power' *Journal of Economic Issues* 1988 (March)
- Fehr E., van der Bellen A. 'Aufsichtsräte in öffentlichen Unternehmen. Skizzen zur politischen Ökonomie Österreichs' *Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen* 1982 5
- FitzRoy F. R. 'The Modern Corporation: Efficiency, Control and Comparative Organization' *Kyklos* 1988 41(2)
- Francis, A. 'Company Objectives, Managerial Motivations and the Behaviour of Large Firms: An Empirical Test of the Theory of Managerial Capitalism' *Cambridge Journal of Economics* 1980 4
- Geroski P. A., Jacquemin A. 'Industrial Change, Barriers to Mobility and European Industrial Policy' *Economic Policy*, 1985 1
- Gottschalk A. 'Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmungen' *WSI-Mitteilungen* 1988 5
- Hughes, A., Singh A. 'Mergers, Concentration and Competition in Advanced Capitalist Countries: An International Perspective' in Mueller D. C. (Hrsg.) *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison* Cambridge 1980
- Informationen über multinationale Konzerne laufende Jahrgänge
- Itzlinger A., Kerschbamer, R., van der Bellen A. 'Der ÖIAG-Konzern: Wirtschaftliche Performance und Strukturelle Reformen' *Ludwig-Boltzmann-Institut für ökonomische Analysen wirtschaftspolitischer Aktivitäten* Forschungsbericht 1988 (8805)
- Jacquemin A. 'Concentration and Mergers in the E. E. C.: Towards a System of Control' in Hopt K. J. (Hrsg.) *European Merger Control. Legal and Economic Analyses on Multinational Enterprises* Vol. 1 Berlin-New York 1982
- Jensen M. C. 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers' *American Economic Review* Papers and Proceedings 1986 76(2)
- Jensen M. C. 'Takeovers: Their Causes and Consequences' *Journal of Economic Policy* 1988 2(1)
- Jensen M. C., Meckling W. 'The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure' *Journal of Financial Economics* 1976 3(4)
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften 16. Bericht über die Wettbewerbspolitik Brüssel-Luxemburg 1987
- Mariti P., Smiley, R. H. 'Co-Operative Agreements and the Organization of Industry' *Journal of Industrial Economics* 1983 31(4)
- Marris R. 'A Model of the Managerial Enterprise' *Quarterly Journal of Economics* 1963 77
- Marris R. *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Glencoe N. Y. 1964
- Marris R., Mueller D. C. 'The Corporation: Competition and the Invisible Hand' *Journal of Economic Literature* 1980 18
- Morawetz, I. 'Personelle Verflechtungen der Verstaatlichten Industrie mit der Privatindustrie. Zur Geschichte einer personalpolitischen Konstante' in Scherb, M., Morawetz, I. (Hrsg.) *Stahl und Eisen bricht* Wien 1986
- Mueller, D. C. *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison* Cambridge 1980
- Mueller D. C. *The Modern Corporation* Brighton 1986A
- Mueller D. C. *Profits in the Long Run* Cambridge 1986B
- Nowotny, E. 'Verstaatlichte Unternehmen als Instrument der Beschäftigungspolitik in Österreich' *Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen* 1979 2(3)
- Nowotny, E. 'Zur Theorie und Politik der Gemeinwirtschaft' *Wirtschaftspolitische Blätter* 1986 33(6)
- ÖIAG Strukturkonzept zur Neuordnung und Internationalisierung, unveröffentlicht Wien 1987
- Porter M., 'From Competitive Advantage to Corporate Strategy' *Harvard Business Review* 1987 (May/June)
- Ravenscraft D. J., Scherer, F. M. *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency* The Brookings Institution, Washington D. C., 1987
- Scherer, F. M. 'Corporate Takeover: The Efficiency Arguments' *Journal of Economic Perspectives* 1988, 2(1)
- Smith A. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* 1776 (wiederabgedruckt New York 1937)
- Stein, J., *Takeover Threats and Managerial Myopia* unveröffentlicht 1988
- Swoboda P., Walland G. 'Zur Erfolgsabhängigkeit der Managerentlohnung in Österreich und zur Transparenz des österreichischen Managermarktes' *Journal für Betriebswirtschaft* 1987 37(5)
- van der Bellen, A., 'Zur Kontrolle öffentlicher Unternehmen' *Annalen der Gemeinwirtschaft* 1981, 50(1/2)
- van der Bellen A., 'Gewinne in der Verstaatlichten Industrie' *Wirtschaft und Gesellschaft* 1987 13(3)
- Walterskirchen E., Hess W. *Lohnkostenvergleich der österreichischen Aktiengesellschaften* Wien, 1983 (mimeo)
- Williamson O. E. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm* New Jersey 1964
- Williamson, O. E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York 1985