



**Westungarische Universität Sopron**

**István Széchenyi Doktoratsschule der Wirtschafts- und  
Organisationswissenschaften**

**Der Ehrbare Manager:  
Nachhaltige Managervergütung und  
Performance in deutschen  
Familienunternehmen**

---

**Dissertation**

**Tino Bensch, MBA**

Betreuer:

Prof. Dr. Janos Herczeg & Prof. Dr. Stefan Heinemann

Sopron 2016



**Der Ehrbare Manager: Nachhaltige Managervergütung und Performance in deutschen Familienunternehmen**

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében

Készült a Nyugat-magyarországi Egyetem  
Széchenyi István Gazdálkodás- és szervezéstudományok Doktori Iskola  
Vállalatgazdaságtan és Menedzsment programja keretében

Írta:

Tino Bensch

Témavezető: Prof. Dr. Herczeg János/ Prof. Dr. Stefan Heinemann

Elfogadásra javaslom (igen / nem) .....  
(aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton .....%-ot ért el,

Sopron, .....  
a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom (igen /nem)

Első bíráló (Dr. ....) igen /nem  
.....  
(aláírás)

Második bíráló (Dr. ....) igen /nem  
.....  
(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján ..... %-ot ért el

Sopron, .....  
.....  
a Bírálóbizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése: .....

.....  
Az EDHT elnöke

---

**Inhaltsverzeichnis**

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Abbildungsverzeichnis.....	VII
Tabellenverzeichnis.....	X
Formelverzeichnis.....	XI
Kurzzusammenfassung.....	XII
Abstract.....	XIV
1 Forschungsfragen, Methode und Struktur.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Stand der Forschung.....	4
1.3 Forschungsfragen.....	11
1.4 Aufbau der Arbeit.....	11
2 Der Ehrbare Manager als Renaissance des ehrbaren Kaufmannes? Theoretische Einordnung.....	14
2.1 Der Ehrbare Kaufmann im historischen Kontext.....	14
2.2 Ethische Rahmenordnung der Begriffsbildung.....	17
2.3 Der Ehrbare Manager als Alternativbegriff.....	28
3 Managervergütung als Element des Ehrbaren Managers.....	31
3.1 Vergütung und Managerentlohnung.....	32
3.1.1 Rechtliche Perspektive.....	33
3.1.2 Ethische Perspektive.....	34
3.1.3 Gerechtigkeit und Entlohnung.....	36
3.1.4 Ökonomische Perspektive.....	38
3.2 Komponenten der Managervergütung sowie deren Ausgestaltung.....	40
3.2.1 Erfolgsunabhängige Komponenten.....	41
3.2.2 Erfolgsabhängige Komponenten.....	42

---

3.2.3	Versorgungsleistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses .....	46
3.2.4	Abfindungen und Begrüßungsgelder .....	46
3.3	Ausgewählte Elemente der Managervergütung .....	47
4	Familienunternehmen in Deutschland .....	49
4.1	Begriffsbestimmung Familienunternehmen.....	50
4.2	Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen.....	58
4.3	Kapitalmarktperformance .....	62
4.3.1	Grundlagen der Performancemessung .....	62
4.3.2	Performancemessung von Familienunternehmen .....	68
4.4	Managervergütung in Familienunternehmen .....	73
5	Empirische Auswertung zum Zusammenhang von Performance und Managervergütung in deutschen Familienunternehmen .....	76
5.1	Beschreibung der Datenbasis .....	77
5.2	Vergütung der Vorstandsvorsitzenden.....	82
5.3	Performance der Unternehmen .....	87
5.4	Pay for Performance-Analyse .....	93
5.5	Fair Pay-Analyse.....	108
5.6	Vergütung und Performance im Zeitablauf.....	117
5.7	Ergebnisse der Arbeit und ihr Beitrag für Forschung und Praxis .....	123
5.7.1	Beantwortung der Forschungsfragen .....	123
5.7.2	Erkenntnisse der Arbeit für Familienunternehmen und ausgewählte Stakeholder.....	128
5.7.3	Kritische Würdigung und weiterer Forschungsbedarf.....	132
6	Fazit und Ausblick .....	134
6.1	Fazit.....	134
6.2	Ausblick .....	140
Anhang	.....	142
Anhang 1: Zusammensetzung DAX (Dezember 2014).....		142

---

Anhang 2: Zusammensetzung DAXplus Family 30 (Dezember 2014) .....	143
Anhang 3: Bloomberg-Beschreibungen .....	144
Anhang 4: Fair Pay-Analyse DAX 30 (2010-2014) .....	149
Anhang 5: Fair Pay-Analyse DAXplus Family 30 (2010-2014) .....	152
Literaturverzeichnis .....	155

---

**Abkürzungsverzeichnis**

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange (heute: NYSE Amex Equities)
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CC	Corporate Citizenship
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CF	Financial Performance
CFP	Corporate Financial Performance
CG	Corporate Governance
CoE	Cost of Equity
CS	Corporate Sustainability
CSP	Corporate Social Performance
CSR	Corporate Social Responsibility
CSV	Created Shareholder Value
D&O	Directors and Officers
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EK	Eigenkapital
EKR	Eigenkapitalrendite
EPS	Earnings per Share
FBR	Family Business Review

---

F-PEC	Family influence on Power, Experience and Culture
FU	Familienunternehmen
GDV	Gesamtdirektvergütung
GICS	Global Industry Classification Standard
GKR	Gesamtkapitalrentabilität
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
ISO	International Organization for Standardization (Internationale Organisation für Normung)
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
LTI	Long-Term-Incentives
MDAX	Mid-Cap-DAX
ME	Median
MIT	Mid-Term-Incentives
MUP	Mannheimer Unternehmenspanels
MW	Mittelwert
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NFU	Nicht-Familienunternehmen
NYSE	New York Stock Exchange
p.a.	Per annum (pro Jahr, aufs Jahr gerechnet)
PfP	Pay for Performance
PR	Price Index (Kursindex bzw. Preisindex)
RoA	Return on Assets
RoE	Return on Equity
RoE-CoE	Nettoeigenkapitalrendite

---

RPGW	Relativer Performance-Gesamtwert
SFI	Substantial Family Influence
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
std.	standardisiert
STI	Short-Term-Incentives
TR	Total Return (Performanceindex)
TSR	Total Shareholder Return
TSR-CoE	Nettowertschöpfung
u.a.	unter anderem
ÜR	Überrendite
v. Chr.	vor Christus
VGAF	Vergütungsabweichungsfaktor
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz
VV	Vorstandsvorsitzender

---

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit .....	12
Abbildung 2: Einordnung des Ehrbaren Managers im ethischen Kontext.....	14
Abbildung 3: Handlungsstrategien zwischen Gewinn und Gewissen nach Homann .....	19
Abbildung 4: Einordnung der Managervergütung in die Analyse.....	31
Abbildung 5: Struktur des Kapitels.....	50
Abbildung 6: F-PEC Skala des Familieneinflusses .....	54
Abbildung 7: Anteile der Familienunternehmen in Deutschland an allen Unternehmen, an der Gesamtbeschäftigung und am gesamten Umsatz.....	59
Abbildung 8: Risiko und Rendite von Wertpapierportfolios .....	64
Abbildung 9: Risikoarten und Diversifikation.....	66
Abbildung 10: Wertpapierlinie .....	67
Abbildung 11: Struktur der empirischen Analyse.....	76
Abbildung 12: Zusammensetzung DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren .....	79
Abbildung 13: Beschreibung der Datenbasis.....	82
Abbildung 14: Summe der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) .....	83
Abbildung 15: Mittelwert und Median der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014).....	84
Abbildung 16: Mittelwert der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren.....	85
Abbildung 17: Entwicklung der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 .....	85
Abbildung 18: Index des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland von 2010 bis 2014 (zu den jeweiligen Preisen; Basisjahr 2010 = 100).....	86
Abbildung 19: Geometrische Renditen p.a. DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005 bis 2014) .....	87
Abbildung 20: Geometrische Renditen p.a. DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010 bis 2014) .....	88
Abbildung 21: Renditen DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010 bis 2014).....	89
Abbildung 22: Return on Equity DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005-2014).....	90
Abbildung 23: Return on Equity DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014).....	90

---

Abbildung 24: Total Shareholder Return DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005-2014)	91
Abbildung 25: Total Shareholder Return DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)	91
Abbildung 26: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005-2014)	92
Abbildung 27: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)	92
Abbildung 28: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 auf Jahresbasis (2010-2014)	93
Abbildung 29: Entwicklung der Eigenkapitalkosten (CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)	94
Abbildung 30: Nettowertschöpfung (TSR-CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)	97
Abbildung 31: Nettowertschöpfung (TSR-CAPM) DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren	98
Abbildung 32: Nettoeigenkapitalrendite (RoE-CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)	99
Abbildung 33: Nettoeigenkapitalrendite (RoE-CAPM) DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren	100
Abbildung 34: Mittelwerte und Standardabweichungen des RPGW	105
Abbildung 35: Mittelwerte des RPGW DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren	106
Abbildung 36: Mittelwerte und Standardabweichungen des VGAF	107
Abbildung 37: Mittelwerte des VGAF DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren	108
Abbildung 38: Ratings und Kupons von Anleihen von DAX 30 – und Mittelstandsunternehmen	119
Abbildung 39: Unternehmensperformance DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)	120
Abbildung 40: Entwicklung der Vergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)	121
Abbildung 41: Entwicklung der Vergütung der VV DAX 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren	122
Abbildung 42: Entwicklung der Vergütung der VV DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren	122

---

Abbildung 43: Ausgewählte Stakeholder der Familienunternehmen ..... 129

---

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Unternehmen in Deutschland.....	1
Tabelle 2: Ansätze der Unternehmensethik .....	21
Tabelle 3: Meilensteine der CSR-Forschung .....	27
Tabelle 4: Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen.....	62
Tabelle 5: Vergütungsverhältnis der VV DAX 30 zu DAXplus Family 30 .....	84
Tabelle 6: Nettowertschöpfung und Nettoeigenkapitalrendite DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014) .....	101
Tabelle 7: Pay for Performance-Analyse DAX 30 (2010-2014) .....	103
Tabelle 8: Pay for Performance-Analyse DAXplus Family 30 (2010-2014) .....	104
Tabelle 9: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAX 30 (2010-2014).....	110
Tabelle 10: Fair Pay-Analyse DAX 30 (2014) .....	111
Tabelle 11: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAXplus Family 30 (2010-2014).....	112
Tabelle 12: Fair Pay-Analyse DAXplus Family 30 (2014) .....	113
Tabelle 13: Fair Pay-Abweichung DAX 30 (2010-2014).....	115
Tabelle 14: Fair Pay-Abweichung DAXplus Family 30 (2010-2014).....	116
Tabelle 15: Minimum, Maximum, Spannweite und Standardabweichung der Fair Pay-Abweichung DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014).....	117
Tabelle 16: Unternehmensperformance DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014) .....	118
Tabelle 17: Durchschnittliche Bilanzsumme und Marktkapitalisierung 2010-2014 DAX 30 und DAXplus Family 30 .....	123
Tabelle 18: Familienunternehmen mit durchschnittlicher Gesamtvergütung des VV <600.000 TEUR (2010-2014) .....	141

---

**Formelverzeichnis**

Formel 1: CAPM.....	66
Formel 2: Tobin's q.....	69
Formel 3: Vereinfachte Berechnung von Tobin's q.....	69
Formel 4: Return on Assets.....	70
Formel 5: Total Shareholder Return .....	70
Formel 6: Berechnung Shareholder Value Added nach Fernandez.....	95
Formel 7: Berechnung Shareholder Return nach Fernandez .....	95
Formel 8: Berechnung der Aktienrendite (TSR).....	95
Formel 9: Standardisierung Überrendite Börse.....	101
Formel 10: Standardisierung fundamentale Überrendite .....	101
Formel 11: Relativer Performance-Gesamtwert .....	101
Formel 12: Vergütungsabweichungsfaktor .....	102
Formel 13: Pay for Performance-Indikator .....	102
Formel 14: Pay for Performance-Skala.....	102
Formel 15: Fair Pay-Berechnung nach Prinz & Schwalbach.....	109

---

## **Kurzzusammenfassung**

Die vorliegende Arbeit „Der Ehrbare Manager: Nachhaltige Managervergütung und Performance in deutschen Familienunternehmen“ baut auf dem Rahmenmodell des Ehrbaren Managers im Kontext der aktuellen Nachhaltigkeitsdebatte auf und fokussiert insbesondere die performancegerechte Vergütung von Vorständen in deutschen börsennotierten Familienunternehmen.

Der Ehrbare Manager der Neuzeit stellt die Weiterentwicklung des Ehrbaren Kaufmanns dar und kann heute als ein wirtschaftliches und gesellschaftliches Konzept verstanden werden, in dem die Tugenden des Ehrbaren Kaufmanns und die Elemente der aktuellen Nachhaltigkeitsdebatte (Corporate Social Responsibility) vereint werden.

Das Konzept des Ehrbaren Managers zeichnet sich durch strukturelle Maßnahmen aus, welche sich durch eine nachhaltige, gesellschaftlich verantwortungsvolle Unternehmensführung konkretisieren und auch eine gerechte Vergütung der Manager beinhalten. Eine nachhaltige Managervergütung geht auch mit einer leistungsgerechten Bezahlung (Fair Pay) einher. Die Festlegung einer „gerechten“ Vergütungsgrenze erscheint per se nicht möglich, jedoch können die Grenzen von Verteilungs- und Tauschgerechtigkeiten mittels Fair Pay-Berechnungen ermittelt werden.

Familienunternehmen in Deutschland repräsentieren 90% aller Unternehmen und sind ein wichtiger Faktor für die deutsche Volkswirtschaft. Ein wesentlicher Treiber dieses Erfolgs im Wettbewerb scheint auch die Unternehmenskultur im Sinne einer nachhaltigen Unternehmensführung nach dem Konzept eben dieses Ehrbaren Managers zu sein.

Im Rahmen der Analyse sollte zunächst die Hypothese bestätigt werden, ob börsennotierte Familienunternehmen grundsätzlich besser performen als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen. Die Untersuchungsgruppe bildeten dabei die DAXplus Family 30- und die DAX 30-Unternehmen. Unter der Annahme, dass die Hypothese zutrifft, sollte weiterhin analysiert werden, ob Familienunternehmen ihre Manager performancegerecht vergüten und ob diese Vergütung wiederum positiv mit der Unternehmensperformance am Kapitalmarkt korreliert (Fair Pay). Im Falle von Abweichungen (Over-/Underpay) sollte geklärt werden, wie die leistungsgerechte Vergütung des Vorstandes hätte ausfallen dürfen (Pay for Performance).

---

Als Ergebnis der Fair Pay-Analyse, in welcher die Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden mit der Unternehmensperformance verglichen wurde, zeichnet sich als klares Bild ab, dass die Nicht-Familienunternehmen im Durchschnitt eine doppelt so hohe Gesamtdirektvergütung an ihre Vorstandsvorsitzenden im Erhebungszeitraum 2010 – 2014 ausbezahlt haben. Die Performanceanalyse ergab im Gegensatz dazu aber eine deutlich bessere Performance der Familienunternehmen, gemessen am Return on Equity, Total Shareholder Return und dem Tobin's q. Des Weiteren waren die Eigenkapitalkosten (gemessen am CAPM) der Familienunternehmen geringer.

Bei beiden Unternehmensgruppen kann aber entgegen der Hypothese nicht durchgängig von performancegerechten Vergütungen des Managements gesprochen werden. Jedoch sind die Abweichungen der gezahlten Vergütungen von den performancegerechten Vergütungen im Sinne des Fair Pay bei den Familienunternehmen noch deutlich größer, als bei den Nicht-Familienunternehmen. Sie haben keine angemessenen Vergütungsstrukturen umgesetzt und vergüten tendenziell ihre Vorstandsvorsitzenden auch zu gering.

Beim Transfer dieser Ergebnisse in die Praxis bildet sich demnach folgendes Spannungsfeld: Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland bieten ihren Shareholdern im Durchschnitt bessere Renditen, ihren Managern aber im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen absolut und relativ gesehen eine unterdurchschnittliche Vergütung. Als eine der wichtigsten Herausforderungen für die nachhaltige und am Ehrbaren Manager orientierte Unternehmensführung von Familienunternehmen in der Zukunft und im Rahmen des „War for Talents“ ist dies eine Herausforderung, der begegnet werden muss.

Für Nicht-Familienunternehmen ist vor dem Hintergrund der Nachhaltigkeitsdebatte wiederum interessant, warum Familienunternehmen trotz offensichtlich geringerer Vergütungsanreize dennoch besser performen und welche, in weiterer Forschung noch näher zu untersuchenden Aspekte (wie z.B. eine einzigartige Unternehmenskultur, der Einfluss der Familie oder die Strukturierung der Vergütungssysteme), die Treiber der Performance der Familienunternehmen sind.

---

**Abstract**

The work on hand “The Honorable Manager: Sustainable Executive Management Compensation and Performance in German Family Businesses” is based on the framework of the Honorable Manager in context of the current sustainability debate and focuses especially on the just and performance-related payment of board members in German family businesses which are listed at the stock exchange.

The Honorable Manager of the modern age represents the advancement of the Honorable Businessman and can be understood as an economic and social concept today, in which the virtues of the Honorable Businessman and the aspects of the current debate around sustainability (Corporate Social Responsibility) are combined.

The concept of the Honorable Manager is characterized by structural measures, which concretize themselves in a sustainable, socially responsible corporate governance and which also include a fair compensation of the managers. A sustainable manager compensation also accompanies a performance-linked payment (Fair Pay). The determination of “fair” payment ranges does not seem to be possible per se, nevertheless can the boundaries of distributive justice be derived by means of Fair Pay calculations.

Family businesses in Germany represent 90% of all enterprises and are an important factor for the German national economy. An integral part of this success in the market competition also seems to be their corporate culture in terms of a sustainable corporate governance, following the example and role model of just this concept of the Honorable Manager.

Within the framework of this analysis first of all the hypothesis should be confirmed, that family businesses listed at the stock exchange generally perform better than listed non-family businesses. The group in scope here have been the DAXplus Family 30- and the DAX 30-companies. Assuming that this hypothesis can be confirmed, it should further be analyzed whether family businesses pay their managers related to their performance, and whether this again correlates positively with the company performance at the capital market. In case of deviations (Over-/ Under Pay) it should be clarified what the respective fair payment of the management board should have been instead (Pay for Performance).

---

The result of the Fair Pay analysis, in which the total direct compensation of the CEO has been compared with the company performance, clearly reveals that non-family businesses in the survey period 2010 – 2014 paid their management board a total direct compensation which on average was twice as high. The performance analysis in contrast to that shows a better performance of the family businesses in terms of Return on Equity, Total Shareholder Return and Tobin's q. In addition, also the cost of equity capital in family businesses (as measured by the CAPM) proved to be lower.

But for both groups – family and non-family businesses – it can nevertheless contrary to the hypothesis not be stated, that the management is paid just and related to their performance. However, the deviations of the payments from the calculated fair pay compensations are still significantly bigger in family enterprises. They have on average not implemented appropriate compensation structures and have the tendency to also underpay their CEOs.

The transfer of these results into practice reveals the following area of conflict: Listed family businesses in Germany on average offer their shareholders better income returns, but their managers, compared to listed non-family businesses, absolutely and relatively seen a below average payment. This area certainly is a challenge for the sustainable corporate governance of family businesses, which orientates itself at the Honorable Manager, and needs to be taken into special account in context of the "War for talents" in the future.

For non-family businesses it would on the other hand be interesting against the background of the sustainability debate, how family businesses despite obviously lower payment incentives, still perform better and which aspects (e.g. a unique company culture, the influence of the family or the structuring of the compensation system), which should be part of further detailed research, could be the drivers and best practices of the performance of family businesses.

## 1 Forschungsfragen, Methode und Struktur

### 1.1 Problemstellung

Die Performance von börsennotierten Unternehmen generell und die Vergütung ihrer Vorstände korrelieren nicht zwangsläufig positiv, das heißt das ein überdurchschnittlich bezahlter Vorstand kein Garant für überdurchschnittliche Unternehmensperformance (im Sinne des Aktienkurses) ist. Teils werden hohe Vergütungen trotz mangelnder Leistung gezahlt, mit der Folge, dass Investoren sich von den Aktien des Unternehmens trennen.<sup>1</sup>

Ein Großteil der Deutschen Unternehmen sind nicht börsennotiert, wobei sich auch und gerade in den mittelstandsnahen Börsensegmenten diverse Unternehmen finden. Allein im Entry Standard<sup>2</sup> der Frankfurter Wertpapierbörse waren Mitte 2015 119 Unternehmen<sup>3</sup> gelistet. Insbesondere ist ein Großteil der deutschen, vor allem mittelständischen Unternehmen, familien- oder eigentümergeführt. So können ca. die Hälfte der im CDAX<sup>4</sup> vertretenen Unternehmen entsprechend der Founding-Family-Definition als Familienunternehmen klassifiziert werden.<sup>5</sup>

**Tabelle 1: Unternehmen in Deutschland<sup>6</sup>**

<b>Unternehmen in Deutschland</b>	Gesamtunternehmen <sup>7</sup>	Familienunternehmen <sup>8</sup>	Börsennotierte Unternehmen (CDAX) <sup>9</sup>	Börsennotierte Familienunternehmen <sup>10</sup>
<b>Anzahl</b> (Anteil an Gesamtunternehmen)	ca. 2.700.000	ca. 2.430.000 (ca. 90 %)	ca.450 (ca. 0,02 %)	ca. 225 (ca. 0,01 %)

<sup>1</sup> Vgl. Gottschalck, 2015, o.S.

<sup>2</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015f, o.S.

<sup>3</sup> Vgl. Deutsche Börse Xetra, 2015, o.S.

<sup>4</sup> CDAX: Index, der die Wertentwicklung aller deutschen Aktien im Prime Standard und General Standard abbildet. Der Index präsentiert deshalb die gesamte Breite des Regulierten Marktes und bietet sich als Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung des deutschen Aktienmarkts an. Börse Frankfurt, 2015b, o.S.

<sup>5</sup> Vgl. A.-K. Achleitner, Kaserer, Kauf, Günther, & Ampenberger, 2009, S. 11, 36–39.

<sup>6</sup> Eigene Abbildung.

<sup>7</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 20; „Mannheimer Unternehmenspanel (MUP)“, 2015, o.S. Statistisches Bundesamt, 2015a, o.S.

<sup>8</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 20; Stiftung Familienunternehmen, 2014, o.S.

<sup>9</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015a, o.S., und eigene Berechnungen.

<sup>10</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 11, 36–39, und eigene Berechnungen.

Im Vergleich zu den klassischen börsennotierten Konzernen differenzieren sich Familienunternehmen von diesen durch Verantwortungsbewusstsein und Nachhaltigkeit, welche als wesentliche Merkmale der Familienunternehmen gelten.<sup>11</sup> In diesem Zusammenhang ist die Fragestellung nach der Kompensation des Topmanagements (in der Regel vor allem der Unternehmensleitung wie Geschäftsführung und Vorstand je nach Rechtsform) auf der einen Seite und der Performance von börsennotierten Familienunternehmen auf der anderen Seite eine relevante und soweit zu sehen bisher nicht ausreichend wissenschaftlich untersuchte Fragestellung. Daraus abgeleitet ist zumindest heuristisch interessant, ob hier ein weiterer Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Unternehmenserfolg zu sehen ist (was weiteren Untersuchungen vorbehalten bleiben wird).

Der Begriff der Nachhaltigkeit ist breit gefasst und umfasst verschiedenste Aspekte wie Unternehmenskultur, Vergütung, Umweltschutz, soziales Engagement usw.<sup>12</sup> - und Verantwortung.<sup>13</sup> Wesentliche Steuerungs- und Einflussfaktoren auf die unternehmensbezogenen Nachhaltigkeitsaspekte sind allerdings gerade die Vorstände und Topmanager. Diese sind an der Spitze des Unternehmens, sie entwickeln die Mission, Vision und langfristige Strategie und führen die operative Umsetzung. Dabei haben sie auch eine Vorbildfunktion inne, das heißt ihre entwickelten Werte (im Sinne materieller Gehalte von Normen, z.B. „Du sollst nicht betrügen“) sollen sie auch vorleben, in den Zielsystemen des Unternehmens verankern und im Controlling berücksichtigen.<sup>14</sup> Sie handeln dem Grunde nach dabei (wohlwollend neoklassisch verstanden) rational.

Ein rational handelnder Manager wie der in der Neoklassik modellierte Homo Oeconomicus ist in der realen Welt allerdings kaum anzutreffen.<sup>15</sup> Daher geht die Neue Institutionenökonomik von opportunistischem Verhalten der handelnden Personen in einer nicht durchschaubaren Welt aus. Ein Opportunist ist im allgemeinen Sprachgebrauch eine Person, die zweckmäßig handelt, um sich der jeweiligen Lage anzupassen und einen Vorteil daraus zu ziehen. Opportunismus wird häufig mit politischem und sozialem Bezug als grundsatz- oder charakterloses Verhalten beschrieben. Ein opportu-

---

<sup>11</sup> Vgl. Haussmann, 2012, S. 11–14.

<sup>12</sup> Vgl. anstatt vieler Schneider & Schmidpeter, 2012.

<sup>13</sup> Das „Prinzip Verantwortung“ muss heute in erster Linie dafür eingesetzt werden, zu bremsen, zu schützen, zu bewahren und so eine Entwicklung zu verhindern, die zum Untergang der Menschheit führen könnte. Der Mensch ist mit dieser Bestimmung zur Verantwortung herausgefordert wie noch nie in der Geschichte. Vgl. Jonas, 1979, S. 2.

<sup>14</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 233–235.

<sup>15</sup> Vgl. Siebenhüner, 2000, S. 3–4.

nistischer Manager, dessen Performance am Börsenkurs des Unternehmens gemessen wird, wird somit u.U. eher kurzfristig gewinnorientiert handeln und z.B. Mitarbeiter freisetzen um Kosten zu sparen, anstatt eine nachhaltige Mitarbeiterzufriedenheit zu gewährleisten und Gewinne kurzfristig gegebenenfalls nur moderat zu steigern.<sup>16</sup> Offenkundig kann es eine Spannung zwischen Mitteln, Zielen und Werten geben.

In börsenorientierten Familienunternehmen herrscht eine Unternehmenskultur und ein Wertesystem, das insbesondere auf zeitliche Nachhaltigkeit und Beständigkeit über mehrere Jahre und teilweise Generationen ausgelegt ist.<sup>17</sup> Die Familie bzw. die Gründer halten hier weiter wesentliche Anteile in der Firma bzw. sind selber noch in der Geschäftsführung aktiv.<sup>18</sup> In diesem Kontext liegt dann das besondere Augenmerk naturgemäß eher auf dem langfristigen Fortbestand der Unternehmung und der Wahrung eines gegebenenfalls „großen“ Namens bzw. des Erbes und der Familienreputation. Die Zufriedenheit der Mitarbeiter bzw. der Ruf des Managements, die dieses Unternehmen nach außen repräsentieren, spielt in diesem Fall z.B. eine ganz wesentliche Rolle und kann kurzfristigen Gewinnzielen komplett untergeordnet werden.<sup>19</sup>

Dementsprechend wird in Familienunternehmen eher ein ehrbares und integeres Verhalten vom Management erwartet, rein opportunitätsgesteuertes Verhalten im Sinne rational-fiktiver Konzernsteuerung ist eher selten.<sup>20</sup> Das merkantile Konzept des Ehrbaren Kaufmanns<sup>21</sup> des Mittelalters kann im Rahmen der Diskussion um Nachhaltigkeit auch auf den Berufsstand des heutigen Managers übertragen werden bzw. wird gefordert.<sup>22</sup> Dabei kann hierin durchaus ein Konzept gesehen werden, das Nachhaltigkeit, Ethik und Verantwortung beinhaltet - ohne das hier eine differenzierte Abgrenzung dieser vielen Begriffe geleistet werden kann.

Der Manager eines börsennotierten Unternehmens handelt aber nicht nur im eigenen Interesse, sondern auch im Auftrag der Shareholder. Die Ziele des Managers sollten also mit den Zielen der Shareholder und der Vision und Mission der Unternehmung kongru-

---

<sup>16</sup> Vgl. Williamson, 1993; Zöllner, 2007, S. 71–72.

<sup>17</sup> Vgl. Haussmann, 2012, S. 9.

<sup>18</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 13–15.

<sup>19</sup> Vgl. Leiber, 2008, S. 66–67.

<sup>20</sup> Vgl. Mietzner & Tyrell, 2012, S. 108–110.

<sup>21</sup> Der Ehrbare Kaufmann ist der nachhaltig wirtschaftende Akteur. Sein Verhalten stützt sich auf Tugenden, die den langfristigen wirtschaftlichen Erfolg zum Ziel haben. Im Ehrbaren Kaufmann sind Ethik und Wirtschaft untrennbar verbunden. Klink, 2008, S. 57.

<sup>22</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 222–224, 230–232.

ent sein.<sup>23</sup> Der Ehrbare Manager als ein Idealbild würde genau diese Ziele verfolgen, ohne sich opportunistisch zu verhalten und sich auf eigene Nutzenmaximierung, gegebenenfalls zum Schaden des Unternehmens oder seiner nachhaltigen Ziele, auszurichten. Darüber hinaus würde er auch die Stakeholder im Blick behalten, wobei jene nicht notwendigerweise auch Shareholder sind.<sup>24</sup>

Unter der Annahme, dass sich jeder Manager zu einem gewissen Grad opportunistisch verhält, müssen die persönlichen Performance-Ziele der Manager auch an langfristigen Unternehmenszielen ausgerichtet werden.<sup>25</sup> Dies geschieht in der Praxis hauptsächlich über variable Gehaltsbestandteile. So kann beispielsweise das Gehalt eines Vorstandes aus einem fixen und einem variablen Anteil bestehen, der z.B. Aktienoptionen oder Pensionszusagen enthält. Dieser variable Anteil kann ergo nur dann realisiert werden, wenn der Manager langfristig Wachstums- und Performanceziele erreicht, teilweise über mehrere Jahre hinweg.<sup>26</sup>

Im Folgenden werden die Begriffe Vorstand und Manager synonym verwendet und als die Unternehmensleitung (Geschäftsführung oder Vorstand je nach Rechtsform) verstanden.

## 1.2 Stand der Forschung

Untersuchungen beschäftigten sich bereits mehrfach mit Vergütungen des Managements.<sup>27</sup> Darin wurden allgemeine Einflüsse auf die Vorstandsvergütung, als auch der Einfluss der Vergütung auf Unternehmensperformance oder Investitionen untersucht. Zu den wesentlichen Determinanten der Vorstandsvergütung zählen Corporate Governance-Variablen, allgemeine Unternehmensfaktoren und die Unternehmensperformance.

Studien zu Performancekennzahlen und der Vorstandsvergütung.

Boschen und Smith (1995) stellten in ihrer vier Jahrzehnte umfassenden Studie fest, dass variabel gestaltete Vergütungen langfristig stärker auf die Performance reagieren

---

<sup>23</sup> Vgl. Friedman, 1970.

<sup>24</sup> Vgl. Schwerk, 2007, S. 6. Die Stewardship-Theorie versucht in Abgrenzung von der Agency Theory genau diesen Aspekt heraus zu arbeiten. Vgl. Donaldson & Davis, 1991; Schraml, 2010, S. 85–90.

<sup>25</sup> Vgl. Leiber, 2008, S. 72–73.

<sup>26</sup> Vgl. Gottschalck, 2015; Prinz & Schwalbach, 2011.

<sup>27</sup> Vgl. hkp group AG, 2015; Prinz & Schwalbach, 2011, S. 135.

als kurzfristig. Für den langfristigen Zeitraum ermittelten die Autoren die Spanne von vier bis fünf Jahren. Hier betrug die Reaktion auf die Performance bis zum zehnfachen der kurzfristigen Reaktion auf die Performance.<sup>28</sup>

Veliyath und Bishop (1995) konnten einen positiven Einfluss zwischen der Eigenkapitalrentabilität und der kurzfristige Barvergütungen von Vorstandsvorsitzenden nachweisen. Bemerkenswert ist, dass bei langfristig orientierten Aktienoptionen kein positiver Einfluss auf die Eigenkapitalrentabilität nachgewiesen werden konnte. Nach Auffassung der Autoren scheint die Eigenkapitalrentabilität bereits in der Barvergütung berücksichtigt und Vorstände keinen weiteren Anreiz zu benötigen. Auch sehen sie in langfristigen Vergütungskomponenten die Zielsetzung der kurzfristigen Motivation der Vorstände.<sup>29</sup>

Leone et al. (2004, 2006) nutzten als Performancemaße die Gesamtkapitalrendite (GKR) und die Aktienrendite. Sie stellten fest, dass die Barvergütungen (Fixum und Bonus) doppelt so stark auf negative Aktienkursänderung reagieren als auf positive.<sup>30</sup>

Rapp und Wolff (2010) nutzten für ihre Performanceanalyse die Aktienkursrendite und den operativen Erfolg. Dabei konnten sie einen positiven Einfluss der Aktienkursrendite und die negative Auswirkung der operativen Performance auf die Vorstandsvergütung nachweisen. Vor dem Hintergrund weiterer Unternehmenseffekte ist die negative Auswirkung der operativen Performance auf die Vergütung aber nicht mehr signifikant.<sup>31</sup>

Sommer et al. (2013) konnten einen positiven Einfluss der Eigenkapitalrentabilität auf die kurzfristige variable Vergütung sowie die positive Auswirkung des Shareholder Returns auf die Veränderung fixer Vergütungselemente bei neu verhandelten Verträgen nachweisen.<sup>32</sup>

Die Studien zeigen mehrheitlich einen Zusammenhang von Performancekennzahlen und Vorstandsvergütung und lassen eine Anreizwirkung im Sinne steigender Vergütung erkennen. Dies ist in der Regel auf die Anwendung der Principal-Agent-Theorie bei der Ausgestaltung von Vergütungssystemen zurückzuführen.<sup>33</sup>

---

<sup>28</sup> Vgl. Boschen & Smith, 1995, S. 577–608.

<sup>29</sup> Vgl. Veliyath & Bishop, 1995, S. 268–283.

<sup>30</sup> Vgl. Leone, Wu, & Zimmerman, 2004, S. 23–40, 2006, S. 167–192.

<sup>31</sup> Vgl. Rapp & Wolff, 2010, S. 1083–1101.

<sup>32</sup> Vgl. Sommer, Lachmann, & Judith, 2013, S. 97–115.

<sup>33</sup> Vgl. zur kritischen Diskussion der Principal-Agent-Theorie bei Vorstandsvergütungen Chahed & Müller, 2006, S. 47; Evers, Köstler, Seyboth, Thannisch, & Weckes, 2010, S. 13–14.

---

Studien zu Unternehmensvariablen und der Vorstandsvergütung.

Neben den Performancekennzahlen werden oftmals weitere Unternehmensfaktoren analysiert, die Einfluss auf die Vorstandsvergütung haben können. Dies ist oftmals die Unternehmensgröße, die zum Beispiel durch Umsatz, Marktkapitalisierung oder Mitarbeiterzahl gemessen werden kann.<sup>34</sup> Veliyath und Bishop (1995) konnten auch positive Auswirkung der Unternehmensgröße auf die Vergütung nachweisen.<sup>35</sup>

Die Studie von Schwalbach und Grasshoff (1997) basiert auf zwei Datensätzen (börsennotierte Gesellschaften und nicht börsennotierte Gesellschaften). Im ersten Datensatz konnte ein signifikant positiver Einfluss der Unternehmensgröße (Mitarbeiterzahl) auf die Vorstandsvergütung nachgewiesen werden. Auch im zweiten Datensatz ist ein positiver Effekt der Unternehmensgröße (Umsatzerlöse) auf die Vergütung festzustellen. Im Gesamtergebnis sind Vorstandsvergütungen wenig leistungsorientiert gestaltet und werden wesentlich von Größen- und Brancheneffekten tangiert.<sup>36</sup>

Bebchuk und Grinstein (2005) erklären die Steigerung der Vorstandsvergütung mittels des gesamtwirtschaftlichen Einflusses auf Unternehmensgröße bzw. Unternehmensergebnis. Steigerungen der Aktienrenditen können teils auch aus dem gesamtwirtschaftlichen Aufschwung abgeleitet werden, wodurch auch in weniger erfolgreichen Unternehmen hohe Vorstandsvergütung vereinbart werden.<sup>37</sup>

Rapp und Wolff (2010) konnten ebenfalls den signifikanten Einfluss der Unternehmensgröße (gemessen am Umsatz) auf die Vorstandsvergütung nachweisen.<sup>38</sup>

Die Studien zeigen mehrheitlich einen signifikanten Einfluss der Unternehmensgröße auf die Vorstandsvergütung.

Studien zu Corporate Governance-Variablen und der Vorstandsvergütung.

Folgende Studien thematisieren die Überwachungseffizienz von Aufsichtsrat und Eigentümern und deren Einfluss auf die Vorstandsvergütung.

---

<sup>34</sup> Vgl. Schwalbach & Grasshoff, 1997, S. 204.

<sup>35</sup> Vgl. Veliyath & Bishop, 1995, S. 268–280.

<sup>36</sup> Vgl. Schwalbach & Grasshoff, 1997, S. 215–217.

<sup>37</sup> Vgl. Bebchuk & Grinstein, 2005, S. 283–302.

<sup>38</sup> Vgl. Rapp & Wolff, 2010, S. 1093–1095.

Core et al. (1999) analysierten 250 Unternehmen aus den Vereinigten Staaten hinsichtlich des Einflusses des Aufsichtsrates auf die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden. So stieg die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden mit zunehmender Größe des Board of Directors (monistisches Corporate Governance -System), sie begründen dies jedoch mit schlechteren Governance-Strukturen. Bezüglich der Eigentümerstruktur konnte ein negativer Einfluss auf die Vergütung der Vorstandsvorsitzende nachgewiesen werden. Je mehr Aktien von Vorstandsmitgliedern oder Großaktionären gehalten werden, desto geringer fällt die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden aus.<sup>39</sup>

Sun und Cahan (2009) analysierten die Qualität des Vergütungsausschusses in über 800 Unternehmen aus den Vereinigten Staaten. Dabei konnten sie feststellen, dass sich die Qualität des Vergütungsausschusses positiv auf den Zusammenhang von Performance und Vergütung des Vorstandes auswirkt.<sup>40</sup>

Fahlenbrach (2009) untersuchte die Auswirkung von Corporate Governance-Strukturen auf die Vorstandsvergütung. Dabei konnte er eine höhere Sensitivität von Performance zur Vergütung feststellen, wenn Manager mehr Macht erhalten oder weniger durch institutionelle Investoren kontrolliert werden.<sup>41</sup>

Rapp und Wolff (2010) untersuchten in ihrer Studie auch bestimmte Corporate Governance-Variablen. So erhalten Vorstände in von Paketaktionären (mehr als 25 Prozent der Stimmrechte) dominierten Unternehmen tendenziell geringere Vergütungspakete. Weiterhin ist hier die Höhe der Vergütung eher an die Unternehmensgröße und die operative Performance, denn an die Aktienkursrendite gebunden. Weiterhin wirken sich Aufsichtsrat Größe und Mehrfachmandate des Vorsitzenden des Aufsichtsrates signifikant positiv auf die Vergütung aus.<sup>42</sup>

Sommer et al. (2013) stellten einen positiven Zusammenhang der Vergütung mit der Eigentümerstruktur, gemessen am Free Float, fest. Sie konnten jedoch keinen Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und der Größe des Vergütungsausschusses nachweisen.<sup>43</sup>

Studien zur Auswirkung der Vorstandsvergütung auf die Unternehmensperformance.

---

<sup>39</sup> Vgl. Core, Holthausen, & Larcker, 1999, S. 384–390.

<sup>40</sup> Vgl. Sun & Cahan, 2009, S. 199–203.

<sup>41</sup> Vgl. Fahlenbrach, 2009, S. 96–108.

<sup>42</sup> Vgl. Rapp & Wolff, 2010, S. 1083–1101.

<sup>43</sup> Vgl. Sommer u. a., 2013, S. 97–115.

---

Die bisherig betrachteten Studien verwenden teilweise die Unternehmensperformance als Einflussfaktor auf die Vorstandsvergütung. Jedoch kann weiter hinterfragt werden, welche tatsächlichen Auswirkungen die Vorstandsvergütungen auf die Unternehmensperformance haben. Dabei kann die Vorstandsvergütung als vereinbarter Zielwert verstanden werden, ob sich diese jedoch tatsächlich auf die Steigerung der Performance bzw. des gesamten Unternehmenswertes auswirkt ist noch nicht klar. Im weiteren Verlauf werden Studien vorgestellt die die Auswirkung der Vorstandsvergütung auf die Unternehmensperformance weiter untersuchen.

Mehran (1995) untersuchte anhand von 153 zufällig ausgewählten Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe die Auswirkung der Vorstandsvergütung auf die Unternehmensperformance. Dabei betrachtete er den prozentualen Anteil der aktienbasierten Zuwendung an der Gesamtvergütung des Vorstandes zur Gesamtkapitalrentabilität und zum Tobin's q als Indikatoren der Unternehmensperformance. Dabei konnte er einem positiven Zusammenhang zwischen Performance und Vergütung ermitteln und schlussfolgerte, dass finanzielle Anreize insgesamt wirken und dass die Art der Anreize wichtiger ist als deren Höhe.<sup>44</sup>

Anderson et al. (2000) analysierten 1.724 Unternehmen im Zeitraum 1992 bis 1996 und stellten ebenfalls einem positiven Zusammenhang zwischen Vergütung und Performance her. Dabei wurden Determinanten und Auswirkungen der prozentualen Anteile von Aktienoptionen und Boni an der Gesamtvergütung sowie deren absolute Höhe analysiert. Dabei beeinflussten Boni und Aktienoptionen die Unternehmensperformance positiv, jedoch hatte auch die Höhe der Gesamtvergütung sowie die Erhöhung von Incentives einem positiven Einfluss auf die Unternehmensperformance.<sup>45</sup>

Palia (2001) untersuchte die Einflüsse auf die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und die Auswirkungen der Entlohnung auf den Shareholder Value. Dabei berücksichtigte er Daten von 361 Unternehmen aus den Jahren 1981 bis 1993. Palia analysierte im ersten Schritt den Einfluss von Eigentümerbeteiligung auf Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance und anschließend endogene Determinanten der Entlohnung. Dabei berücksichtigte er verschiedene Vorstandsmerkmale (Amtszeit, Erfahrung, Alter, Qualität der Ausbildung), Unternehmensgröße und -risiko und Verschuldungsquote. Die

---

<sup>44</sup> vgl. Mehran, 1995, S. 163–184.

<sup>45</sup> Vgl. M. C. Anderson, Banker, & Ravindran, 2000, S. 532–545.

Vorstandsvergütung stellte er durch anreizorientierte Incentives (neu gewährte Aktien, Aktienoptionen), die Unternehmensperformance durch das Tobin's q dar. Dabei konnte der Autor nachweisen, dass die Eigentumsbeteiligung keinen bestimmenden Einfluss auf die Vorstandsvergütung hat. Weiterhin konnte er keinen signifikanten Zusammenhang zwischen aktienbasierten Vergütungsbestandteilen und der Unternehmensperformance nachweisen.<sup>46</sup>

Hanlon et al. (2003) untersuchten die Auswirkungen von Aktienoptionen der fünf Spitzenmanager von 1.965 Unternehmen aus den Vereinigte Staaten zwischen 1992 und 2000. Dabei konnten sie einen positiven Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance nachweisen.<sup>47</sup>

Blackwell et al. (2007) untersuchten Veränderungen in Vergütungsstrukturen von Vorstandsvorsitzenden und deren Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Die Unternehmensperformance der 1.431 Unternehmen wurde im Zeitraum von 1981 bis 1992 anhand des operativen Ergebnis vor Abschreibungen, des Tobin's q sowie der Gesamtkapitalrentabilität dargestellt. Dabei konnte ein positiver Einfluss von neu gewährten Aktien auf das operative Ergebnis und auf das Tobin's q nachgewiesen werden. Der positive Einfluss auf die Gesamtkapitalrentabilität stellte sich aber erst nach drei Jahren ein.<sup>48</sup>

Smith und Swan (2008) untersuchten 1.500 Unternehmen aus den S&P 500, S&P Midcap und S&P Smallcap 600 Indizes der Jahre 1993 bis 2002. Dabei konnten sie positive als auch negative Zusammenhänge zwischen der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und der Unternehmensperformance feststellen. Dabei betrachteten sie die Vergütungsvariablen Gesamtvergütung, Bonuszahlungen sowie gewährte Aktienoptionen. Als Performancevariablen berücksichtigten sie das Tobin's q, die Gesamtkapitalrentabilität, das Kurs-Umsatz-Verhältnis, das operative Ergebnis sowie den Free Cash Flow dividiert durch Gesamtaktiva. Sie konnten einen signifikant positiven Einfluss von Aktienoptionen als auch von gewährten Boni auf die Performancevariablen nachweisen. Jedoch hatte die Gesamtvergütung signifikant negative Auswirkungen auf die Performance, was sie als Agency Problemen im Fall von steigenden Gehältern deuteten.<sup>49</sup>

---

<sup>46</sup> Vgl. Palia, 2001, S. 739–761.

<sup>47</sup> Vgl. Hanlon, Rajgopal, & Shevlin, 2003, S. 3–43.

<sup>48</sup> Vgl. Blackwell, Dudney, & Farrell, 2007, S. 315–337.

<sup>49</sup> Vgl. Smith & Swan, 2008, S. 8–28.

---

Cao et al. (2011) analysierten die Auswirkungen von monetären und politischen Anreizsystemen auf die Unternehmensperformance in China. Politische Anreize werden als berufliches Weiterkommen definiert, welches durch die politischen Verbindungen von Staatsunternehmen entsteht. Monetäre Anreize wurden durch die Gesamtvergütung gemessen, die Unternehmensperformance anhand der Gesamtkapitalrentabilität, der Umsatzrentabilität, der Aktienrendite und des Tobin's q berücksichtigt. Dabei konnten sie einen über alle Performancevariablen signifikant positiven Einfluss der Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden auf den Unternehmenserfolg ermitteln.<sup>50</sup>

Cooper et al. (2009) untersuchten die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden aller an der NYSE, AMEX, und der NASDAQ gelisteten Unternehmen der Jahre 1994 bis 2006. Sie stellten fest, dass bei Unternehmen mit niedrigem Vergütungsniveau kein signifikanter Zusammenhang zwischen aktienbasierten Vergütungsbestandteilen und künftigen Aktienrenditen bestand. Ein Zusammenhang bei Unternehmen mit hohem Vergütungsniveau ist jedoch erkennbar. Die Höhe der gewährten Vergütungsanreize ist dabei signifikant negativ zur zukünftigen Gesamtkapitalrentabilität. In den zehn Unternehmen mit der höchsten Vergütung der Vorstandsvorsitzenden sinkt die Gesamtkapitalrentabilität bei gestiegenem Gehalt deutlich. Barvergütungen beeinflussen die Gesamtkapitalrentabilität hingegen signifikant positiv. Eine Aktualisierung der Untersuchung konnte dies 2015 erneut bestätigen.<sup>51</sup>

In den dargestellten Studien ist kein einheitliches Ergebnis, in welchem Maß sich die Vorstandsvergütung auf die Unternehmensperformance auswirkt, erkennbar. Weiterhin betrachten sie, sicherlich der Datenbasis geschuldet, börsennotierte Unternehmen. Kaum Gegenstand von Untersuchungen in diesem Zusammenhang war bisher die Gruppe der Familienunternehmen.<sup>52</sup>

An dieser Stelle setzt die vorliegende Arbeit an und untersucht den Zusammenhang von nachhaltiger Managervergütung und Performance in deutschen Familienunternehmen.

---

<sup>50</sup> Vgl. Cao, Lemmon, Pan, Qian, & Tian, 2011, S. 2–17.

<sup>51</sup> Vgl. Cooper, Gulen, & Rau, 2009, S. 663–690, 2015, S. 1–28.

<sup>52</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 16.

### 1.3 Forschungsfragen

Für diese Arbeit soll der Einfluss der Vergütung von Vorständen auf die Unternehmensperformance von Familienunternehmen anhand der folgenden Hypothesen untersucht werden:

- H1 Börsennotierte Familienunternehmen performen besser als nicht-familiengeführte börsennotierte Unternehmen (Aktienkurs).
- H2 Fair Pay/ Pay for Performance Vergütungsmodelle im Management korrelieren positiv mit der Performance von Familienunternehmen.
- H3 Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen.

Dies erfolgt für die größten deutschen Familienunternehmen (DAXplus Family 30) und Nicht-Familienunternehmen (DAX 30), anhand von Shareholder Value-orientierten Performancemaßen.

### 1.4 Aufbau der Arbeit

Um das Merkmal ‚Unternehmenskultur‘ der Familienunternehmen zu erfassen erfolgt die theoretische Einordnung ins Konzept des Ehrbaren Managers<sup>53</sup> auf Basis des Ehrbaren Kaufmanns. Lassen sich die Tugenden des Ehrbaren Kaufmanns auf den heutigen Manager im Kontext der Nachhaltigkeitsdebatte übertragen und finden sich diese in den Familienunternehmen bzw. bei dem Manager an der Familienunternehmen wieder?

Ein Element innerhalb des Konzeptes des Ehrbaren Managers ist eine angemessene Vergütung. Die Diskussion der Managervergütung erfolgt aus rechtlicher, ethischer und ökonomischer Perspektive. Insbesondere aus ökonomischer Sicht ist der Zusammenhang von Performance und Managervergütung interessant.

Familienunternehmen in Deutschland sind ein wesentlicher Träger der volkswirtschaftlichen Entwicklung und bilden mit den kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) den deutschen Mittelstand. Familienunternehmen sind durch ihre Eigentums- und Leitungsstrukturen charakterisiert und unterliegen per Definition keinerlei Größenbeschränkun-

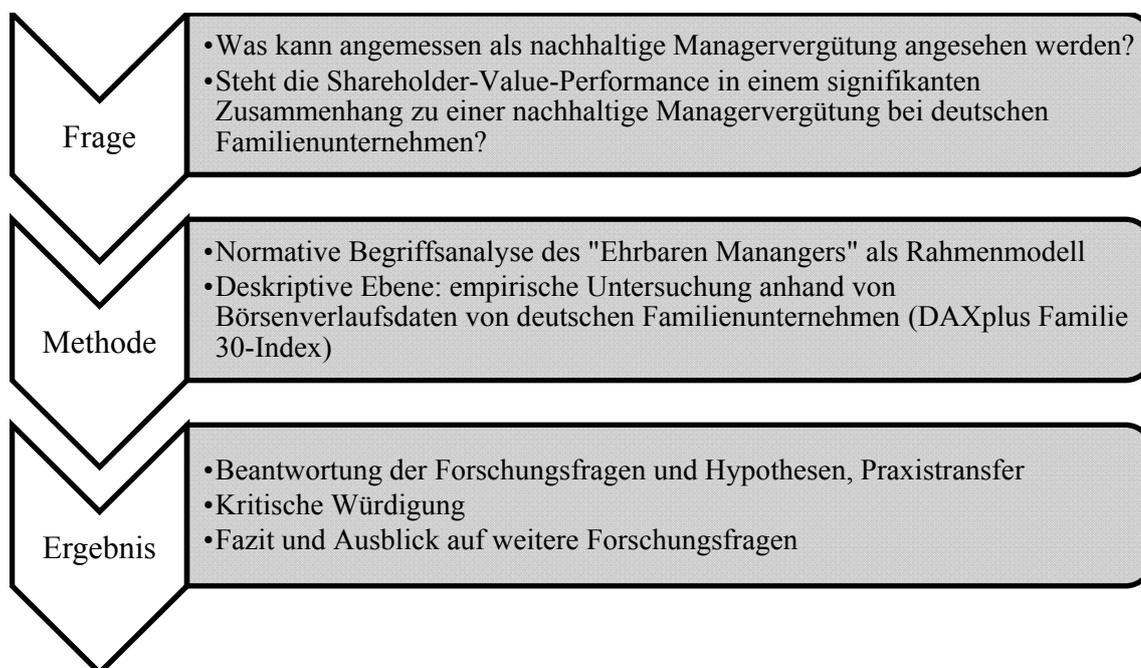
---

<sup>53</sup> Vgl. Heinemann, 2012; Klink, 2007.

gen. Vor dem Hintergrund der verfügbaren Datenbasis werden im Rahmen der Untersuchung börsennotierte Familienunternehmen analysiert. Performen börsennotierte Familienunternehmen besser als nicht-familiengeführte Unternehmen? Spitzenverantwortlich für die Performance sind wiederum die Manager. Diese werden für ihre Leistung vergütet. Ist diese Vergütung für die gute oder schlechte Performance verantwortlich bzw. wird der Manager für gute oder schlechte Performance durch die Vergütungsmodelle gerecht entlohnt (Fair Pay) und anders herum ist die Managervergütung für das Unternehmen effizient und fair?

Die Datenbasis der Untersuchung bilden die Unternehmen des DAX 30 und DAXplus Family 30. Diese bilden die Wertentwicklung der jeweils größten deutschen Nicht-Familienunternehmen und Familienunternehmen ab.

Nach der Beantwortung der Forschungsfragen werden praktische Erkenntnisse für wesentliche Stakeholder der Familienunternehmen abgeleitet. Die kritische Würdigung fast noch einmal limitierende Faktoren der Untersuchung zusammen und leitet daraus weiteren Forschungsbedarf ab. Im Fazit werden die Untersuchungsergebnisse zusammengefasst und im Ausblick wird die Statthaftigkeit der Vergütungsbegrenzung von Managern diskutiert.



**Abbildung 1: Aufbau der Arbeit**<sup>54</sup>

<sup>54</sup> Eigene Abbildung.

In der vorliegenden Thesis wird nach Möglichkeit die männliche Form verwendet. Die Angaben beziehen sich jedoch auf Angehörige beider Geschlechter, sofern nicht ausdrücklich auf ein Geschlecht Bezug genommen wird.

## 2 Der Ehrbare Manager als Renaissance des ehrbaren Kaufmannes? Theoretische Einordnung

Der Ehrbare Manager als Wiederbelebung des Leitbildes des Ehrbaren Kaufmanns bildet das Rahmenmodell der Analyse. Eine nachhaltige Managervergütung geht mit einer leistungsgerechten Bezahlung (Fair Pay) einher. Dazu wird im folgenden das Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns im historischen Kontext herausgearbeitet. Da die direkte Übertragung der Kaufmannstugenden auf die moderne, globalisierte Wirtschaft schwierig erscheint, wird das Leitbild des Ehrbaren Managers in den größeren Rahmen von Wirtschaftsethik, Unternehmensethik und Corporate Social Responsibility eingeordnet.

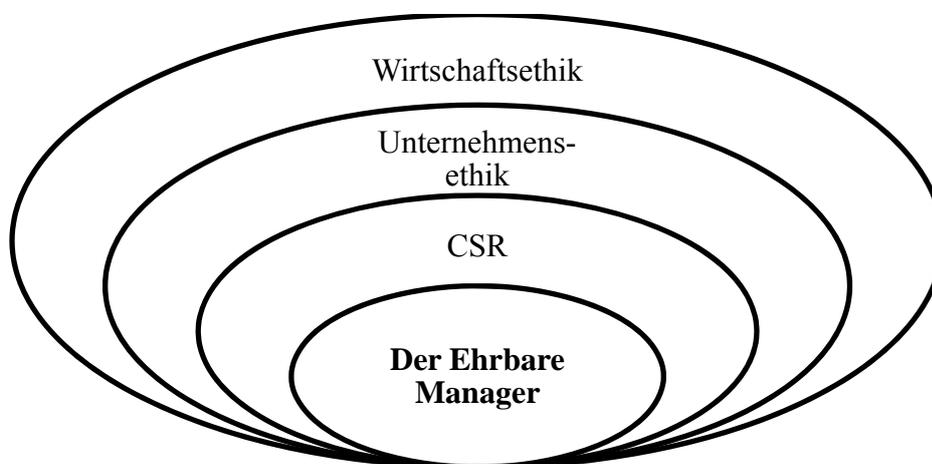


Abbildung 2: Einordnung des Ehrbaren Managers im ethischen Kontext<sup>55</sup>

### 2.1 Der Ehrbare Kaufmann im historischen Kontext

Die ältesten Zeugnisse des Ehrbaren Kaufmanns finden sich in der griechischen Antike ca. 700 vor Christus: „Wer gerecht und wahr auf dem Markt redet, dem wird Zeus Reichtum geben.“<sup>56</sup> Schon damals erfolgte die Verknüpfung von gesellschaftskonformem Verhalten (wahr und gerecht) mit wirtschaftlichem Erfolg (Reichtum).<sup>57</sup>

Das Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns in der Antike lässt sich mit dem Idealbild des Kaufmanns des Mittelalters vergleichen und so auf eine zeitübergreifende Modellstruktur schließen.<sup>58</sup> Das Mittelalter war durch grundlegende Veränderungen geprägt, welche

<sup>55</sup> Eigene Abbildung.

<sup>56</sup> Hesiod aus Askra in Böotien, zitiert nach Baloglou & Peukert, 1996, S. 23.

<sup>57</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 222.

<sup>58</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 224.

auch das Bild des Kaufmanns in der Epoche<sup>59</sup> prägten. Die Schenkungswirtschaft<sup>60</sup> wurde durch die kommerzielle Revolution<sup>61</sup> verdrängt. Der internationale Handel, mit der Hanse im Norden und den italienischen Kaufleuten im Süden, etablierte sich in der Folge.<sup>62</sup> Teils wird die Meinung vertreten, dass hier der Beginn der Globalisierung zu sehen ist.<sup>63</sup> Die Ursprünge des Leitbildes des Ehrbaren Kaufmanns scheinen ergo ihre Anfänge beim italienischen Kaufmann zu haben.<sup>64</sup>

Aufgrund mangelnder Rechtssicherheit bei Geschäften,<sup>65</sup> das Repressaliensystem kann hier genannt werden,<sup>66</sup> schlossen sich die Kaufleute im Mittelalter zusammen und begannen sich zu organisieren. Eigene Verfahren zur Beweissicherung und Gerichtsbarkeit wurden entwickelt, welcher sich alle Kaufleute zu unterwerfen hatten. Parallel zur Entwicklung der Städte dominierten ‚Treu und Glauben‘ das Kaufmannsrecht und der ‚Ehrbare Kaufmann‘ etablierte sich.<sup>67</sup>

Ein schriftlich verfasstes Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns ist im frühen Mittelalter nicht vorhanden.<sup>68</sup> Erstmalige Erwähnung findet der Ehrbare Kaufmann in der Einleitung im italienischen Handbuch „La Pratica della Mercatura“ vom Autor Francesco Balducci Pegolotti aus dem Jahr 1345.<sup>69</sup> Hier ist eine Verwandtschaft mit den Aussagen der Antike erkennbar und es beinhaltet drei Konstanten in Bezug auf den Ehrbaren Kaufmann, welche sich bis in die Neuzeit erhalten haben:

- grundlegende kaufmännische Fähigkeiten,
- tugendhaftes Verhalten,
- eine Beziehung zu Gott, als Synonym für die Gesellschaft.

Da dieses Kaufmannsbuch als ein Vorläufer der betriebswirtschaftlichen Bildung angesehen werden kann, kann auch ebenso das Thema Nachhaltigkeit, oder moderner Cor-

---

<sup>59</sup> Spufford, 2004, S. Vgl.

<sup>60</sup> Vgl. zur Schenkungswirtschaft Kaufer, 1998, S. 23–26.

<sup>61</sup> Vgl. zur kommerziellen Revolution Le Goff, 2005, S. 12–14.

<sup>62</sup> Vgl. Exenberger & Cian, 2006, S. 45–90, 91–134; Le Goff, 2005, S. 13.

<sup>63</sup> Vgl. Exenberger & Cian, 2006.

<sup>64</sup> Vgl. Klink, 2008, S. 62.

<sup>65</sup> Vgl. Kaufer, 1998, S. 41; Klink, 2008, S. 62.

<sup>66</sup> Die Begleichung von Schulden eines Kaufmanns bei einem Stadtbewohner konnte vom nächsten vorbeikommenden Kaufmann erzwungen werden.

<sup>67</sup> Vgl. Kaufer, 1998, S. 42; Klink, 2008, S. 62–63.

<sup>68</sup> Vgl. Kaufer, 1998, S. 49.

<sup>69</sup> Vgl. Le Goff, 2005, S. 85.

porate Social Responsibility, als integraler Bestandteil des ehrbaren kaufmännischen Verhaltens gesehen werden.<sup>70</sup>

Die Kaufmannsbücher des Spätmittelalters (14. Jahrhundert) befassten sich später mit den grundlegenden kaufmännischen Fähigkeiten zur Berufsausübung.<sup>71</sup> Die damals entwickelte doppelte Buchführung<sup>72</sup> ist bis heute in der Betriebswirtschaftslehre etabliert und kann als ein System zur eigenen Kontrolle und Sicherung der ehrbaren Kaufmannspraxis gesehen werden.<sup>73</sup>

Den Kaufleuten war bereits damals bewusst, dass der gute Name des Kaufmanns, sprich sein ethisches Verhalten, ein wesentliches Gut war, das die grundlegenden kaufmännischen Fähigkeiten ergänzt und somit schützenswert ist.<sup>74</sup>

Ebenso war den Kaufleuten bereits im Mittelalter ihre volkswirtschaftliche Bedeutung, z.B. bei der Entwicklung der Städte, bekannt. Die Aufrechterhaltung des sozialen Friedens durch Wohltätigkeit spiegelten opportunistisches Interesse der Kaufleute wider.<sup>75</sup> Die Basis ihrer Tätigkeiten und ihres Einflusses waren die Städte und diese besaßen demnach einen hohen Stellenwert für sie.<sup>76</sup> Sie sponserten Kunst und Kultur und steigerten damit auch das Prestige ihrer Städte.<sup>77</sup>

Bei den Kaufleuten im Norden, die sich in der Hanse organisierten, existierten vergleichbare Vorstellungen zum Ehrbaren Kaufmann. Beiden Kaufmannsgruppen im Mittelalter war ein Bündel von Tugenden und Verhaltensweisen gemein, welche den Vorteil des Kaufmanns mit der christlichen Gemeinschaft generationenübergreifend in Einklang brachten.<sup>78</sup>

Das Ehrverständnis der Kaufleute veränderte sich in der Frühen Neuzeit (ca. von 1500 bis 1800). Im Rahmen der Aufklärung verweltlichte sich die Ehrbarkeit der Kaufleute, die Religion verschwand, und es wurde vom bürgerlichen Ehrbaren Kaufmann gespro-

---

<sup>70</sup> Vgl. Klink, 2008, S. 64–68; Schwalbach & Klink, 2012, S. 225.

<sup>71</sup> Vgl. Dotson, 2002, S. 83.

<sup>72</sup> Vgl. Pacioli, 1494.

<sup>73</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 225.

<sup>74</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 225.

<sup>75</sup> Vgl. Le Goff, 2005, S. 106.

<sup>76</sup> Vgl. Le Goff, 2005, S. 120.

<sup>77</sup> Vgl. Klink, 2008, S. 67–68; Koster, 1999, S. 56; Le Goff, 2005, S. 104; Schwalbach & Klink, 2012, S. 226.

<sup>78</sup> Vgl. Klink, 2008, S. 68–69; Schwalbach & Klink, 2012, S. 226.

chen.<sup>79</sup> Bürgerliche Wirtschaftsregeln beinhalteten Grundsätze, wie z.B. die Einnahmen größer als die Ausgaben zu halten.<sup>80</sup> Weiterhin etablierte sich eine Wirtschaftsmoral, welche als „Moral der Vertragstreue“<sup>81</sup> bezeichnet werden kann, die die Grundsätze der Einfachheit, Wahrhaftigkeit, Treue und Ehrlichkeit beinhaltete.<sup>82</sup> Alleiniges opportunistisches Verhalten wurde als falsch empfunden. Es hatte ein Ausgleich zwischen der Kaufmannstätigkeit und der Gemeinschaft zu erfolgen.<sup>83</sup> Somit kann von einer Fortführung der Werte der antiken und mittelalterlichen Kaufleute gesprochen werden.<sup>84</sup>

In der Moderne entwickelte sich das Unternehmertum, welches versuchte den Ehrbaren Kaufmann zu bewahren und weiterzuentwickeln. Als Beispiel kann Bauer genannt werden, der in seinem Werk „Der ehrbare Kaufmann und sein Ansehen“<sup>85</sup> die Fortführung des bürgerlichen Ehrbaren Kaufmanns im Unternehmertum sieht und eine Brücke zur modernen Betriebswirtschaftslehre schlägt.<sup>86</sup>

In der Geschichte beinhaltete das Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns einen nachhaltig wirtschaftenden Akteur, der durch seine Tugenden auf einen langfristig wirtschaftlichen Erfolg hinarbeitet und dabei Verantwortung gegenüber der Gesellschaft übernimmt. Ethik und Wirtschaft sind im Begriff des Ehrbaren Kaufmanns untrennbar miteinander verbunden, wodurch Vorgaben und Gesetze für eine gute Unternehmensführung (Corporate Governance) für ihn überflüssig sind.

## 2.2 Ethische Rahmenordnung der Begriffsbildung

Der Ehrbare Kaufmann prägte seit Jahrhunderten das Ideal des Unternehmers. Problematisch erscheint aber der dynamische Wandel der Welt.<sup>87</sup> Unternehmer, Manager, sprich Führungskräfte, befinden sich im Zielkonflikt zwischen Gewinn und Gewissen.<sup>88</sup> Die Lösung dieser Dilemmasituation ist eine Herausforderung für Führungskräfte, ins-

---

<sup>79</sup> Vgl. Burkhart, 2006, S. 93; Klink, 2008, S. 69–72; Le Goff, 2005, S. 96; Schwalbach & Klink, 2012, S. 226; Sombart, 1920, S. 137–163.

<sup>80</sup> Vgl. Sombart, 1920, S. 137–139.

<sup>81</sup> Sombart, 1920, S. 161.

<sup>82</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 227; Sombart, 1920, S. 161.

<sup>83</sup> Vgl. Sombart, 1920, S. 207.

<sup>84</sup> Vgl. Klink, 2008, S. 69–72; Schwalbach & Klink, 2012, S. 226–227.

<sup>85</sup> Vgl. Bauer, 1906.

<sup>86</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 228.

<sup>87</sup> Vgl. Hotz-Hart & Rohner, 2014, S. 2–15.

<sup>88</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 5, 2015, S. 4–46.

---

besondere die Verbindung von Integrität, das heißt moralisches Verhalten,<sup>89</sup> und wirtschaftlichem Erfolg. Dabei kann die Unternehmensethik beispielsweise durch Rahmenordnungen unterstützen.

Homann z.B. stellt diesen Zielkonflikt und Handlungsstrategien anhand eines Vier-Quadranten-Schemas und Handlungsstrategien dar (vgl. Abbildung 3). Dabei bildet er auf der horizontalen Achse das ökonomische Ziel Rentabilität (Gewinn) und auf der vertikalen Achse das ethische Ziel moralische Akzeptanz (Gewissen) ab.<sup>90</sup>

Stimmen die Gewinnziele mit den moralischen Werten überein liegt eine Harmonie in der Zielerreichung vor (Quadrant I). Geringe moralische Akzeptanz und geringe Rentabilität kennzeichnen den Zielkonflikt (Quadrant III) und sollten schon allein aus ökonomischen Überlegungen zu einer Marktaustritt Strategie führen. Im Quadrant II wird der moralische Zielkonflikt des Unternehmens, vertreten durch den Manager, besonders deutlich. Auf legalem Weg können hier hohe Gewinne erzielt werden, diese werden jedoch als illegitim angesehen und genießen nur eine sehr geringe moralische Akzeptanz. Diese Situation ist nur durch eine Wettbewerbs- oder ordnungspolitische Strategie zu lösen. Im Rahmen der Wettbewerbsstrategie investiert das Unternehmen in Forschung und Entwicklung, um Innovationen zu finden, welche den Zielkonflikt lösen. Dabei müssen die Konsumentenwünsche berücksichtigt sowie die Preisvorstellung der Kunden für moralisch einwandfreie Güter eruiert werden. Weitere Maßnahmen die den Unternehmen Wettbewerbsvorteile bieten können, sind zum Beispiel Ethikkodizes, Änderungen in den Vergütungssystemen oder die Übernahme sozialer Verantwortung (CSR).<sup>91</sup> Die ordnungspolitische Strategie (Quadrant IV) führt zu einer hohen moralischen Wertschätzung, welche jedoch mit einer geringen Rentabilität einhergeht, was langfristig die Überlebensfähigkeit des Unternehmens tangieren kann. Daher versucht das Unternehmen eine Weiterentwicklung der bestehenden Rahmenordnungen bezüglich ethischer Normen zu erreichen. Ein Beispiel ist hier der Deutsche Corporate Governance Kodex.<sup>92</sup>

---

<sup>89</sup> Vgl. Bültel, 2011, S. 28; Homann, 2007, S. 26.

<sup>90</sup> Vgl. Enste, 2010, S. 220–221; Homann & Blome-Drees, 1992, S. 132–133.

<sup>91</sup> Vgl. Enste, 2010, S. 222.

<sup>92</sup> Vgl. Enste, 2010, S. 220–222; Homann & Blome-Drees, 1992, S. 132–135; Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015 o.S.

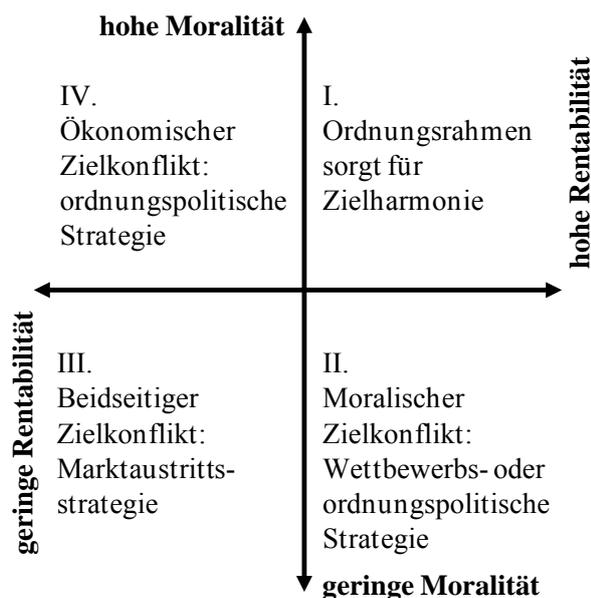


Abbildung 3: Handlungsstrategien zwischen Gewinn und Gewissen nach Homann<sup>93</sup>

Studien lassen einen positiven Zusammenhang zwischen moralischem Verhalten der Unternehmen und Manager und Rentabilität der Unternehmen erkennen. Nach der Studie von Hammermann & Stettes<sup>94</sup> steigert die Integrität der Führung die Zufriedenheit der Mitarbeiter um bis zu ein Drittel (Mitarbeiterzufriedenheit), weiterhin kann das Vertrauen der Kunden und anderer Stakeholder zurückgewonnen werden (Stakeholdervertrauen).<sup>95</sup> Laut dem Edelman Trust Barometer<sup>96</sup> schwankt aber das Vertrauen der Bevölkerung in Unternehmen<sup>97</sup> sowie in Führungskräfte (CEOs)<sup>98</sup> im Allgemeinen. Die Studie bestätigt, dass Vertrauen zurückgewonnen werden kann, was zu höheren Umsätzen und Gewinnen führen kann. Hammermann & Stettes<sup>99</sup> wiesen eine hohe Arbeitszufriedenheit, von seit Jahren konstant über 90 Prozent,<sup>100</sup> bei Beschäftigten in Deutschland nach, wohingegen das Vertrauen in Führungskräfte verbesserungsfähig ist.<sup>101</sup>

<sup>93</sup> In Anlehnung an Homann & Blome-Drees, 1992, S. 133.

<sup>94</sup> Vgl. Hammermann & Stettes, 2013.

<sup>95</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 5.

<sup>96</sup> Vgl. Edelman, 2014, o.S.

<sup>97</sup> Vgl. Edelman, 2014, S. 9–10.; 2011: 51% / 2012: 34% / 2013: 48%, 2014: 57%.

<sup>98</sup> Vgl. Edelman, 2014, S. 19.; 2013: 28% / 2014: 37%.

<sup>99</sup> Vgl. Hammermann & Stettes, 2013.

<sup>100</sup> Vgl. Hammermann & Stettes, 2013, S. 1.

<sup>101</sup> Vgl. Hammermann & Stettes, 2013, S. 14–16.

Ein sinkendes Vertrauen in die marktwirtschaftliche Ordnung sollte für Unternehmen Anlass sein, sich stärker mit den moralischen Risiken ihres Handelns auseinanderzusetzen.<sup>102</sup> So fordern 90 Prozent der Unternehmen das Pflichtfach „Wirtschafts- und Unternehmensethik“<sup>103</sup> in der Managerausbildung.<sup>104</sup>

Im normativen Sinne nach Homann können Unternehmen als „gesellschaftliche Einrichtungen zum Nutzen ... der Allgemeinheit“<sup>105</sup> verstanden werden. In einer funktionierenden Marktwirtschaft stehen nicht Gewinne im Vordergrund, sondern die Befriedigung der Konsumentenwünsche, welche zu Gewinnen führen.<sup>106</sup>

Konflikte des Gewinnstrebens mit der Gesellschaft ergeben sich situativ, z.B. bei Umweltskandalen, die in Vertrauensverlusten der Gesellschaft münden. Medial wird der Vertrauensverlust verstärkt und mündet oftmals in Kritik an der Marktwirtschaft im Allgemeinen, den Unternehmen und der Gier der Manager.<sup>107</sup> Die mediale Darstellung des Konfliktes zwischen Gewinn und Moral kann sich als problematisch erweisen, da Unternehmenstätigkeiten von der Legitimation der Gesellschaft abhängig sind und diese z.B. durch die Verstaatlichung der Betriebe entzogen werden kann. Dies wird durch die differenzierte Sichtweise von Ökonomen und Nichtökonomen verstärkt. Der Ökonom wird eher nutzenmaximierend handeln, während bei Nichtökonomen moralische Aspekte im Vordergrund stehen und oftmals marktwirtschaftliche Erfordernisse ungenügend berücksichtigt werden.<sup>108</sup>

Um den Forderungen der Gesellschaft gerecht zu werden, müssen Unternehmen derzeit mehr tun, als die Legalität ihres Handelns zu berücksichtigen. Hier ist ein ethisches Management gefordert, um die Lücke zwischen Legalität und Legitimität zu schließen. Hilfreich sind hierbei die Erkenntnisse und Ansätze der Unternehmensethik.<sup>109</sup>

In der Wirtschaftsethik werden zwei verschiedene Ansätze betrieben: zum einen die Individualethik,<sup>110</sup> zum anderen die Ordnungsethik.<sup>111</sup> Die Individualethik (im englischen: moral manager model) fokussiert den Einzelnen, fragt nach der moralischen Mo-

<sup>102</sup> Enste & Hüther, 2012.

<sup>103</sup> Vgl. Lichtblau, 2009.

<sup>104</sup> Vgl. Bundesregierung, 2012, S. 17.

<sup>105</sup> Homann, 2007, S. 31.

<sup>106</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 7.

<sup>107</sup> Vgl. Budäus, 2005, S. 21.

<sup>108</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 7.

<sup>109</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 7.

<sup>110</sup> Vgl. anstatt vieler Boatright, 1999, S. 583–591; Enste & Wildner, 2015, S. 4–43.

<sup>111</sup> Vgl. anstatt vieler Enste, 2015, S. 4–51; Homann & Lütge, 2005.

tivation des Individuums und sucht individuelle Schuldige (gierige Manager oder Anleger). Die Ordnungsethik (im englischen: moral market model) fokussiert Bedingungen und Anreize der entsprechenden Situationen.<sup>112</sup>

Zu Beginn der 1990er Jahre hat sich die Unternehmensethik als eigenständiger Teil der Wirtschaftsethik etabliert. Dabei stellt sich die Unternehmensethik der Analyse von Marktwirtschaft und Moral aus gesamtgesellschaftlicher Sicht.<sup>113</sup> Schwerpunkt dieser ethischen Betrachtung sind die Innen- und Außenbeziehungen von Unternehmen. Dabei sind Manager, Unternehmer und Unternehmen Gegenstand der Forschung.<sup>114</sup> Es soll der situativ auftretende Konflikt zwischen Gewinn und Moral<sup>115</sup> bewältigt werden.<sup>116</sup>

Die verschiedenen Denkschulen der Unternehmensethik differenzieren sich vor allem vor dem Hintergrund der Moralimplementierung. Einen Überblick geben die folgende Abbildung und die anschließenden Erläuterungen.

**Tabelle 2: Ansätze der Unternehmensethik<sup>117</sup>**

Ansatz	Implementierung der Moral durch ...
Ökonomische Unternehmensethik (Homann)	Rahmenordnung
Governanceethik (Wieland)	Unternehmensprozesse
Unternehmensethik als Beschränkung des Gewinnprinzips (Steinmann/Löhr)	Entscheidungsträger
Integrative Vernunftethik (Ulrich)	Normativen Diskus
Integeres Wirtschaften (IW Akademie)	vier Schritte und die Fünf-W-Formel

Homann (Ökonomische Unternehmensethik) interpretiert die Unternehmensethik als „Ethik mit ökonomischer Methode“.<sup>118</sup> Dabei bildet die marktwirtschaftliche Rahmenordnung das entscheidende Instrument der Unternehmensethik. Seine verstandene Ökonomik versteht sich „nicht als Gegensatz zur Ethik, sondern als Fortsetzung der Ethik,

<sup>112</sup> Vgl. Lütge, 2014, S. 34.

<sup>113</sup> Vgl. Enste, 2006.

<sup>114</sup> Vgl. Homann & Blome-Drees, 1992, S. 14.

<sup>115</sup> Vgl. Pies, 2008, S. 1–2.

<sup>116</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 8.

<sup>117</sup> In Anlehnung an: Enste & Wildner, 2014, S. 9.

<sup>118</sup> Homann & Lütge, 2005, S. 19.

aus der sie entstanden ist, mit anderen, besseren Mitteln“.<sup>119</sup> Die Gestaltung der Rahmenordnung ist dabei von Anreiz- und Sanktionsmechanismen geprägt, welche die moralische Verantwortung der Marktteilnehmer tangiert, um gesellschaftlich erwünschte Ergebnisse zu erzielen. „Der systematische Ort der Moral in einer Marktwirtschaft ist die Rahmenordnung“,<sup>120</sup> da von den Marktteilnehmern keine moralische Vor- oder Mehrleistungen verlangt werden können.<sup>121</sup>

Die Verantwortung liegt somit nicht allein beim Einzelnen auf individueller Ebene. Problematisch ist die Erkenntnis, dass Rahmenordnungen, welche moralische Forderungen erfassen, einer stetigen bis dynamischen Entwicklung der Gesellschaft unterliegen. Dadurch entsteht in diesem Bereich Regelungsbedarf auf Unternehmensebene.<sup>122</sup>

Ausgangspunkt der Governanceethik nach Wieland sind die nicht mehr ausreichenden nationalen Regulierungen aufgrund der Globalisierung. Das Konzept der Governanceethik berücksichtigt dies, indem der wachsenden Bedeutung der wertgebundenen Identität der Unternehmen Rechnung getragen wird. Dabei werden Steuerungsstrukturen zur Abwicklung wirtschaftlicher Transaktionen in den Vordergrund gestellt. Dies sind z.B. die staatliche Rahmenordnung bzw. die Unternehmensstrukturen und -werte. Wieland begründet nicht moralische Forderungen, da er das Unternehmen als systematischen Ort von Managementtugenden sieht, sondern fokussiert mit seinem Ansatz die Anwendung.<sup>123</sup> „Der systematische Ort der Governanceethik ist die Form der Unternehmung.“<sup>124</sup>

Durch normative Selbstbindungen des Managements und die Berücksichtigung der Interessen der Betroffenen werden ethische Aspekte in der Unternehmung berücksichtigt. Steinmann und Löhr (Unternehmensethik als Beschränkung des Gewinnprinzips)<sup>125</sup> argumentieren, dass konfliktrelevante Auswirkungen des Shareholder Values bei der Unternehmensführung zu begrenzen sind. Sollte bei Entscheidungen starke Spannung zwischen den (Unternehmens-)werten und (Unternehmens-)gewinnen bestehen, so ist den moralischen Werten der Vorzug zu geben, selbst wenn dies zu einem reduzierten

---

<sup>119</sup> Homann & Lütge, 2005, S. 22.

<sup>120</sup> Homann & Blome-Drees, 1992, S. 35.

<sup>121</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 10; Homann & Blome-Drees, 1992, S. 35–36; Knoepffler, 2006, S. 1–2.

<sup>122</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 10; Homann & Blome-Drees, 1992, S. 35–36.

<sup>123</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 10.

<sup>124</sup> Wieland, 1999, S. 50.

<sup>125</sup> Vgl. Steinmann & Löhr, 1991.

---

Shareholder Value führt. Dabei wird das Management (die Entscheidungsträger) in die Verantwortung genommen, sich integer zu verhalten und im Wettbewerb moralische Werte in der Vordergrund zu stellen, selbst wenn dies mit Verlusten verbunden wäre.<sup>126</sup>

Beim integrativen Ansatz der Vernunftethik (Integrative Vernunftethik) des Wirtschaftens nach Ulrich<sup>127</sup> bestimmen „vernünftige“ Marktakteure im normativen Diskurs das Wirtschaften im Rahmen des Legitimen. Die Marktakteure erarbeiten gemeinsam ihre moralischen Werte und Normen und richten ihr Handeln an diesen aus. Die Wirtschaft soll so gestaltet werden, dass sie für die Gesellschaft lebensdienlich ist. Dementsprechend muss das ökonomische Denken einer ethisch-vernünftigen Reflexion unterliegen<sup>128</sup>. Im Diskurs und unter Berücksichtigung aller Interessen werden durch die Marktakteure faire und zweckmäßige Ergebnisse erarbeitet.<sup>129</sup>

Der letzte darstellte Ansatz ist das integere Wirtschaften der IW Akademie. Dieser beinhaltet vier Schritte:<sup>130</sup>

1. Ordnungsebene (Makroebene)
2. Unternehmensebene (Mesoebene)
3. Individualebene (Mikroebene)
4. Bindeglied zwischen den Ebenen.

Dort werden im ersten Schritt entsprechende Regeln für die Marktteilnehmer definiert, da die Marktwirtschaft ordnungspolitische Rahmenbedingungen benötigt (Ordnungsethik).<sup>131</sup>

Die Rahmenbedingungen der Ordnungsebene geben dann den Marktteilnehmern Handlungsspielräume vor, verhindern aber keine Regelverstöße der Einzelnen. Die Einhaltung dieser verlangt die Etablierung von Kontroll- und Sanktionsmöglichkeiten bei Verstößen.<sup>132</sup> Unternehmen können durch klare und verbindliche Konzeptionierung ihrer Strukturen ihre Wertebasis stärken (Governanceethik). Durch die klare Definition von

---

<sup>126</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 10–11.

<sup>127</sup> Vgl. Peter Ulrich, 1997.

<sup>128</sup> Vgl. Peter Ulrich, 1997, S. 11–13.

<sup>129</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 11.

<sup>130</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 11–12.

<sup>131</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 11.

<sup>132</sup> Vgl. Homann & Blome-Drees, 1992, S. 23–25.

---

Regeln wird eine normative Ordnung etabliert, welche der Organisation und den Mitarbeitern die Rahmenbedingungen für integeres Wachstum bieten.<sup>133</sup>

Integeres Wirtschaften und verantwortungsvolles Handeln kann nicht nur das Einhalten von Regeln beinhalten, sondern erfordert auch kritische Reflexionen und individuelle Moralität der handelnden Person. Deshalb ist es ergänzend notwendig, auch Tugenden auf der individuellen Ebene zu vermitteln (Individualethik).<sup>134</sup>

Die einzelnen Ebenen sollen in diesem Ansatz nicht für sich allein stehen. Unternehmen sind Teil der Gesellschaft und tragen somit Verantwortung für diese. Dementsprechend sollen auch Diskurse mit den Stakeholdern geführt werden (Diskursethik). So stellt die Gesellschaft (gerechtfertigte) Forderungen an das Unternehmen, welche geprüft und bei Entscheidungen berücksichtigt werden müssen, um eine Kultur der Mitverantwortung zu etablieren.<sup>135</sup>

Somit sollte die Unternehmensethik das unternehmerische Handeln im Rahmen der festgelegten Handlungsbedingungen berücksichtigen. Das integre Wirtschaften steht im Vordergrund. Um dies zu gewährleisten und Missbrauch zu verhindern sind Unternehmenskultur und Governance-Systeme entsprechend auszurichten.<sup>136</sup>

Im Zusammenhang mit der Wirtschaftsethik hat sich dann in Folge der Begriff Corporate Social Responsibility entwickelt.

Der Begriff Corporate Social Responsibility (CSR) wurde in den 50er Jahren vom amerikanischen Ökonom Howard R. Bowen geprägt.<sup>137</sup> Bowen wies in seiner Publikation „Social Responsibilities of the Businessmen“<sup>138</sup> darauf hin, dass Unternehmen auch für die Gesellschaft Verantwortung übernehmen und die Erwartungen, Ziele und Werte der Gesellschaft berücksichtigen müssen.<sup>139</sup> In den folgenden zwei Jahrzehnten wurden erste CSR-Konzepte und -Modelle entwickelt, welche sich zunächst theoretisch mit der Thematik befassten. Erst allmählich wurden die praktische Umsetzung forciert und dabei auch Ansätze zur CSR-Erfolgsmessung entwickelt. In den 90er Jahren wurde die Thematik verstärkt aufgegriffen und synonyme Begrifflichkeiten wie Corporate

---

<sup>133</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 11–12.

<sup>134</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 12.

<sup>135</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 12.

<sup>136</sup> Vgl. Enste & Wildner, 2014, S. 12.

<sup>137</sup> Vgl. Carroll, 1999, S. 270.

<sup>138</sup> Vgl. Bowen, 2013.

<sup>139</sup> Vgl. Bassen, Jastram, & Meyer, 2005, S. 231.

Citizenship (CC), Corporate Governance (CG) und Corporate Sustainability (CS) entstanden.<sup>140</sup> Die Abgrenzung ist teils schwierig, da in der wissenschaftlichen Literatur unterschiedliche Auffassungen bestehen. Teils wird klar zwischen CSR und CC differenziert,<sup>141</sup> teils werden die Konzepte als identisch<sup>142</sup> aufgefasst.<sup>143</sup> Allerdings umfassen diese einzelnen Begrifflichkeiten jeweils nur einen kleinen Teil von CSR.

Unter CC versteht man in Deutschland das gesellschaftliche Engagement von Unternehmen. Die Europäische Kommission definiert CC als die „Gestaltung der Gesamtheit der Beziehungen zwischen einem Unternehmen und dessen lokalem, nationalem und globalem Umfeld“.<sup>144</sup> Somit tragen Unternehmen ordnungspolitische und zivilgesellschaftliche Mitverantwortung mit dem Schwerpunkt auf das externe Engagement zum Erhalt und Förderung der Gesellschaft.<sup>145</sup>

Unter dem erweiterten Begriff CSR versteht man das verantwortungsvolle Handeln von Unternehmensorganen und ihre Funktionsweise, Zusammenarbeit und Kontrolle im Unternehmen.<sup>146</sup> Im Fokus stehen hier die Einhaltung des unternehmerischen Leitbildes und der unternehmensethischen Grundsätze, welche nicht nur die Gesetzeskonformität, sondern vor allem die Einhaltung von freiwilligen Verhaltenskodexen beinhalten.<sup>147</sup>

Der Begriff Nachhaltigkeit, im Unternehmen als CS bezeichnet,<sup>148</sup> ist eng mit der Begrifflichkeit CSR verknüpft. So wird Nachhaltigkeit nach einigen Lehrmeinungen nicht als ein eigener Bereich, sondern als ein Begriff, welcher unter CSR subsumiert werden kann, verstanden.<sup>149</sup> Nachhaltige Entwicklung wird dabei verstanden als eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen und ihren Lebensstil zu wählen.<sup>150</sup>

---

<sup>140</sup> Vgl. Nöhamme, 2009, S. 48.

<sup>141</sup> Vgl. Habisch, 2003; Loew, Ankele, Braun, & Clausen, 2004; Pommerening, 2005.

<sup>142</sup> Vgl. Hansen & Schrader, 2005.

<sup>143</sup> Vgl. Nöhamme, 2009, S. 48.

<sup>144</sup> Europäische Kommission, 2001, S. 28.

<sup>145</sup> Vgl. Kirchhoff, 2006, S. 16.

<sup>146</sup> Vgl. Bassen u. a., 2005, S. 233–235.

<sup>147</sup> Vgl. Marsden, 2000, S. 11.

<sup>148</sup> Vgl. Dyllick & Hockerts, 2002, S. 131–132.

<sup>149</sup> Vgl. Crane, Matten, McWilliams, Moon, & Siegel, 2008.

<sup>150</sup> Vgl. World Commission on Environment and Development, 1987, S. 24.

---

Die Europäische Kommission versteht unter CSR jene Maßnahmen, welche über die gesetzlichen Verpflichtungen hinausgehen.<sup>151</sup> Konkret bezeichnet die Europäische Kommission soziale Verantwortung von Unternehmen:<sup>152</sup> „als ein Konzept, das den Unternehmen als Grundlage dient, auf freiwilliger Basis soziale Belange und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in die Wechselbeziehungen mit den Stakeholdern zu integrieren.“<sup>153</sup>

Weiterhin gilt die CSR-Definition nach ISO 26000 als ein weltweit anerkannter Standard. ISO 26000 definiert (Corporate) Social Responsibility wie folgt: „Verantwortung einer Organisation für die Auswirkungen ihrer Entscheidungen und Aktivitäten auf die Gesellschaft und Umwelt durch transparentes und ethisches Verhalten, das

- zur nachhaltigen Entwicklung, Gesundheit und Gemeinwohl eingeschlossen, beiträgt,
- die Erwartungen der Anspruchsgruppen berücksichtigt,
- anwendbares Recht einhält und im Einklang mit internationalen Verhaltensstandards steht, und
- in der gesamten Organisation integriert ist und in ihren Beziehungen gelebt wird.“<sup>154</sup>

Berücksichtigt man die verschiedenen Definitionen und Blickwinkel der CSR-Thematik, handelt es sich um einen dynamischen Prozess, welcher sich ständig weiterentwickelt und somit derzeit keine allgemein gültige Definition zulässt.<sup>155</sup>

Ein historischer Überblick über wesentliche CSR-Studien folgt in der Übersicht (vgl. Tabelle 3: Meilensteine der CSR-Forschung).

---

<sup>151</sup> Vgl. Europäische Kommission, 2011, S. 3–4.

<sup>152</sup> Vgl. Europäische Kommission, 2011, S. 3.

<sup>153</sup> Europäische Kommission, 2001, S. 366.

<sup>154</sup> ISO Internationale Organisation für Normung, 2010, S. 14.

<sup>155</sup> Vgl. Dubielzig & Schaltegger, 2005, S. 240–243.

**Tabelle 3: Meilensteine der CSR-Forschung<sup>156</sup>**

<b>50er/60er Jahre: Erste Definitionsversuche</b>	
Bowen (1953)	Social Responsibility of Businessman: Bowen betont erstmalig die Bedeutung der Verantwortung für die Zukunft der Unternehmen.
Davis (1960); McGuire (1963)	Davis hält CSR für ein nebulöses Konzept, glaubt jedoch, dass es den Unternehmen langfristig Vorteile bringen kann. McGuire konstatiert, dass soziale Verantwortung ebenfalls für Unternehmen besteht, die sowohl ökonomische und legale Verpflichtungen haben, aber auch eine bestimmte Verantwortung gegenüber der Gesellschaft, die für beide Vorteile bringen kann.
<b>70er Jahre: Kritische Stimmen, Corporate Social Responsiveness und weitere Präzisierung der Definition</b>	
Friedman (1979)	Friedman stimmt prinzipiell den drei Ebenen von Carroll zu, sieht aber die einzig soziale Aufgabe der Wirtschaft darin, Gewinne zu erhöhen. Das Unternehmen dient als Instrument der Anteilseigner, die selbstständig über die Mittel entscheiden wollen.
Davis (1973)	Davis kontert, dass eine Unternehmung soziale Verantwortung hat, sich dieser bewusst sein und entsprechend handeln sollte.
Frederick (1978)	Frederick entfernt sich erstmalig von der konzeptionellen Auseinandersetzung mit CSR und betont die praktischen Aktivitäten des Unternehmens.
Carroll (1979)	Carroll entwickelt das "Pyramidenmodell" zur Definition von CSR (die soziale Verantwortung umfasst ökonomische, legale, ethische und diskrete Anforderungen, die die Gesellschaft an Unternehmen hat).
<b>70er/80er Jahre: Corporate Social Performance und Stakeholder-Ansatz</b>	
Carroll (1979)	Dreidimensionales "Corporate Social Performance"-Modell ("responsibility, responsiveness and social issues")
Wartick/ Cochran (1985)	Wartick und Cochran integrieren das Corporate Social Performance-Modell in drei Dimensionen: „principles“ (philosophische Orientierung), „processes“ (öffentliche Orientierung) und „policies“ (organisationale Orientierung)
Freeman (1984)	Stakeholder-Ansatz
<b>In den 90er Jahren folgten der Corporate Social Performance und der Stakeholder-Ansatz</b>	
Wood (1991)	Wood verbindet die Verantwortungskategorien ähnlich wie Wartick/ Cochran miteinander.
Swanson (1995)	Swanson unterscheidet vier Modellelemente: macro-principles, micro-principles of CSR, corporate culture, social impacts.
Mitchell/ Agle/ Wood (1997)	Stakeholder-Typologie (schlafende, latente, fordernde, dominante, gefährliche, abhängige und definitive Stakeholder)
Donaldson/ Preston (1995)	Drei Kategorien der Stakeholder-Theorie (descriptive/empirical, instrumental, normative)
<b>90er Jahre: Theoretische Integration, Praxisbezug und empirische Forschung, CSR im Strategischen Management</b>	
Epstein (1987, 1989)	„Corporate Social Policy Process“
Donaldson/ Dunfee (1994, 1999, 2002); Dunfee (1999)	„Integrative Social Contract Theory“
<b>2000er Strategische CSR und "Global Governance"</b>	
2000: Diverse Beiträge	Porter/ Kramer (2002), Googins (2000), Prahalad/ Hart (2002), Zadeck (2004), Mirvis/ Googins 2006

<sup>156</sup> Entnommen aus: Schwerk, 2007, S. 20–21.

---

### 2.3 Der Ehrbare Manager als Alternativbegriff

Das Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns ist historisch über Jahrhunderte gewachsen.<sup>157</sup> Derzeit fordern Unternehmen die Wirtschaft- und Unternehmensethik in die Managerausbildung zu integrieren.<sup>158</sup> Einzelne Organisationen wie die Industrie- und Handelskammern<sup>159</sup> bemühen sich derzeit um die Wiederbelebung des Leitbildes zur Berücksichtigung von wirtschafts- und unternehmensethischen Forderungen.<sup>160</sup>

Dabei sollte Berücksichtigung finden, dass sich die Situation der modernen Gesellschaft von der der vormodernen Gesellschaft unterscheidet. Die Ethik der Mäßigung in der Vormoderne, konkretisiert am tugendhaften Verhalten und der Beziehung zu Gott, als Synonym für die Gesellschaft, fand sich in der Logik des Ehrbaren Kaufmanns wieder.<sup>161</sup> In der heutigen Welt bedingen Globalisierung und Wirtschaftswachstum zwangsläufig keine Mäßigung mehr, da internationale Arbeitsteilung zu Wohlfahrtsgewinnen für alle Beteiligten führen kann.<sup>162</sup> Eine Berücksichtigung dessen in der aktuellen ethischen Entwicklung ist jedoch kaum vorhanden. Daher stellt sich die Frage, ob das Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns ohne Anpassungen im Wettbewerb der Globalisierung übernommen werden kann.<sup>163</sup>

Unternehmen die aus moralischen Gründen Mehrleistungen erbringen, geraten im Wettbewerb in einen Nachteil. Per se unterscheidet der Markt nicht, ob das Unternehmen ineffizient oder aus moralischen Gründen teuer produziert. Ein Beispiel dafür wären freiwillige Umweltschutzmaßnahmen im Betrieb ohne gesetzliche Grundlage. Von der sauberen Luft profitieren neben dem Unternehmen auch die Konkurrenz und die Gesellschaft, ohne dafür zahlen zu müssen.<sup>164</sup> Eine Abschaffung des Wettbewerbs, also der freien Märkte, scheint aber nicht geboten, da dieser diverse Vorteile bietet, wie zum Beispiel Steigerung der Kreativität und Innovation. Zur Implementierung der Moral in den Wettbewerb sollten alle Marktteilnehmer den gleichen Regeln unterworfen werden, d.h. kein Marktteilnehmer kann sich durch niedrige moralische Standards einen ökonomischen

---

<sup>157</sup> Vgl. Kapitel 2.1.

<sup>158</sup> Vgl. Bundesregierung, 2012, S. 12.

<sup>159</sup> Vgl. Industrie- und Handelskammer für München und Oberbayern, 2012, S. 1–36.

<sup>160</sup> Vgl. Lütge, 2014, S. 33–34.

<sup>161</sup> Vgl. Schwalbach & Klink, 2012, S. 225.

<sup>162</sup> Vgl. komparative Kostenvorteile: Welfens, 2008, S. 826–827.

<sup>163</sup> Vgl. Lütge, 2014, S. 35–36.

<sup>164</sup> Vgl. hierzu das Gefangenendilemma: Homann & Blome-Drees, 1992, S. 29–32.

mischen Vorteil verschaffen. Beispiele dafür wären Kartellverbote oder der Verzicht auf Korruption,<sup>165</sup> was ohne klare Regeln jedoch kaum umsetzbar ist.<sup>166</sup>

Ordnungsethische Ansätze präferieren hier vornehmlich die Etablierung der Regeln auf gesetzlicher Ebene.<sup>167</sup> Gegebenenfalls können verbindliche Vereinbarungen unter dieser Ebene auch eine Rolle spielen. Aus Unternehmenssicht ist moralisches Handeln auch eine Investition und muss sich aus ökonomischen Aspekten auch rentieren, damit das Unternehmen langfristig am Markt bestehen kann.<sup>168</sup> Moral kann sich auf diverse Faktoren des Unternehmens auswirken und diese langfristig stärken. Dazu zählen zum Beispiel Reputation und Sozialkapital. Die Diskussion dieser Faktoren erfolgt oft in der Debatte um Corporate Social Responsibility.<sup>169</sup>

Dabei kann man CSR als ein Konzept verstehen, das den Unternehmen als Basis dient, freiwillig soziale und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in den Interaktionen mit den Stakeholdern zu integrieren.<sup>170</sup> In den letzten zehn bis fünfzehn Jahren gewann die Thematik, auch unter den synonymen Begrifflichkeiten Corporate Citizenship, Corporate Governance und Corporate Sustainability,<sup>171</sup> mehr an Bedeutung und wird als Konzept mit diversen Entwicklungen in Verbindung gebracht, zum Beispiel:

- Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR)<sup>172</sup>
- United Nations Global Compact<sup>173</sup>
- Global Reporting Initiative<sup>174</sup>
- ISO 26000: Leitfaden zur gesellschaftlichen Verantwortung<sup>175</sup>
- Deutscher Corporate Governance Kodex<sup>176</sup>

---

<sup>165</sup> Vgl. WBGU, 2011, S. 201–202.

<sup>166</sup> Vgl. Lütge, 2014, S. 36–37.

<sup>167</sup> Vgl. Kapitel 2.2.

<sup>168</sup> Vgl. Enste, 2010, S. 220–222; Homann & Blome-Drees, 1992, S. 132–135.

<sup>169</sup> Vgl. Lütge, 2014, S. 38.

<sup>170</sup> Vgl. Kapitel 2.2; Europäische Kommission, 2001, S. 28.

<sup>171</sup> Vgl. Nöhamme, 2009, S. 48.

<sup>172</sup> Vgl. Europäische Kommission, 2011, S. 1–19.

<sup>173</sup> Vgl. Deutsches Global Compact Netzwerk (DGCN), 2016, o.S.

<sup>174</sup> Vgl. Global Reporting Initiative, 2014, S. 8–12.

<sup>175</sup> Vgl. ISO Internationale Organisation für Normung, 2010, o.S.

<sup>176</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 1–15.

---

Diese Entwicklungen trugen deutlich zur Bekanntheit des Konzepts CSR in Deutschland bei und führten zu einer hohen Relevanz der Thematik in deutschen Unternehmen.<sup>177</sup>

Ausgehend vom geschichtlichen Begriffs des Ehrbaren Kaufmanns<sup>178</sup> und der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Entwicklungen (CSR) kann vom Ehrbaren Manager, als dem neuen, globalen Ehrbaren Kaufmann gesprochen werden. Dabei ist CSR kein auf ein Individuum fixiertes Konzept, sondern berücksichtigt Strukturen und Anreize im Unternehmen verstärkt, um langfristige Wettbewerbsvorteile zu generieren unter Berücksichtigung moralischer Aspekte. Der Ehrbare Manager zeichnet sich somit vor allem durch strukturelle Maßnahmen, denn durch individuelle Tugenden aus, welche sich durch eine nachhaltige, gesellschaftlich verantwortungsvolle Unternehmensführung konkretisieren und auch eine gerechte Vergütung beinhalten.<sup>179</sup>

Die Festlegung einer „gerechten“ Vergütungsgrenze erscheint per se nicht möglich, jedoch können die Obergrenzen von Verteilungs- und Tauschgerechtigkeiten im Rahmen von Managementvergütungen mittels Fair Pay-Berechnungen ermittelt werden und dem Ehrbaren Manager als Anhalt seiner eigenen Vergütungsverhandlungen, bzw. den Unternehmen als Grundlage eines gerechten und nachhaltigen Vergütungssystems<sup>180</sup> dienen.

---

<sup>177</sup> Vgl. Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS), 2016, o.S.

<sup>178</sup> Vgl. Klink, 2008, S. 57–79.

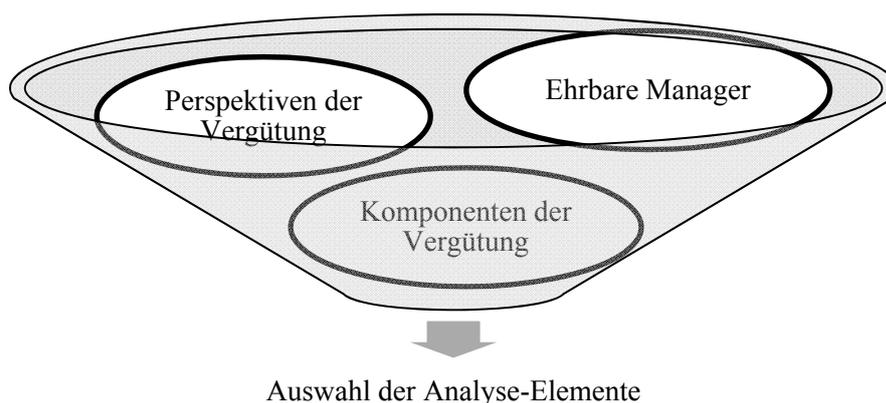
<sup>179</sup> Vgl. Heinemann, 2012, S. 150; Klink, 2007, S. B4; Lütge, 2014, S. 39.

<sup>180</sup> Vgl. anstatt vieler Döscher, 2014, S. 205–224.

### 3 Managervergütung als Element des Ehrbaren Managers

Manager- bzw. Vorstandsvergütungen<sup>181</sup> wurden und werden in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert. Anlass für erhitzte Diskussionen bot z.B. der ehemalige Mannesmann-Vorstandsvorsitzende Klaus Esser. Nach langem Kampf erfolgte die Übernahme der Mannesmann AG durch den Mobilfunkanbieter Vodafone. Im Rahmen dessen erhielt Klaus Esser eine vertraglich nicht fixierte Prämie von 15,9 Mio. Euro. Ob eine solche Prämie für eine herausragende Leistung gerechtfertigt war, beschäftigte nicht nur die Öffentlichkeit, sondern auch die Gerichte.<sup>182</sup> Weiterhin erreichen auch Abfindungszahlungen an Topmanager bei Unternehmensübernahmen (golden parachutes) neue Höhenflüge. Neben dem Mehrfachen des Jahreseinkommens ist die Übertragung von Aktienpaketen und Pensionsvereinbarungen üblich. Aufgrund der Übertragung verlieren die Aktienoptionen (stock options) aber ihre Ausübungsfristen und somit ihren Zweck, nachhaltiges Handeln vom Manager zu verlangen.<sup>183</sup>

Vor dem Hintergrund des Modells des Ehrbaren Managers sollten sich Vergütungen an Werten, wie zum Beispiel der Performance des Unternehmens, orientieren, bzw. würde Ehrbare Manager seine Vergütung gerecht regulieren.<sup>184</sup> Für die nähere Analyse werden Einflussfaktoren der Managervergütung anhand mehrerer Perspektiven dargestellt. Anschließend werden mögliche Komponenten der Managervergütung betrachtet, um daraus die analysierbaren Elemente der Untersuchung abzuleiten.



**Abbildung 4: Einordnung der Managervergütung in die Analyse<sup>185</sup>**

<sup>181</sup> Die Begriffe Vorstand und Manager werden synonym verwendet.

<sup>182</sup> Vgl. Kuhr, 2010.

<sup>183</sup> Vgl. Endres, 2015.

<sup>184</sup> Vgl. Kapitel 2.3.

<sup>185</sup> Eigene Abbildung.

### 3.1 Vergütung und Managerentlohnung

Unter dem Begriff Vergütung kann die Gesamtheit aller materiellen Leistungen verstanden werden. Oftmals wird dieser Begriff auch für das gesamte Arbeitseinkommen der Belegschaft eines Unternehmens gebraucht. Synonyme sind Entgelt, Lohn oder Gehalt.<sup>186</sup>

Kosiol differenziert die Vergütung zwischen der an den Arbeitnehmer gezahlten Entlohnung (zum Beispiel inklusive Familienzuschlägen) und dem Entgelt für die erbrachte Arbeitsleistung. Sozialökonomisch richtet sich die Vergütung nach der Arbeitsleistung und dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage. Individualökonomisch ist es ein Entgelt für den erbrachten Einsatz der menschlichen Arbeitsleistung.<sup>187</sup>

Weiterhin kann zwischen der absoluten und relativen Entlohnungshöhe unterschieden werden. Die absolute Entgelthöhe berücksichtigt, wie der vom Unternehmen geschaffene Wert auf die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital verteilt werden soll. Ein allgemeingültiger Gerechtigkeitsmaßstab zur Lösung dieses Verteilungsproblems konnte sich jedoch noch nicht etablieren.<sup>188</sup> Die relative Vergütungshöhe bezieht sich auf die gerechte Verteilung der Entlohnungssumme auf die einzelnen Arbeitnehmer (Verhältnis der Einkommen zueinander). Auch hier spielt das Gerechtigkeitsempfinden der Arbeitgeber und der Arbeitnehmer eine Rolle und sollte in ein sachliches Gleichgewicht des Tauschvorgangs Arbeit gegen Entgelt münden.<sup>189</sup>

Die Entlohnung stellt für das Unternehmen ein wichtiges Instrument der Anreizgestaltung dar, mit dem Verhalten und Einstellung der Mitarbeiter beeinflusst werden können. Ein bewusst gestaltetes Entgeltsystem kann zur Erhöhung des Shareholder Values und zu einer positiven Unternehmensentwicklung beitragen. Dabei sollten bei der Gestaltung eines Vergütungssystems folgende Punkte besonders berücksichtigt werden: Nachvollziehbarkeit, Transparenz und Verständlichkeit.<sup>190</sup>

Die Vergütungen von Managern sind meist komplexer gestaltet und werden von den Kontroll- oder Leitungsgremien des Unternehmens in Übereinstimmung mit der Unternehmensstrategie festgelegt. Sie beinhalten in der Regel mehrere Komponenten. Neben

---

<sup>186</sup> Vgl. Berthel & Becker, 2010, S. 573; Evers, 2001, S. 27.

<sup>187</sup> Vgl. Kosiol, 1962, S. 19.

<sup>188</sup> Vgl. Berthel & Becker, 2010, S. 575.

<sup>189</sup> Vgl. Berthel & Becker, 2010, S. 243, 253; Kluckow, 2014, S. 14–15; Kosiol, 1962, S. 29–30.

<sup>190</sup> Vgl. Hostettler, 2010, S. 76, 79; Hurtmanns, 2008, S. 100–101.

der fixen Grundvergütung erhalten Führungskräfte oftmals variable leistungsbezogene Vergütungsbestandteile sowie Nebenleistungen (zum Beispiel Zusatz- und Sozialleistungen).<sup>191</sup>

Managern wird eine höhere Entlohnung als Arbeitnehmern gewährt, da ihr Verhalten direkten Einfluss auf den betrieblichen Unternehmenserfolg hat. Dies wird als kritischer Erfolgsfaktor des Unternehmens angesehen. Ein anderes Argument sind Eignung und Qualifikationen. Nur wenige Personen besitzen die nötige Eignung und Qualifikation, um Unternehmen zu leiten.<sup>192</sup>

Studien belegen, dass Fähigkeiten des Managers (Erfahrung, Ausbildung, bisherige Performance, Kontakte)<sup>193</sup> neben der Unternehmensgröße, der Branchenzugehörigkeit und der Eigentümerstruktur des Unternehmens, wesentliche Einflussfaktoren für die Höhe, Zusammensetzung und Veränderung der Vergütung sind.<sup>194</sup>

### 3.1.1 Rechtliche Perspektive

Im Rahmen der Vorstandsvergütung sind Regelungs- und Konkretisierungstendenzen in Deutschland zu beobachten. Zu nennen sind z.B. der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK),<sup>195</sup> das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)<sup>196</sup> oder das Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz (VorstOG) mit ihren Auswirkungen auf andere gesetzliche Regelungen wie das Aktiengesetz (AktG oder HGB).

Das am 05.08.2009 in Kraft getretene VorstAG hat konkret Auswirkungen auf das Aktiengesetz und die Vergütung des Vorstandes. So wird die Vergütung des Vorstandes in ein angemessenes Verhältnis zu seiner Leistung und zur Performance der Gesellschaft gesetzt.<sup>197</sup> Konkrete Aussagen zu absoluten Grenzen oder Methoden werden aber nicht

---

<sup>191</sup> Vgl. Berthel & Becker, 2010, S. 619; Evers, 2001, S. 5; Kluckow, 2014, S. 16.

<sup>192</sup> Vgl. Evers, 2001, S. 2; Kluckow, 2014, S. 17–18.

<sup>193</sup> Vgl. anstatt vieler Brenner & Schwalbach, 2003.

<sup>194</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 18; Prinz & Schwalbach, 2011, S. 135.

<sup>195</sup> Vgl. <http://www.dcgk.de>.

<sup>196</sup> *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, 2009; Koch & Stadtmann, 2010.

<sup>197</sup> Vgl. § 87 Abs. 1 AktG.

getroffen. Die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex greifen dies unter Berücksichtigung des Vergleichsumfeldes auf.<sup>198</sup>

Ein weiterer Punkt ist die Konkretisierung eines Selbstbehaltes von mindestens 10 Prozent der Schadenssumme bei D&O-Versicherungen („Directors and Officers Liability“) im § 93 Abs. 2 Satz 3 AktG, da freiwillige Regelungen des DCGK nicht griffen.<sup>199</sup>

Neben Vorschriften zur Vergütung ist die Kontrolle der Angemessenheit dieser zu berücksichtigen. Dabei ist das Vergütungssystem gem. § 120 Abs. 4 AktG von der Hauptversammlung der Gesellschaft zu billigen, jedoch bleiben die Gesellschafter bei der Vergütungshöhe außen vor.<sup>200</sup>

Die rechtlichen Regelungen haben teils bindenden und teils empfehlenden Charakter. Die Festlegung von Vergütungsobergrenzen oder die Konkretisierung von fairen Vergütungen werden nicht vorgenommen. Um fundierte Vergleichsmaßstäbe zu erhalten, kann aber ausgehend von der Höhe und Zusammensetzung der Gehälter der Manager und deren erreichter Wertschöpfung mittels einer Fair Pay-Analyse überprüft werden, inwiefern Vergütungen unter Performancegesichtspunkten gerechtfertigt sind. Dies wird im Rahmen der Analyse für Familienunternehmen in dieser Arbeit bewertet.<sup>201</sup>

### 3.1.2 Ethische Perspektive

Eine „gerechte Managervergütung“ wird in der Öffentlichkeit, den Medien und der Politik vermehrt diskutiert.<sup>202</sup> Zur Diskussion des Gerechtigkeitsbegriffs kann auf Ansätze der Ethik bzw. der Wirtschaftsethik vor dem Hintergrund einer gerechten Managervergütung zurückgegriffen werden.

Die Basis der Ethik ergibt sich aus der menschlichen, gesunden Vernunft und nicht aus einem einseitigen Intellektualismus, wobei Vernunft nicht mit Intelligenz gleichgesetzt werden kann.<sup>203</sup> Geht man vom Menschen als Vernunftwesen aus, kann man an diese appellieren, da Vernunft Moral voraussetzt.<sup>204</sup> Dabei kann die Ethik als gesellschaftli-

---

<sup>198</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 7.

<sup>199</sup> Vgl. Heinemann, 2012, S. 130; Koch & Stadtmann, 2010, S. 4, 9–11.

<sup>200</sup> Vgl. Wilke, Priessner, Schmid, Schütze, & Wolff, 2011, S. 13–14.

<sup>201</sup> Vgl. Heinemann, 2012, S. 129–130; Prinz & Schwalbach, 2011, S. 133.

<sup>202</sup> Vgl. „EKD-Vorsitzender kritisiert Managergehälter“, 2015.

<sup>203</sup> Vgl. Kalveram, 1951, S. 17; Leisinger, 1997, S. 165.

<sup>204</sup> Vgl. Leisinger, 1997, S. 11.

ches Sprachrohr der Moral vermitteln (Vermittlungsfunktion), oder die gesellschaftlichen Anforderungen an die Moral übersetzen (Übersetzungsfunktion).<sup>205</sup> Bei der Reflexion der Moral soll die Ethik wiederum die Strukturen des Gesellschaftssystems berücksichtigen.<sup>206</sup>

Eine weitere Aufgabe der Ethik ist Rechtfertigung bzw. Begründung von handlungsleitenden Werten und Normen. Was ist gut leben? Was ist gerecht handeln? Was ist vernünftig entscheiden? Oder allgemeiner: Wie und warum soll ich verantwortlich handeln?<sup>207</sup> Weiterhin befasst sich die Ethik mit der Frage, ob die moralischen Forderungen an das Individuum überhaupt angebracht sind und bei einer uneinbringbaren moralischen Forderung keine ungerechtfertigte moralische Verurteilung erfolgt. Dabei kann keine klare Unterteilung in schwarz oder weiß erfolgen, sondern es hat eine graduelle Analyse zu erfolgen.<sup>208</sup>

Verschiedene Ansätze der Unternehmensethik wurden in der Arbeit bereits dargestellt.<sup>209</sup> Diese können zum Beispiel durch Rahmenordnungen dazu beitragen, Vergütungshöhen zu definieren oder „gerechte“ Vergütungssysteme zu implementieren.

Die Forderung nach einer gerechten Vergütung kann im Rahmen der Betriebswirtschaftslehre anscheinend nicht direkt gelöst werden, da objektive Wertmaßstäbe fehlen. Somit ist die gerechte Vergütung ein ethischer Wert, wobei absolute Werte nicht definiert, sondern nur Aussagen über eine relative Gerechtigkeit getroffen werden können.<sup>210</sup>

Zu hinterfragen ist, ob nur relative Gerechtigkeiten im Rahmen von Managervergütungen zu akzeptieren sind, oder ob es „... statthaft, [ist] ein Kriterium zur absoluten Höhe der Vorstandsvergütung anzubieten, ...“.<sup>211</sup>

---

<sup>205</sup> Vgl. Luhmann, 1993, S. 371.

<sup>206</sup> Vgl. Enderle, 1987, S. 436; Luhmann, 1991, S. 40; Tokarski, 2008, S. 62.

<sup>207</sup> Vgl. Enderle, 1987, S. 436; Tokarski, 2008, S. 62.

<sup>208</sup> Vgl. Tokarski, 2008, S. 63; Waibl, 2005, S. 30.

<sup>209</sup> Vgl. Kapitel 2.2.

<sup>210</sup> Vgl. Tokarski, 2008, S. 63.

<sup>211</sup> Heinemann, 2012, S. 144.

### 3.1.3 Gerechtigkeit und Entlohnung

Gerechtigkeit und Entlohnung werden in der Praxis sehr konträr diskutiert, da Betrachtungsweisen und Gerechtigkeitskriterien sehr subjektiv aufgefasst werden und es somit einen gerechten Lohn anscheinend nicht geben kann.<sup>212</sup>

In diesem Zusammenhang kann als erstes die absolute Höhe der Entlohnung sowie die Aufteilung des Gewinns zwischen Kapitalgebern und Arbeitnehmern betrachtet werden. Dabei soll die Entlohnung nicht nur die Grundbedürfnisse des Arbeitnehmers sichern, sondern auch die Arbeitsmotivation und Arbeitsleistung langfristig erhalten. Das Unternehmen ist bestrebt eine gerechte Entlohnung zueinander, das heißt eine gerechte Entgeltstruktur zu etablieren (relative Entlohnungsgerechtigkeit). Folgende wesentliche Gerechtigkeitsprinzipien werden dazu in der Literatur diskutiert:<sup>213</sup>

- Gleichheitsprinzip,
- Anforderungsprinzip,
- Leistungsprinzip,
- Funktionsgerechtigkeit,
- soziale Gerechtigkeit,
- Anrechtsprinzip,
- Marktprinzip,
- Potenzial-und Qualifikationsgerechtigkeit.

Das Gleichheitsprinzip bezieht sich auf die Ergebnis- und Chancengleichheit im Rahmen der Entlohnung. Dementsprechend haben die Personen gleiche Rechte an Gütern und Lasten. In einigen Argumentationen sind diese Rechte oder Anteile an Gütern und Lasten unabhängig von den geleisteten Beiträgen und Einsätzen des Einzelnen. Voraussetzung für die Umsetzung dieses Prinzips sind Solidarität und Harmonie in der Gemeinschaft. Problematisch erscheint dabei die Ausbeutung bzw. Ausnutzung von Einzelnen. In der Marktwirtschaft wird dieses Prinzip daher selten fokussiert.<sup>214</sup>

---

<sup>212</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 110; Reichmann, 2004, Sp. 1114; Steinmann, Schreyögg, & Koch, 2013, S. 782.

<sup>213</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 110; Neumann, 2009, S. 66; Paul & Schaefer, 2009, S. 150; Reinisch, 2012, S. 55–56.

<sup>214</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 111; Liebig & May, 2009, S. 3, 5–6; G. Mikula, 1980, S. 153; G. F. Müller & Hassebrauck, 1993, S. 221; Reinisch, 2012, S. 56; Schwinger, 1980, S. 112.

Im Rahmen des Anforderungsprinzips werden die Ansprüche der einzelnen Tätigkeiten bzw. die Arbeitsplatzanforderungen berücksichtigt und mittels Verfahren der Arbeitsbewertung entsprechend klassifiziert. Diese Anforderungen spiegeln sich in der Entlohnung wider, weiterhin werden Hierarchie und Einfluss sowie die für die Tätigkeit zur Verfügung stehenden Personen berücksichtigt.<sup>215</sup>

Die Anstrengung bzw. die individuelle Leistung des Entgeltempfängers werden hier ebenfalls zur Entlohnung herangezogen. Nach Kosiol wird der Arbeitnehmer gerecht entlohnt, wenn seine Leistung sich nach ihrem ökonomischen Wert für das Unternehmen bemisst, welches die Arbeitsleistung zum Ergebnis des Unternehmens beisteuert. Andere Ansätze setzen die Leistung und Vergütung in Relation zu einer Peergroup, welche je nach Hierarchiestufe nur extern schwer zu finden ist. Problematisch erscheint dabei die Quantifizierung der Leistung und somit die Ableitung des Entgeltes. Trotz dieser Schwierigkeiten wird die Leistung als ein sehr gerechtes Entlohnungsprinzip in unserer Gesellschaft angesehen.<sup>216</sup> Eng mit der Leistungsgerechtigkeit ist die Funktionsgerechtigkeit verwandt. Hier erfolgt die Entlohnung im innerbetrieblichen Vergleich unter Berücksichtigung der Aufgabe und deren relativem Beitrag zum Unternehmenserfolg.<sup>217</sup>

Die Differenzierung der Entgeltbestimmung anhand von Bedürftigkeitskriterien der Gehaltsempfänger ist Grundlage der Sozialgerechtigkeit. Dabei bestimmen zum Beispiel Familienstand, Betriebszugehörigkeit oder die Seniorität des Arbeitnehmers die Vergütung, welche dessen Grundbedürfnisse befriedigen soll. Dies widerspricht somit der Leistungsgerechtigkeit und führt zum Verlust der Anreizwirkung der Vergütung.<sup>218</sup> Anspruchsbasis der Vergütung sind zugeschriebene oder erworbene Positionsmerkmale oder der Status, die mit entsprechenden Rechten verbunden sind. Diese können traditionell gewährt werden oder wurden im Laufe der Zeit erworben.<sup>219</sup>

Beim Marktprinzip erfolgt die Vergütung aufgrund von Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsbeschaffungsmarkt. Oftmals werden Vergleichsstudien zur Entlohnung von

---

<sup>215</sup> Vgl. Paul & Schaefer, 2009, S. 149; Reichmann, 2004, Sp. 1116; Sprenger, 2010, S. 270.

<sup>216</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 111–112; Kosiol, 1962, S. 21; Liebig & May, 2009, S. 5; G. F. Müller & Hassebrauck, 1993, S. 221; Paul & Schaefer, 2009, S. 149; Reichmann, 2004, Sp. 1116; Reinisch, 2012, S. 55; Sprenger, 2010, S. 20–21.

<sup>217</sup> Vgl. Evers, 1995, Sp. 300; Kluckow, 2014, S. 112.

<sup>218</sup> Vgl. Liebig & May, 2009, Sp. 5; G. Mikula, 1980, S. 153; Paul & Schaefer, 2009, S. 149; Reichmann, 2004; Reinisch, 2012, Sp. 55–56; Schwinger, 1980, S. 113.

<sup>219</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 113; Liebig & May, 2009, S. 5.

Beratungsfirmen zur Festlegung der Arbeitnehmervergütung herangezogen, sowie zusätzlich die Dauer der Betriebszugehörigkeit berücksichtigt.<sup>220</sup>

Abschließend soll das Prinzip der Potenzial- und Qualifikationsgerechtigkeit genannt werden. Grundlage der Entlohnung sind hier die je nach Arbeitsbedingungen abrufbaren Qualifikationen des Mitarbeiters, das heißt dass das bereitgestellte Potenzial des Arbeitnehmers Basis seiner Vergütung ist, wobei das Potenzial als Summe der individuellen Fähigkeiten, Fertigkeiten und Kenntnisse zu verstehen ist.<sup>221</sup>

Selten werden bei der Bestimmung der Vergütung nur einzelnen Prinzipien angewendet, sondern unter Berücksichtigung der Unternehmens- und Mitarbeiterziele, Sozialaspekte und der individuellen Situation mehrere Gerechtigkeitsprinzipien angewandt. Ferner existieren unterschiedliche Vorstellungen zum Begriff Gerechtigkeit. Diese sind zum Beispiel von der Sozialisierung, von der konjunkturellen Entwicklung oder der Nationalität abhängig und unterliegen einer Dynamik. Somit gibt es kein allgemeingültiges Entgeltgerechtigkeitsmaß, sondern nur Situations-, Personen-, Gruppen- oder organisationspezifische Entgeltgerechtigkeitsmaße.<sup>222</sup>

### 3.1.4 Ökonomische Perspektive

Die Vergütung von Topmanagern und Vorständen ist aufgrund des starken öffentlichen Interesses und diverser gesetzlicher Initiativen<sup>223</sup> auch Gegenstand des ökonomischen Forschungsinteresses, wobei sehr inhomogene Fragestellungen vorhanden sind.

Als bedeutender Vertreter führte Schwalbach mit Kliemt bezüglich der Vorstandsvergütung bereits 2008 aus: „In dem Zeitraum von 1987 bis 2005 hat es eine deutliche Steigerung der Vorstandsbezüge pro Kopf in deutschen DAX 30-Unternehmen um durchschnittlich 445 Prozent gegeben. ... Im Vergleich zu der Vergütung der Mitarbeiter in den betreffenden Unternehmen verdient ein Vorstandsmitglied in den DAX 30-Unternehmen im Jahr 2007 im Durchschnitt das 52-fache eines Mitarbeiters, während

<sup>220</sup> Vgl. Evers, 1995, Sp. 300; Paul & Schaefer, 2009, S. 149–150; Reichmann, 2004, Sp. 1117–1118; Sprenger, 2010, S. 271.

<sup>221</sup> Vgl. Alewell, 1993, S. 592–593; Kluckow, 2014, S. 113–114; Paul & Schaefer, 2009, S. 150.

<sup>222</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 114; Liebig & May, 2009, S. 6; G. Mikula, 1980, S. 146; Paul & Schaefer, 2009, S. 151; Schwinger, 1980, S. 110.

<sup>223</sup> Siehe hierzu DCGK, VorstAG oder VorstOG.

es vor zehn Jahren noch das 20-fache und vor fünf Jahren immerhin, nur das 28-fache war...“<sup>224</sup>

Die aktuelle Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2014 von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. kommt hingegen zu moderateren Ergebnissen bezüglich der Steigerung der Vorstandsvergütungen der letzten Jahre:

„... die Vorstandsgehälter in Deutschland sind im vergangenen Jahr sehr moderat gewachsen. Die Vergütung der Vorstände unserer DAX 30-Unternehmen stieg im Schnitt um 1,5 Prozent. Im Jahr zuvor waren es immerhin 4 Prozent. Prozentual ist dieser Anstieg deutlich niedriger als die Entwicklung der Bruttolöhne in Deutschland. Diese sind im vergangenen Jahr nämlich um 3,8 Prozent gestiegen. ... Ein DAX-Vorstand verdient nämlich mit 3,4 Millionen Euro Jahresgehalt im Mittel das 54-fache des Durchschnittsgehalts eines DAX-Angestellten.

Interessant ist, dass der Anstieg der Vorstandsvergütung auch deutlich hinter der Gewinnentwicklung im DAX zurückbleibt. 2014 haben die DAX-Unternehmen ihre Gewinne nämlich um 6,8 Prozent auf den Rekordwert von 109 Milliarden Euro steigern können. Und auch die Mitarbeiterzahl ist um 2 Prozent auf 3,8 Millionen Menschen gestiegen. Möglicherweise hat die gesellschaftliche Debatte um die Bezahlung von Top-Managern zu dieser moderaten Entwicklung beigetragen.“<sup>225</sup>

Es kann jedoch bei genauerer Betrachtung eine Tendenz weg von der performanceabhängigen Vergütung und hin zur Fixvergütung gesehen werden:

„... So sind die fixen Vergütungsbestandteile abermals um 4,9 Prozent deutlich stärker als die Gesamtbezüge gestiegen. Bereits im Vorjahr stieg die Fixvergütung um sagenhafte 7,2 Prozent. Die für die Vergütung zuständigen Aufsichtsräte ersetzen also leistungsorientierte Vergütungsbestandteile durch eine sichere Fixvergütung. ...

Umgekehrt ist die aktienkursbasierte Vergütung im Mittel um 11,1 Prozent zurückgegangen. Unternehmen setzen ihren Vorständen deutlich niedrigere langfristige Anreize.“<sup>226</sup>

---

<sup>224</sup> Kliemt & Schwalbach, 2008, S. 650.

<sup>225</sup> Tüngler, Friedl, & Hölz, 2015.

<sup>226</sup> Tüngler u. a., 2015.

Nach herrschender Meinung und Vorgaben der gesetzlichen Bestimmungen<sup>227</sup> ist die Vergütung der Leistung des Managers anzupassen und die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens zu berücksichtigen.<sup>228</sup> Der Börsenkurs spiegelt dabei die erwarteten zukünftigen Entwicklungen des Unternehmens wider. Bei der Reduzierung der variablen Vergütung, reduziert sich auch die Motivation der Vorstände die langfristige Entwicklung der Unternehmen im Rahmen ihrer Entscheidungsfindung zu berücksichtigen.<sup>229</sup>

Obwohl die Vergütungen der Vorstände nur moderat gestiegen sind, betragen sie doch ein vielfaches des Gehalts eines ‚normalen‘ Mitarbeiters. Im internationalen Vergleich mit Unternehmen aus der Schweiz, Frankreich und den USA, werden deutsche Manager aber wettbewerbsfähig vergütet. Bei den variablen Gehaltsbestandteilen, Grundgehalt, variabler Barvergütung und aktienkursbasierten Vergütungskomponenten, dominiert in Deutschland die variable Barvergütung mit fast 48 Prozent der Gesamtvergütung, welche in anderen Ländern deutlich geringer ist. Andere Länder setzen verstärkt auf aktienkursbasierte Vergütungselemente.<sup>230</sup>

Vor diesem Hintergrund sollte die Leistungsgerechtigkeit, das heißt die Beziehungen zwischen Vorstandsvergütung und Leistung (Pay for Performance), weiter untersucht werden. Weiterhin stellt sich die Frage, ob durch einen hohen variablen Anteil der Vorstandsvergütung die intrinsische Motivation des Managements stärker stimuliert wird.

### **3.2 Komponenten der Managervergütung sowie deren Ausgestaltung**

Die Gesamtvergütung für Vorstände setzt sich aus diversen Einzelkomponenten zusammen. Diese beinhalten in der Regel erfolgsunabhängige und erfolgsabhängige Komponenten. Erfolgsunabhängige Komponenten beinhalten zum Beispiel das Festgehalt und weitere (teilweise unbare) Vergütungsbestandteile, beispielsweise Mietzuschüsse und Versicherungsleistungen. Zu den erfolgsabhängigen Bestandteilen zählen Jahres- und Mehrjahresboni auf Basis der Rechnungslegungssysteme und Vergütungskomponenten auf Basis des Aktienkurses des Unternehmens. Zusätzlich werden oftmals Versorgungsleistungen (Pensionen), Einmalzahlungen sowie Abfindungen und Begrü-

---

<sup>227</sup> Vgl. hierzu: VorstAG, § 87 AktG u.a.

<sup>228</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 8–12; Giersberg, 2014, S. 7–45.

<sup>229</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 37–81.

<sup>230</sup> Vgl. Tüngler u. a., 2015.

lungsgelder gewährt. Je nach Vertragsgestaltung können diese performanceabhängig oder performanceunabhängig gewährt werden.<sup>231</sup>

Zusätzlich kann eine Aufteilung der Vergütungskomponenten hinsichtlich Kurz- und Langfristigkeit erfolgen. Das Grundgehalt, die weiteren Vergütungsbestandteile sowie Boni die sich auf ein einziges Geschäftsjahr beziehen, zählen zu den kurzfristigen Vergütungsbestandteilen. Aktienkursbasierte Komponenten sowie Aktien und Aktienoptionen werden in der Regel als langfristig angesehen. Im Detail ist die genaue rechtliche Vertragsgestaltung zu betrachten. Versorgungsleistung, Einmalzahlungen sowie Abfindungen und Begrüßungsgelder können in der Regel nicht sinnvoll nach Fristigkeit klassifiziert werden.<sup>232</sup>

Bei einer Betrachtung der Vergütung im Rahmen der Analyse sollen alle einzelnen Komponenten ohne Versorgungsleistungen mit einbezogen werden. Weiterhin soll die Gesamtvergütung des Vorstandes angemessen sein, das heißt die Aufgaben des Managers, seine Leistungen, die wirtschaftliche Lage, sowie den wirtschaftlichen Erfolg, die Zukunftsaussichten des Unternehmens und das Vergleichsumfeld berücksichtigen.<sup>233</sup>

### 3.2.1 Erfolgsunabhängige Komponenten

Den fixen Teil der Gesamtvergütung bildet das Grund- bzw. Jahresgehalt. Die Zahlungen erfolgen performanceunabhängig und besitzen nach herrschender Meinung keine direkte verhaltenssteuernde Wirkung.<sup>234</sup> Bei der Festlegung der Grundvergütung ist die Üblichkeit der Vergütung unter Berücksichtigung des Vergleichsumfeldes durch den Aufsichtsrat zu berücksichtigen.<sup>235</sup>

Die Fixvergütung dient in der Regel als Basis für weitere Komponenten der Vergütung. So stehen Pensionen oftmals in Relation zum Grundgehalt. Auch bemessen sich erfolgsabhängige Komponenten oftmals am Grundgehalt, Zielgrößen werden meist als ein

---

<sup>231</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 13.

<sup>232</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 13.

<sup>233</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 7.

<sup>234</sup> Vgl. Schraml, 2010, S. 79–85.

<sup>235</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 7.

Vielfaches des Grundgehalts bestimmt. Ferner erfolgen gegebenenfalls Beschränkungen von Vergütungsbestandteilen nach oben auf Basis des Grundgehaltes.<sup>236</sup>

Weitere erfolgsunabhängige Vergütungsbestandteile (zum Beispiel Sachbezüge oder Nebenleistungen) sind zum Beispiel geldwerte Vorteile durch die Bereitstellung von Dienstwagen, Versicherungen oder die Übernahme von Umzugskosten.<sup>237</sup>

### 3.2.2 Erfolgsabhängige Komponenten

Die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten dienen oftmals als Anreizsystem und sind ein Bestandteil der wertorientierten Unternehmensführung. Sie sollen bestimmte Verhaltensweisen der Manager bestärken, andere hingegen vermindern. Hier werden Kapitalbeteiligungen, Erfolgsbeteiligungen oder sonstige Beteiligungen genutzt.<sup>238</sup>

Im Rahmen der erfolgsabhängigen Vergütung sind die Bemessungsgrundlage und die Eignung der Vergütungsfunktion zu eruieren. Die Höhe der variablen Vergütung ist abhängig von einer Bemessungsgrundlage und wird anhand der Vergütungsfunktion berechnet. Als Bemessungsgrundlagen werden in der Regel Benchmarks oder Performancemaße eingesetzt, zum Beispiel Umsätze, Gewinn- oder Erfolgskennzahlen oder kapitalmarktorientierte Größen, wie zum Beispiel die Entwicklung des Aktienkurses. Weiterhin können auch individuelle Zielvereinbarungen, wie zum Beispiel erfolgreiche Produkteinführungen usw., herangezogen werden.<sup>239</sup>

Die Unterteilung der erfolgsabhängigen Komponenten kann als variable Barvergütung und aktienkursorientierte Vergütung erfolgen, weiterhin bietet sich eine Aufteilung in kurz- und langfristige, gegebenenfalls mittelfristige Anreize an. Zur variablen Barvergütung zählen performanceabhängige Komponenten auf Ein- oder Mehrjahresbasis, welche bar und unabhängig vom Aktienkurs ausgezahlt werden. Zu den aktienkursorientierten Vergütungen zählen Aktien und Optionen (real oder virtuell) sowie Auszahlungen (Cash-Pläne), welche von einer langfristigen Aktienkursperformance abhängig sind. Die erfolgsabhängigen Komponenten üben eine Anreizfunktion aus: die variable Barvergü-

---

<sup>236</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 14–15.

<sup>237</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 15.

<sup>238</sup> Vgl. Patrick Ulrich, 2011, S. 52.

<sup>239</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 15; Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 6–8.

tung erfüllt diese bei Auszahlung, die aktienkursbasierte Vergütung entwickelt ihre Anreizfunktion ab der Gewährung.<sup>240</sup>

Die zeitliche Differenzierung der Anreize in kurz-, mittel- und langfristige, unterstützt die langfristige Ausrichtung der Vergütungssysteme.<sup>241</sup>

### **Variable Barvergütung**

Der Jahresbonus oder die Tantieme ist der kurzfristige Teil der variablen Barvergütung und wird in Deutschland nach Erreichen von im Vorjahr festgelegten Zielen gewährt. Weiterhin existieren auch Mehrjahresboni, die zu den längerfristigen variablen Barvergütungen zählen, sowie Bonusbanksysteme.<sup>242</sup> Teilweise wird der Bonus anteilig garantiert und verliert dadurch seine Anreizwirkung, da er von der Performance entkoppelt wird. Weiterhin sind Sonderboni denkbar, beispielsweise beim Erreichen eines strategischen Ziels, wie einer Unternehmensübernahme oder eines Börsengangs.<sup>243</sup>

Boni werden oftmals auf Basis rechnungslegungsbasierter Größen bemessen. Hierfür kommen Gewinngrößen oder Konzernergebnisse in Betracht. Dazu zählen beispielsweise Earnings Before Interest and Taxes (EBIT), Residualgewinngrößen wie Economic Value Added (EVA), Kapitalrenditen oder Umsatzveränderungen. Oftmals wird eine Bereinigung der Gewinn- oder Ergebnisgrößen um außerordentliche Effekte vorgenommen. Neben diesen quantitativen Zielen können auch qualitative Ziele als Bemessungsgröße der Boni herangezogen werden. Dazu zählen beispielsweise Kostensenkungsprogramme, Strategieimplementierungen sowie Zufriedenheit der Kunden und Mitarbeiter.<sup>244</sup>

Bei Mehrjahresboni wird die Entwicklung der oben genannten Größen über einen Mehrjahreszeitraum hinweg betrachtet. Dies könnte zum Beispiel der durchschnittliche Gewinn über vier Jahre sein. Hierbei unterscheidet man prospektiv orientierte Mehrjahresboni und Jahresboni, die die Performance der vergangenen Perioden berücksichtigen.

---

<sup>240</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 16; Evers u. a., 2010, S. 9–14.

<sup>241</sup> Vgl. *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, 2009; Koch & Stadtmann, 2010, S. 4–5.

<sup>242</sup> Für weitere Ausführungen der Thematik Bonusbanken vgl. Janocha, 2014.

<sup>243</sup> So erhielt der damalige Vorstandsvorsitzenden der Mannesmann AG Klaus Esser im Jahr 2000 zweistellige Millionenbeträge aufgrund der Unternehmensübernahme der Mannesmann AG durch die Vodafone PLC. Diese Zahlung wurden in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert und führten zum sogenannten Mannesmann Prozess. Vgl. „Mannesmann/Vodafone: Chronik einer Übernahmefärfä“, 2004.

<sup>244</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 17.

Ein prospektiv orientierter Mehrjahresbonus gewährt die Auszahlung am Ende des Mehrjahreszeitraums, kann bei rollierender Vereinbarung aber zu jährlichen Zahlungen führen. Kombinationen von Jahres- und Mehrjahresboni sind denkbar.<sup>245</sup>

Für die Höhe der Boni ist neben der Bemessungsgrundlage auch die Bonusfunktion von Bedeutung, da sie für die Höhe des Bonus in Relation zur Bemessungsgrundlage entscheidend ist. Performancehürden oder Obergrenzen sind dabei üblich. Performancehürden könnten dabei zum Beispiel der Gewinn sein, wobei auch Bonuszahlungen bei Verlusten denkbar wären. Dies wäre in Sondersituationen vorstellbar, zum Beispiel im Rahmen von Sanierungen und Restrukturierungen.<sup>246</sup>

Beim Bonusbanksystem wird ein Teil der Boni bei einer Bonusbank hinterlegt und erst in den Folgejahren ausgezahlt. Dabei kann eine Verrechnung mit niedrigeren Boni der Zukunft erfolgen. Dadurch wirken sich die Entscheidung des Managements mittelfristig auf deren Vergütung aus. Bonusbanksysteme haben dadurch ähnliche Anreizwirkungen wie Mehrjahresboni. Auch können Teile der Boni als Aktien ausgezahlt und mit einer mehrjährigen Sperr- oder Haltefrist belegt werden (Lock-up-Periode), wodurch ebenfalls eine langfristige Ausrichtung erreicht wird.<sup>247</sup>

Auf Grundlage des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)<sup>248</sup> und dessen Konsequenzen für das Aktiengesetz (AktG) gilt gemäß § 87 Abs. 1 AktG für deutsche Unternehmen folgendes: „Variable Vergütungsbestandteile sollen daher eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben; für außerordentliche Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit vereinbaren.“<sup>249</sup> Ähnliche Aussagen finden sich auch im Deutschen Corporate Governance Kodex: „Der Aufsichtsrat hat dafür zu sorgen, dass variable Vergütungsteile grundsätzlich eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben. Sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen soll bei der Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile Rechnung getragen werden.“<sup>250</sup> Somit scheinen langfristige Vergütungsformen weiter an Bedeutung gewinnen.<sup>251</sup>

---

<sup>245</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 17.

<sup>246</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 18.

<sup>247</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 18.

<sup>248</sup> Vgl. *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, 2009.

<sup>249</sup> § 87 Abs. 1 AktG.

<sup>250</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 7.

<sup>251</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 18–19.

### Aktienkursbasierte Vergütungskomponenten

Aktienkursbasierte Vergütungskomponenten sind an den Börsenkurs der Gesellschaft gebunden und besitzen langfristige Anreizwirkung. Der Aktienkurs ergibt sich aus Angebot und Nachfrage und preist die zukünftigen Erwartungen der Marktteilnehmer an das Unternehmen ein. Zur Entfaltung der langfristigen Anreizwirkung unterliegen Aktien und Aktienoptionen einer Mindesthaltefrist (Lock-up-Periode) von meist 2-4 Jahren.<sup>252</sup>

Bei aktienkursbasierten Vergütungsplänen kann zwischen Aktien und Aktienoptionen sowie zwischen realen und virtuellen Programmen differenziert werden. Reale Programme beinhalten die Ausgabe bzw. Gewährung von effektiven Aktien der Gesellschaft oder effektiven Aktienoptionen, welche das Recht beinhalten, Aktien des Unternehmens zu einem bestimmten Preis zu beziehen. Bei virtuellen Programmen erfolgt ein Barausgleich, Wertentwicklungen werden also simuliert.<sup>253</sup>

Eine Kopplung der aktienkursbasierten Vergütungspläne an weitere Performancebedingungen ist möglich. Neben der originären Performance der Aktie des Unternehmens als Zuteilungs- bzw. Ausübungskriterium können auch die allgemeine Marktentwicklung oder branchenspezifische Entwicklungen als Benchmark herangezogen werden. Dadurch werden Marktlagengewinne, das heißt Aktienkurssteigerungen die nicht auf Leistung des Vorstandes, sondern durch Veränderung der Marktsituation entstehen, vermieden bzw. Manager können auch in Zeiten fallender Märkte partizipieren, sofern das Unternehmen besser performt als der Markt bzw. die Branche.<sup>254</sup>

Die Gewährung von aktienkursbasierten Vergütungskomponenten ist in Deutschland gesetzlich geregelt. In § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG heißt es, es müssen: „bei Beschlüssen nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 auch die Aufteilung der Bezugsrechte auf Mitglieder der Geschäftsführungen und Arbeitnehmer, Erfolgsziele, Erwerbs- und Ausübungszeiträume und Wartezeit für die erstmalige Ausübung (mindestens vier Jahre)“ festgestellt werden.<sup>255</sup>

---

<sup>252</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 19.

<sup>253</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 19–20.

<sup>254</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 20.

<sup>255</sup> § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG.

### 3.2.3 Versorgungsleistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses

Ruhegeld- bzw. Pensionszusagen sind wesentliche Bestandteile der Managementvergütungen, welche oftmals Berufs- und Erwerbsunfähigkeitsversicherungen und Hinterbliebenenversorgungen mit einschließen. Pensionspläne können beitragsorientiert bzw. leistungsorientiert gestaltet werden. Im Rahmen von beitragsorientierten Plänen zahlt das Unternehmen festgelegte Beiträge an eine externe Versicherung oder einen Fonds. Die Höhe der Beiträge können sich sowohl am Fixgehalt, als auch an den fixen und variablen Vergütungsbestandteilen orientieren.<sup>256</sup>

Leistungsorientierte Pläne beinhalten die Verpflichtung des Unternehmens, dem Manager nach Beendigung seiner Tätigkeit einen bestimmten Betrag zu zahlen. Die zugesagten Leistungen können Einmalzahlungen bzw. jährliche Pensionen bis zum Lebensende beinhalten. Die Höhe der vereinbarten Zahlung orientiert sich in der Regel am Fixgehalt und an der Unternehmenszugehörigkeit. Die Berücksichtigung der Performance des Managers während seiner Tätigkeit für die Höhe der Pensionszusagen ist ebenfalls möglich.<sup>257</sup>

### 3.2.4 Abfindungen und Begrüßungsgelder

Bei Abfindungen und Begrüßungsgeldern handelt es sich um Einmalzahlungen. Begrüßungsgelder sollen den Verfall von Gehaltskomponenten vom bisherigen Arbeitgeber des neuen Vorstandes aufgrund des Arbeitsplatzwechsels ausgleichen. In der Regel sind Barauszahlungen üblich.

Abfindungen werden aufgrund der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit gezahlt und sind oftmals bereits im Anstellungsvertrag vereinbart. Der DCGK empfiehlt hier: „Bei Abschluss von Vorstandsverträgen soll darauf geachtet werden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages vergüten.“<sup>258</sup>

---

<sup>256</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 22.

<sup>257</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 22–23.

<sup>258</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 7.

Weiterhin sind Abfindungszahlungen im Rahmen von Unternehmensübernahmen bzw. bei Kontrollwechseln üblich. Der DCGK äußert sich dazu wie folgt: „Eine Zusage für Leistungen aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit infolge eines Kontrollwechsels (Change of Control) soll 150 Prozent des Abfindungs-Caps nicht übersteigen.“<sup>259</sup>

### 3.3 Ausgewählte Elemente der Managervergütung

Nach Prinz & Schwalbach konzentrieren sich Untersuchungen zur Managervergütung schwerpunktmäßig auf die folgenden Punkte:<sup>260</sup>

- die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden bzw. CEO,
- die Höhe der Gesamtvergütung des Managements (Vorstand oder Geschäftsführung),
- das Vergütungsniveau pro Kopf (je Mitglied des Leitungsgremiums) und
- die durchschnittliche Vergütung von Mitgliedern des Leitungsgremiums unter Ausschluss des ranghöchsten Managers.

Für die Analyse der Thematik sind die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden und die Gesamtvergütung des Vorstandes von komparativem Nutzen. Mit den beiden letzteren Punkten können Bereinigungen der Daten aufgrund der unterschiedlichen Größe der Leitungsgremien bzw. der Vergütungsspreizung innerhalb des Vorstandes erfolgen, um so eine bessere Vergleichbarkeit des Gehaltsniveaus zwischen den betrachteten Unternehmen zu erhalten. Gemäß der Methodik von Schwalbach werden sowohl die Bar- als auch die Gesamtdirektvergütung berücksichtigt. Die Barvergütung beinhaltet neben einem in der Regel monatlich gezahlten Festgehalt auch üblicherweise bar vergütete Erfolgsprämien. Sachbezüge, andere geldwerte Vorteile, sowie angefallene Abfindungszahlungen betrachtet er aus Vergleichsgründen nicht. Die Gesamtdirektvergütung beinhaltet neben der Gesamtbarvergütung den Wert der zum Zeitpunkt ihrer Gewährung zugeteilten variablen Vergütungsbestandteile.<sup>261</sup>

Die Vergütung pro Kopf ergibt sich aus der Division der Gesamtvergütung des Leitungsgremiums durch die Zahl der im abgelaufenen Geschäftsjahr vergütungsberechtig-

<sup>259</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 8.

<sup>260</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 136.

<sup>261</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 136.

---

ten Vorstandsmitglieder. Die Analyse zur Spreizung der Vergütung innerhalb eines Vorstandes betrachtet sowohl für die Bar- als auch für die Gesamtdirektvergütung den Abstand zwischen dem Gehalt des Vorsitzenden und der Durchschnittsvergütung eines ordentlichen Mitgliedes des Leitungsgremiums (unter Ausschluss des CEO). Schließlich wird der relative Anteil des führenden Managers an der Gesamtbar- bzw. Gesamtdirektvergütung des Vorstandes untersucht.<sup>262</sup>

Diese Methodik soll im Rahmen dieser Arbeit auf börsennotierte Familienunternehmen im Vergleich zu börsennotierten Nicht-Familienunternehmen angewendet werden. Für die weitere Untersuchung erfolgt auf Basis der Vorstandsvergütung und der Unternehmensperformance die Pay for Performance-Analyse auf Basis der Berechnungsmethode nach Schmidt.

---

<sup>262</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 136.

#### 4 Familienunternehmen in Deutschland

Das Forschungsgebiet der Familienunternehmen ist relativ jung. Das erste Journal, welches sich ausschließlich mit dem Forschungsgebiet Familienunternehmen auseinandersetzte, war die Family Business Review (FBR), mit der Erstauflage im Jahre 1988.<sup>263</sup> Die Autoren der Artikel der 1980er Jahre hatten oftmals einen sehr praktischen Bezug zur Thematik Familienunternehmen. Aufbauend auf ihren Erfahrungen als Berater oder Therapeut setzten sie sich in Artikeln mit Themen ihrer Klienten auseinander, die Fallstudiencharakter aufwiesen. Dominierendes Thema war bereits in den Frühzeiten der Familienunternehmensforschung die Nachfolgeproblematik.<sup>264</sup>

In den 1990er Jahren wurde das Forschungsgebiet der Familienunternehmen differenzierter betrachtet. Die Nachfolgeproblematik dominiert weiterhin die Literatur, jedoch gewannen auch Themen wie kulturelle Spezifika, Konflikte, strategische Planungen sowie Organisationsstrukturen von Familienunternehmen an Bedeutung, die verstärkt von Autoren mit akademischen Hintergrund betrachtet wurden. Die Etablierung der Familienunternehmen als eigenständige Forschungsrichtung wurde durch das Fehlen theoretischer Modelle erschwert. Erst Ende der 1990er Jahre zeichnete sich ein Wandel ab und das Forschungsfeld Familienunternehmen etablierte sich.<sup>265</sup>

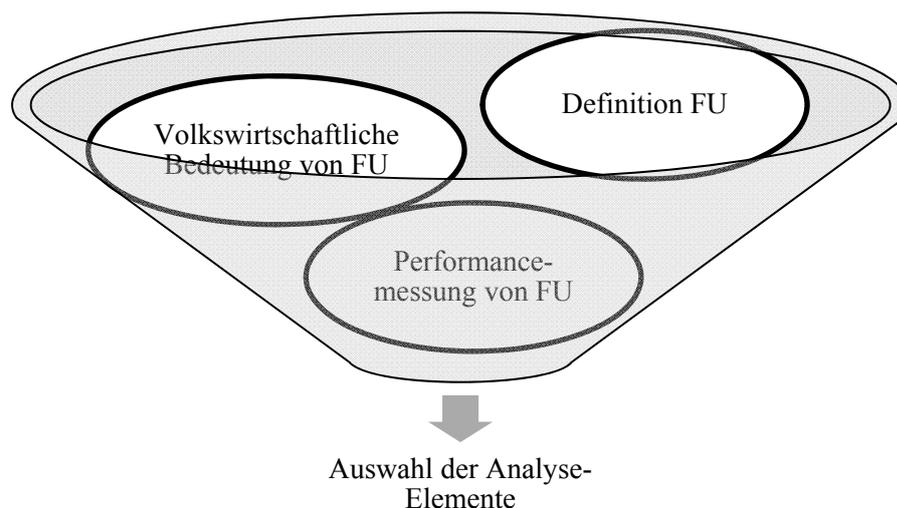
Die folgenden Ausführungen geben einen Überblick über Familienunternehmen in Deutschland. Nach der intensiven Auseinandersetzung mit dem Begriff Familienunternehmen, welcher abschließend definiert wird, erfolgt die Betrachtung der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Familienunternehmen in Deutschland. Nach der Diskussion der generellen Möglichkeiten der Performancemessung werden typische Performanceindikatoren von Familienunternehmen diskutiert. Das Kapitel schließt mit Erkenntnissen zur Managervergütung bei Familienunternehmen und der Konkretisierung der Datenbasis.

---

<sup>263</sup> Vgl. Leiber, 2008, S. 8.

<sup>264</sup> Vgl. Leiber, 2008, S. 9.

<sup>265</sup> Vgl. Leiber, 2008, S. 10–11, 14.



**Abbildung 5: Struktur des Kapitels<sup>266</sup>**

#### 4.1 Begriffsbestimmung Familienunternehmen

Aufgrund des relativ jungen Forschungsfeldes „Familienunternehmen“ und der heterogenen Struktur der Unternehmen existieren unterschiedliche Definitionen und Abgrenzungen des Begriffs Familienunternehmen.<sup>267</sup> So befasste sich der erste Leitartikel der Family Business Review 1988 mit der Frage „What is Family Business?“<sup>268</sup>

Vorstellungen zum Begriff Familienunternehmen sind in der Wirtschaft sowie der Gesellschaft vorhanden, jedoch sind Komplexität und Heterogenität der Unternehmen eine Herausforderung. So können der familiengeführte Handwerksbetrieb ebenso wie der familiengeführte multinationale Großkonzern, z.B. die Metro AG, die Henkel AG & Co. KG oder die Liebherr-International AG, zur Gruppe der Familienunternehmen gezählt werden.<sup>269</sup>

Diese Problematik wurde bis dato von der Wissenschaft noch nicht gelöst. Derzeit existieren verschiedene Definitionen für den Begriff Familienunternehmen parallel und eine einheitliche und allgemeingültige Definition konnte sich noch nicht durchsetzen.<sup>270</sup> Ein wesentlicher und wiederkehrender Aspekt der bisherigen Definitionen ist die Interaktion zwischen Familien und dem Unternehmen, welche durch gegenseitige Abhängigkeit

<sup>266</sup> Eigene Abbildung.

<sup>267</sup> Vgl. statt vieler Le Breton-Miller & Miller, 2006; Littunen & Hyrsky, 2000.

<sup>268</sup> Lansberg, Perrow, & Rogolsky, 1988, S. 1.

<sup>269</sup> Vgl. Binz, 2014, S. 76; J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 556–557; Chua, Chrisman, & Sharma, 1999, S. 19–20; Stietencron, 2013, S. 18.

<sup>270</sup> Vgl. Klein, Astrachan, & Smyrnios, 2005, S. 321.

geprägt ist. Die Familie und deren Einfluss auf das Unternehmen erscheint somit als der wesentliche Abgrenzungsfaktor.<sup>271</sup> Insbesondere der Familieneinfluss wird in der Wissenschaft als Definitionsmerkmal hervorgehoben.<sup>272</sup>

Aufgrund der Heterogenität und Komplexität der Unternehmensformen sind Abhängigkeit und Einfluss der Familie auf das Unternehmen nicht pauschal darzustellen.<sup>273</sup> Eine umfassende Literaturrecherche dazu führte Flören durch und erfasste fast 50 Definitionsansätze zum Bereich Familienunternehmen in der Literatur und kategorisierte diese.<sup>274</sup> Für seine sehr umfassende Kategorisierung nutzt er folgende Kategorien:<sup>275</sup>

- Familienbesitz
- Stimmrechtskontrolle
- Familienmanagement (Führung)
- Familienbeschäftigung (Anstellung)
- Eigentümermanagement (Besitz und Führung)
- Generationenwechsel (Nachfolge)
- Unabhängigkeit
- Andere (Kategorien oben nicht zutreffend)
- Mehrere Bedingungen müssen zutreffen
- Alle aufgeführten Bedingungen müssen zutreffen

Chrisman et al. versuchten hingegen eine klare Strukturierung der in der Literatur vorhandenen Definitionen vorzunehmen und arbeiteten zwei wesentliche Strömungsrichtungen in den Definitionsversuchen heraus:<sup>276</sup> Komponenten- und Essenzansatz.<sup>277</sup>

Der Komponentenansatz definiert das Familienunternehmen anhand der Beteiligung der Familie.<sup>278</sup> Schwerpunktmäßig werden dabei folgende Komponenten fokussiert:<sup>279</sup>

- Anteilsbesitz,
- Tätigkeit im Aufsichtsrat oder im Management,

---

<sup>271</sup> Vgl. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2003, S. 2.

<sup>272</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 559; Stietencron, 2013, S. 18–19.

<sup>273</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 559–560.

<sup>274</sup> Vgl. Flören, 2002, S. 17–22.

<sup>275</sup> Vgl. Flören, 2002, S. 23.

<sup>276</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Steier, 2005; Stietencron, 2013, S. 19.

<sup>277</sup> Vgl. Stietencron, 2013, S. 19.

<sup>278</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 556–557; Holt, Rutherford, & Kuratko, 2010, S. 79.

<sup>279</sup> Vgl. R. C. Anderson & Reeb, 2003b, S. 1308; Donckels & Frohlich, 1991, S. 149; Lansberg u. a., 1988, S. 1–2.

- Unternehmensnachfolge im Rahmen der Familie.

Zur Klassifikation des Familienunternehmens müssen je nach Definition eine oder mehrere Komponenten vorhanden und entsprechend ausgeprägt sein.

Die gute Operationalisierbarkeit der Definition unterliegt aber einigen Restriktionen in Theorie und Praxis.<sup>280</sup> Problematisch erscheinen nicht einheitlich quantifizierte Sollwerte für die Komponenten, was zu heterogenen Ergebnissen bei Untersuchungen führen kann. So werden Unternehmen teils bereits mit 5 Prozent Eigenkapitalanteil<sup>281</sup> als Familienunternehmen klassifiziert, andere Studien fordern mindestens einen Eigenkapitalanteil von 50 Prozent<sup>282</sup> in Familienbesitz. Weiterhin ist die Wahrnehmung als Familienunternehmen trotz gleicher Eigenkapitalanteile nicht immer gegeben, da die Komponenten allein keine Aussage für das Selbstverständnis und das Verhalten des Unternehmens als Familienunternehmen haben.<sup>283</sup>

Aufgrund der genannten Kritikpunkte hat sich der Essenzansatz herausgebildet, welcher die Einzigartigkeit der Familienunternehmen fokussiert. Dazu können zum Beispiel der Einfluss der Familie auf die Strategie des Unternehmens oder die besondere Unternehmenskultur zählen.<sup>284</sup> Dieser Ansatz stellt somit nicht die Beteiligung, sondern die Einflussnahme der Familie auf das Unternehmen in den Vordergrund.<sup>285</sup> Problematisch bei dieser Definition erscheint die Spezifikation der Einzigartigkeit eines Familienunternehmens, wodurch die praktische Anwendung durch mangelnde Operationalisierbarkeit gehemmt wird.<sup>286</sup>

Somit berücksichtigt der Komponentenansatz vor allem die Höhe der Beteiligung der Familie im Unternehmen, der Essenzansatz fokussiert den Familieneinfluss auf das Unternehmen.<sup>287</sup> In der Literatur wird auch auf die logische Verknüpfung der Ansätze hingewiesen. So ist die Familienbeteiligung eine hinreichende Bedingung beim Komponentenansatz, im Essenzansatz wird dies nur als Notwendigkeit bewertet. Dies bedeutet, dass der Einfluss der Familie Verhaltensweisen fokussiert, welche das Unternehmen als

---

<sup>280</sup> Vgl. Chua u. a., 1999, S. 22–24.

<sup>281</sup> Vgl. Cronqvist & Nilsson, 2003.

<sup>282</sup> Vgl. Smyrnios, Tanewski, & Romano, 1998.

<sup>283</sup> Vgl. Litz, 1995; Stietencron, 2013, S. 20; Westhead & Cowling, 1998.

<sup>284</sup> Vgl. J. Chrisman u. a., 2003, S. 8–9; J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 556–559; J. J. Chrisman, Chua, & Steier, 2003, S. 441–448; Vgl. Chua u. a., 1999, S. 19–21.

<sup>285</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, Pearson, & Barnett, 2012, S. 274–275; Habbershon & Williams, 1999, S. 11.

<sup>286</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 556–557; Stietencron, 2013, S. 21.

<sup>287</sup> Vgl. Sharma & Nordqvist, 2007, S. 1.

Familienunternehmen charakterisieren. Somit können beide Definitionen ergänzend genutzt werden.<sup>288</sup>

Die kontinuierlichen Definitionsansätze klassifizieren Unternehmen nach der Intensität der Familienbeteiligung. Bereits Mitte der 1990er Jahre wurde der bulls-eye-Ansatz, als erste Ausprägung des kontinuierlichen Definitionsansatzes entwickelt. Je nach Eigenkapitalanteil, Managementbeteiligung bzw. Anzahl der Generationen der Unternehmerfamilie, wurden die Unternehmen eng, mittel bzw. weit als Familienunternehmen definiert.<sup>289</sup> Die Ausführungen von Shanker & Astrachan wurden von Westhead & Cowling aufgegriffen, die ein siebenstufiges Modell entwickelten und den Einfluss der Familienunternehmensdefinition auf Forschungsergebnisse belegten. Noch weiter ging Sharma, der auf Basis der beiden Komponenten ‚Anteilsbesitz‘ und ‚Management‘ die Familienunternehmen in 72 Kategorien klassifiziert.<sup>290</sup>

Der Vorteil dieses bulls-eye-Ansatzes hingegen ist die leichte Operationalisierbarkeit, jedoch bildet er nicht alle Familienunternehmen ab. Demgegenüber berücksichtigen die 72 Kategorien von Sharma so gut wie alle Familienunternehmen, jedoch ist dadurch die Operationalisierung deutlich erschwert.<sup>291</sup>

Unter Berücksichtigung der kritischen Anmerkungen an den bisherigen Definitionsversuchen, wurde daraufhin von Astrachan & Klein ein Modell mit mehrdimensionaler Skala entwickelt, welche den Familieneinfluss in den Unternehmen berücksichtigt. Die F-PEC Skala<sup>292</sup> erfasst drei Säulen, an denen der Einfluss der Familie gemessen wird:<sup>293</sup>

- Power (Macht),
- Experience (Erfahrung) und
- Culture (Kultur).

Grundlage dieser Machtskala ist die SFI-Skala (Substantial Family Influence), welche von Klein entwickelt wurde. Dabei wird der Einfluss der Familie auf das Unternehmen anhand der Punkte Eigentum, Governance und Management gemessen.<sup>294</sup> Auch die

---

<sup>288</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 556–557; Stietencron, 2013, S. 22.

<sup>289</sup> Vgl. Shanker & Astrachan, 1996, S. 109–112.

<sup>290</sup> Vgl. Sharma, 2002; Stietencron, 2013, S. 23; Westhead & Cowling, 1998, S. 40–41.

<sup>291</sup> Vgl. J. J. Chrisman u. a., 2003, S. 11–12.

<sup>292</sup> „(F)amily influence on (P)ower, (E)xperience, and (C)ulture“; Astrachan, Klein, & Smyrnios, 2002, S. 46.

<sup>293</sup> Vgl. Astrachan u. a., 2002, S. 52.

<sup>294</sup> Vgl. Klein, 2000, S. 158–159.

Macht-Dimension berücksichtigt den Anteil der Stimmrechte der Familie und die von der Familie besetzten Gremien und Ämter im Unternehmen. Die Erfahrungs-Dimension erfasst die gesammelten Erfahrungen der Unternehmerfamilie, welche durch die Weitergabe des Unternehmens hinzugelert werden. Der F-PEC unterstellt dabei, dass der Einfluss der Familie mit jeder Generation wächst. Die dritte Säule erfasst den Familieneinfluss auf das Wertesystem des Unternehmens, sowie die Beteiligung der Unternehmerfamilie im Unternehmen. Zur Erfassung nutzen die Verfasser den ‚Family Business Commitment Questionnaire‘<sup>295</sup> von Carlock & Ward.<sup>296</sup>

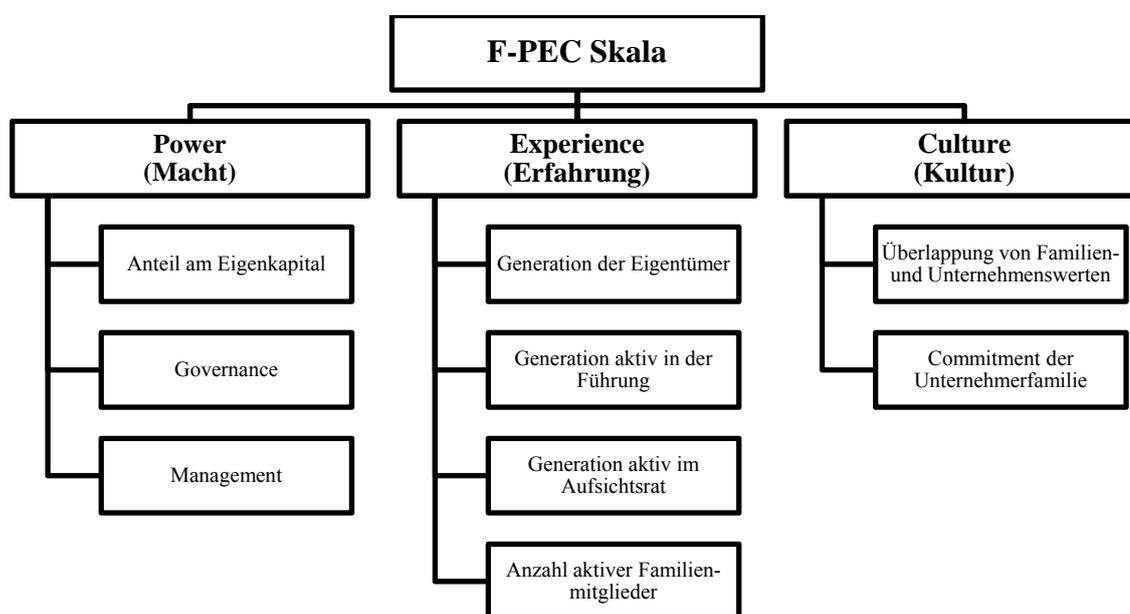


Abbildung 6: F-PEC Skala des Familieneinflusses<sup>297</sup>

Die F-PEC Skala von Astrachan & Klein wurde mittels einer Zufallsstichprobe von fast 1200 Unternehmen im Jahr 2003 getestet und validiert. Somit ist die F-PEC Skala ein einfach anzuwendendes Instrument, um den Familieneinfluss auf Unternehmen zu erfassen. Die Validität der Skala wurde durch weitere Studien<sup>298</sup> bestätigt.<sup>299</sup>

Achleitner et al. führen im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen einen eher pragmatischen Diskurs zur Thematik. Sie erkannten, dass die Definitionen von Familienunternehmen teils sehr heterogen sind und verschiedenste Schwerpunkte fokussieren: bör-

<sup>295</sup> Vgl. Carlock & Ward, 2001, S. 54–55.

<sup>296</sup> Vgl. Klein, 2004, S. 15–16; Stietencron, 2013, S. 24–25.

<sup>297</sup> In Anlehnung an Astrachan u. a., 2002, S. 52; Klein, 2004, S. 16; Stietencron, 2013, S. 24.

<sup>298</sup> Vgl. Holt u. a., 2010, S. 77–80; Rutherford, Kuratko, & Holt, 2008, S. 1100–1101.

<sup>299</sup> Vgl. Klein, 2004, S. 16; Stietencron, 2013, S. 25.

sennotierte und nicht-börsennotierte Gesellschaften; Gründer, Familie und Generation; Kontrolle durch die Familie mittels Anteilen oder Gesellschaftsstruktur.<sup>300</sup>

Oftmals findet sich bei Definitionen zu börsennotierten Unternehmen der Eigentumsanteil der Familie als begründetes Merkmal. Dabei unterscheidet die Literatur zwei Ansätze.<sup>301</sup>

- die Founding-Family-Definition und
- die Ultimate-Owner-Definition.

Die Founding-Family-Definition fokussiert auf die Gründer und deren Familien. Gilt das Unternehmen per Definition als Familienunternehmen, sind die Stimmrechte und Vertretungen der Familienmitglieder in den Kontrollorganen (Vorstand, Aufsichtsrat, board of directors) zu prüfen. Je nach landestypischer Auffassung und Corporate Governance-Kodex existieren unterschiedliche Kontrollschwellen bei den Stimmrechten, z.B. 5 Prozent in den USA, 20 Prozent in Frankreich und 25 Prozent in Deutschland.<sup>302</sup>

Die Ultimate-Owner-Definition fokussiert ausschließlich auf die Eigentümerstruktur und lässt Leitungs- und Kontrollorgane unberücksichtigt. Im ersten Schritt werden sämtliche Strukturen und Beteiligungen sowie Aktiegattungen erfasst und im zweiten Schritt Kontrollaktionäre ermittelt. Ein Kontrollaktionär kann Stimmrechtseinflüsse (z.B. 20 Prozent) alleine ausüben. Ist dieser Kontrollaktionär eine Privatperson oder eine Familie gilt das Unternehmen als Familienunternehmen. Die Gründerfamilie bleibt bei dieser Definition außen vor.<sup>303</sup>

In der Literatur unterscheiden sich darüber hinaus Definitionen für börsennotierte und nicht-börsennotierte Unternehmen erheblich, was oftmals der aufwendigen Datenerfassung bezüglich der Unternehmenskultur geschuldet ist. Ein Forschungskonzept für die Untersuchung von privaten Familienunternehmen ist das Konzept des Substantial Fami-

---

<sup>300</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 16.

<sup>301</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 17.

<sup>302</sup> Vgl. Ampenberger, Schmid, Achleitner, & Kaserer, 2009; R. C. Anderson & Reeb, 2003a, 2003b; Andres, 2008, 2009; Schmid, Ampenberger, Kaserer, & Achleitner, 2008; Sraer & Thesmar, 2007; Belen Villalonga & Amit, 2006; Belén Villalonga & Amit, 2009.

<sup>303</sup> Vgl. Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Faccio & Lang, 2002; Franks, Mayer, Volpin, & Wagner, 2009; Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999.

ly Influence (SFI)<sup>304</sup> basierend auf der F-PEC Skala von Klein, welches auch für börsennotierte Familienunternehmen Anwendung finden kann.<sup>305</sup>

Der SFI misst den Einfluss der Familie auf das Unternehmen auf Basis folgender Komponenten:<sup>306</sup>

- Anteil (Prozentual) der Familie am Eigenkapital des Unternehmens (Eigentumsanteil),
- Anteil (Prozentual) der Familie an der Unternehmensführung (Vorstand) und
- dem Anteil (Prozentual) der Familie am Kontrollorgan (Beirat oder Aufsichtsrat).

Demnach kann von einem wesentlichen Einfluss der Familie gesprochen werden, wenn die Familie eine Komponente komplett dominiert oder Minderanteile in einer Komponente durch andere Komponenten ausgeglichen werden und in Summe mindestens 100 Prozent ergeben. Ist das der Fall, wird nach Klein das Unternehmen als Familienunternehmen qualifiziert.<sup>307</sup> Weitere wesentliche Bedingung ist eine Beteiligung der Familie am Eigenkapital des Unternehmens. Stimmrechtsanteile der Familien von 0 Prozent allerdings disqualifizieren das Unternehmen als Familienunternehmen.<sup>308</sup>

Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen wird in letzter Zeit auch verstärkt von der Politik berücksichtigt. So beauftragte die Europäische Kommission eine Expertenkommission zur Erarbeitung einer allgemeinen Familienunternehmensdefinition, welche fortan in Europa die Vergleichbarkeit von Studien erhöhen soll.<sup>309</sup> Demnach qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn:<sup>310</sup>

- 1) „die Entscheidungsgewalt mehrheitlich in der Hand der natürlichen Person(en) liegt, die das Unternehmen gegründet hat/haben, oder der natürlichen Person(en), die das Stammkapital des Unternehmens erworben hat/haben, oder in der Hand deren Ehegatten, Eltern, Kinder oder der direkten Erben der Kinder;
- 2) die Entscheidungsgewalt mehrheitlich indirekt oder direkt ausgeübt wird;

<sup>304</sup> Vgl. Klein, 2000, 2004.

<sup>305</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 18.

<sup>306</sup> Vgl. Klein, 2000, 2004.

<sup>307</sup> Vgl. Klein, 2004, S. 17–18.

<sup>308</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 18–19.

<sup>309</sup> Vgl. A.-C. Achleitner, Kaserer, Günther, & Volk, 2011, S. 22; Europäische Kommission, 2009; Institut für Mittelstandsforschung Bonn, 2008; Mandl, 2008.

<sup>310</sup> Übersetzt von A.-C. Achleitner u. a., 2011, S. 21; Europäische Kommission, 2009, S. 9–10.

- 3) zumindest ein Mitglied der Familie oder der Verwandtschaft formal in die Unternehmensführung eingebunden ist.
- 4) Börsennotierte Unternehmen gelten als Familienbetrieb, wenn die Person, die das Unternehmen gegründet oder erworben hat (Stammkapital), oder deren Familien oder Nachkommen über 25 Prozent der Rechte zur Beschlussfassung auf der Grundlage ihres Stammkapitals verfügen.“

Dabei ist festzustellen, dass die Definition sehr breit gefasst ist und die Komponente Kultur nicht berücksichtigt wird.

Zur Vertiefung findet sich ein umfassender Literatur-Review zur Thematik Definitionen von Familienunternehmen bei Harms (2014),<sup>311</sup> da weitere Diskussionen den Rahmen der Arbeit sprengen würden.

In der späteren empirischen Untersuchung werden die Performance und die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Familienunternehmen in Deutschland analysiert. Aufgrund der problematischen Datenverfügbarkeit, insbesondere bei kleinen und mittelständischen Familienunternehmen, wird dabei auf Unternehmen des Indizes des DAXplus Family 30 zurückgegriffen.<sup>312</sup> Der DAXplus Family Index beinhaltet alle Familienunternehmen, welche im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind und bildet die Wertentwicklung von börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland ab. Der DAXplus Family 30 umfasst davon die 30 größten und liquidesten Werte des DAXplus Family Index. Basis der Konstruktion des DAXplus Family ist die Founding-Family-Definition, welche Vorteile bei der Interpretation des Zusammenhangs von Eigentümerstruktur und Performance bietet und die kulturelle Komponente<sup>313</sup> (Prägung durch die Gründerfamilie) bei der Auswahl der Unternehmen indirekt berücksichtigt.<sup>314</sup> Dabei qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn:<sup>315</sup>

- mindestens 25 Prozent der Gesellschaft im Besitz der Gründerfamilie sind  
oder
- die Gründerfamilie mindestens 5 Prozent der Stimmrechte hält und im Vorstand oder Aufsichtsrat sitzt.

---

<sup>311</sup> Vgl. Harms, 2014.

<sup>312</sup> Vgl. Deutsche Börse, 2015, o.S.

<sup>313</sup> Die kulturelle Komponente ist ein qualitatives Merkmal und nur schwierig mittels Fallstudien, Interviews oder Fragebögen messbar.

<sup>314</sup> Vgl. Ann-Kristin Achleitner, Kaserer, Kauf, & Volk, 2010, S. 5.

<sup>315</sup> Vgl. Ann-Kristin Achleitner u. a., 2010, S. 5–6; Deutsche Börse, 2015, o.S.

Im Rahmen der folgenden empirischen Analyse wird auf die hier vorgestellte Definition für Familienunternehmen des DAXplus Family Index zurückgegriffen.

## 4.2 Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen

Familienunternehmen besitzen in vielen Ländern der Welt eine hohe Bedeutung für die Ökonomie und das soziale Leben und sind seit längerem Gegenstand der Forschung. Exemplarische Beispiele für internationale Studien zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen sind hier aufgeführt. Für die Golfregion Davis et al., welche im Jahr 2000 die Herausforderungen für Familienbetriebe in der Golfregion, eine Region in der die Familie einen besonderen Stellenwert genießt, untersuchten.<sup>316</sup> Für Italien, das von kleinen und mittelständischen Unternehmen geprägt ist, welche in der Regel familiengeführt sind, analysierte Corbetta 1995 den Status quo mit Schwerpunkten auf Professionalisierung, Anzahl der Gesellschafter und Aufnahme von externen Kapitalgebern.<sup>317</sup> Für Schweden analysierten Morck & Yeung 2000 Agency-Problematiken in großen Familienunternehmen.<sup>318</sup> Bereits 1995 wurden Astrachan & Shanker mit einer Untersuchung der Auswirkungen von Familienunternehmen auf die US-Wirtschaft beauftragt, welche sie auch in den Folgejahren verfeinerten und aktualisierten.<sup>319</sup>

Auch Deutschland wurde und wird maßgeblich durch Familienunternehmen geprägt. Die größten deutschen Familienunternehmen sind international tätige Konzerne, wie die Schwarz-Gruppe, die Robert Bosch GmbH oder der Metro-Konzern. Im größten deutschen Aktienindex, dem DAX-30 sind drei Familienunternehmen vertreten: die Beiersdorf AG, die Henkel AG & Co. KGaA und die Merck KGaA.<sup>320</sup> Regional verteilen sich die umsatz- und beschäftigungsstärksten Familienunternehmen Deutschlands auf die Bundesländer Nordrhein-Westfalen, Baden-Württemberg und Bayern. Die 500 größten Familienunternehmen beschäftigen 4,6 Millionen Menschen weltweit (Stand 2012), von denen 3,29 Millionen in Deutschland arbeiten.<sup>321</sup>

Bezieht man in die Betrachtung auch kleine und mittelständische Unternehmen sowie nicht börsennotierte Gesellschaften mit ein, wird die Bedeutung der Familienunterneh-

<sup>316</sup> Vgl. Davis, Pitts, & Cormier, 2000.

<sup>317</sup> Vgl. Corbetta, 1995.

<sup>318</sup> Vgl. Morck & Yeung, 2003.

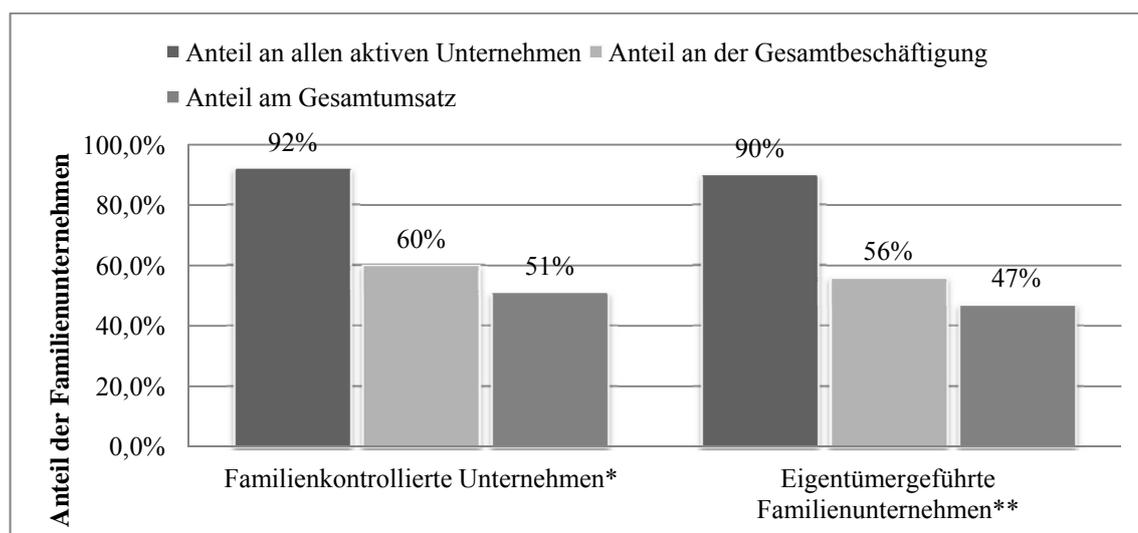
<sup>319</sup> Vgl. Astrachan & Shanker, 2003.

<sup>320</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015d.

<sup>321</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 3.

men für die deutsche Volkswirtschaft noch deutlicher. Je nach Definition von Familienunternehmen (familienkontrollierte oder eigentümergeführte Unternehmen) variiert die quantitative Bedeutung. 91 Prozent aller deutschen Unternehmen sind familienkontrollierte Unternehmen. Sie erzielen 48 Prozent der Umsätze und stellen ca. 56 Prozent aller sozialversicherungspflichtigen Beschäftigungsverhältnisse in Deutschland. 88 Prozent des gesamten Unternehmensbestands sind indes eigentümergeführte Unternehmen, 53 Prozent aller Beschäftigten in Deutschland arbeiten hier. Eigentümergeführte Familienunternehmen tragen 44 Prozent zum deutschen Gesamtumsatz bei.<sup>322</sup>

Über 75 Prozent der Familienunternehmen generieren einen Umsatz von unter einer Million Euro. Wobei in Deutschland aber auch vergleichsweise viele sehr große Familienunternehmen zu finden sind. So generieren mehr als 170 Familienunternehmen Umsätze von über einer Milliarde Euro.<sup>323</sup>



**Abbildung 7: Anteile der Familienunternehmen in Deutschland an allen Unternehmen, an der Gesamtbeschäftigung und am gesamten Umsatz<sup>324</sup>**

<sup>322</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 18–22.

<sup>323</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 26.

<sup>324</sup> Entnommen aus: Stiftung Familienunternehmen, 2014.

\* Familienkontrollierte Unternehmen: In dieser Definition werden laut Quelle alle Unternehmen subsumiert, die von einer überschaubaren Anzahl von natürlichen Einzelpersonen kontrolliert werden. Eigentum und Leitung müssen dabei laut Quelle nicht notwendiger Weise übereinstimmen. Diese Definition ist die in der Öffentlichkeit, wie auch in der wissenschaftlichen Literatur, gebräuchlichste.

\*\* Eigentümergeführte Familienunternehmen: Nach dieser Definition sind laut Quelle solche Unternehmen Familienunternehmen, die von einer überschaubaren Anzahl natürlicher Personen kontrolliert werden und in denen wenigstens einer der Eigentümer auch die Leitung des Unternehmens innehat. Die Quelle macht keine Angaben zum Erhebungszeitraum.

Untersuchungen zur Thematik Familienunternehmen in Deutschland mit empirisch fundierten Datenbasen werden erst in neuerer Zeit verstärkt fokussiert. Gründe hierbei liegen in der nichtexistenten amtlichen statistischen Erfassung von Familienunternehmen, wodurch die Abgrenzung erschwert oder Primärerhebungen durchgeführt werden müssen. Oftmals besteht seitens der Familienunternehmen kein Interesse, relevante Kennzahlen und Daten ihres Unternehmens an externe zu kommunizieren.<sup>325</sup>

Erste systematische Untersuchungen zur Thematik Familienunternehmen in Deutschland wurden erst ab Mitte der 1990er Jahre durchgeführt. Basierend auf Umfragedaten der Jahre 1995 und 2000 führte Klein (2000, 2004) eine Untersuchung zu Bedeutung und Struktur von Familienunternehmen in Deutschland durch.<sup>326</sup> Zur Abgrenzung der Familien- von den Nicht-Familienunternehmen entwickelte Klein den SFI-Ansatz<sup>327</sup>. Für die Analyse schrieb die Autorin 1995 ca. 6.000 und im Jahr 2.000 ca. 9.000 Unternehmen mittels standardisierter Fragebögen an, dabei wurden in der Zufallsstichprobe aus der Hoppenstedtdatenbank Unternehmen mit mehr als 1 Million € Umsatz berücksichtigt.<sup>328</sup> Auf Basis der Rückläuferquote von ca. 1.000 Bögen je Umfrage ermittelte Klein den Anteil der Familienunternehmen in Deutschland von 66,8 Prozent für 1995 bzw. 83,9 Prozent für das Jahr 2000, wobei mit zunehmender Unternehmensgröße (gemessen an Umsatz und Mitarbeiterzahl)<sup>329</sup> der Anteil von Familienunternehmen sinkt.<sup>330</sup>

Das Institut für Mittelstandsforschung in Bonn (IfM Bonn) analysierte später auf Datenbasis der Jahre 1998, 2000 und 2006 die volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland.<sup>331</sup> Die Basis der Analyse bildeten Umsatzsteuerdaten in Verbindung mit Stichproben aus der MARKUS-Datenbank, woraus anschließend Rückschlüsse auf die Grundgesamtheit gezogen wurden.<sup>332</sup> Die MARKUS-Datenbank beinhaltet 1,5 Millionen handelsrechtlich registrierte Unternehmen aus Deutschland, Österreich und Luxemburg und erlaubt umfangreiche Selektionen, zum Beispiel hinsichtlich Branche, Umsatz, Mitarbeiterzahl oder Beteiligungsverhältnissen.<sup>333</sup> Das IfM

---

<sup>325</sup> Vgl. Stietenron, 2013, S. 13.

<sup>326</sup> Vgl. Klein, 2004.

<sup>327</sup> Siehe hierzu auch Kapitel: Definition Familienunternehmen.

<sup>328</sup> Vgl. Klein, 2000, S. 159, 2004, S. 42.

<sup>329</sup> Vgl. Klein, 2000, S. 162.

<sup>330</sup> Vgl. Stietenron, 2013, S. 14.

<sup>331</sup> Vgl. Haunschild & Wolter, 2010; Hauser & Wolter, 2007; Wolter & Hauser, 2001.

<sup>332</sup> Vgl. Hauser & Wolter, 2007, S. 11; Wolter & Hauser, 2001, S. 29–41, 54.

<sup>333</sup> Vgl. Verband der Vereine Creditreform e.V., o. J.

Bonn verfolgte dabei eine sehr enge Definition des Familienunternehmens (vgl. Kapitel 4.1 Begriffsbestimmung Familienunternehmen). Bei einer Grundgesamtheit von ca. 3,2 Millionen Unternehmen in Deutschland lag der Anteil der Familienunternehmen in den untersuchten Jahren bei ca. 95 Prozent und somit absolut bei ca. 3 Millionen Familienunternehmen.<sup>334</sup> Daraus schlussfolgerte das IfM Bonn, dass Familienunternehmen der dominierende Unternehmenstyp in Deutschland sind.<sup>335</sup> Konkretisiert anhand von Umsätzen und Beschäftigten generierten Familienunternehmen in Deutschland 2006 über 41 Prozent der Umsätze und beschäftigten mehr als 61 Prozent der sozialversicherungspflichtigen Arbeitnehmer. In absoluten Zahlen generierten Familienunternehmen Umsätze in Höhe von 2 Billionen € und beschäftigten über 15 Millionen Menschen in Deutschland.<sup>336</sup>

Bei der Analyse der volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen aus dem Jahr 2008 wurde auf Basis der Daten des Mannheimer Unternehmenspanels (MUP) der nahezu vollständige Unternehmensbestand in Deutschland erfasst. Dem MUP liegen Daten des Verbandes der Vereine Creditreform e.V. zu Grunde.<sup>337</sup> Die Analyse berücksichtigt drei Definitionen: nominelle Familienunternehmen, familienkontrollierte Unternehmen und eigentümergeführte Unternehmen.<sup>338</sup> Laut erster Definition, welche nur berücksichtigt ob im Unternehmensnamen ein Familienname enthalten ist, sind fast 79 Prozent der Unternehmen Deutschland als Familienunternehmen zu bewerten. Nach der zweiten Definition, demnach das Unternehmen von einer überschaubaren Zahl von Einzelpersonen kontrolliert werden muss, sind über 93 Prozent der deutschen Unternehmen als Familienunternehmen zu klassifizieren. Die dritte Definition ergänzt die überschaubare Zahl von Einzelpersonen, um die Leitung des Unternehmens durch wenigstens einen der Eigentümer. Demnach können über 90 Prozent, sprich 2,6 Millionen Unternehmen in Deutschland als Familienunternehmen klassifiziert werden.<sup>339</sup>

Die Analysen zur volkswirtschaftlichen Bedeutung der Familienunternehmen in Deutschland der Stiftung Familienunternehmen wird mittlerweile regelmäßig durchge-

---

<sup>334</sup> Vgl. Haunschild & Wolter, 2010, S. 15; Hauser & Wolter, 2007, S. 17–23; Wolter & Hauser, 2001, S. 72.

<sup>335</sup> Vgl. Haunschild & Wolter, 2010, S. 26; Stietencron, 2013, S. 15.

<sup>336</sup> Vgl. Haunschild & Wolter, 2010, S. 19; Stietencron, 2013, S. 15.

<sup>337</sup> Vgl. „Mannheimer Unternehmenspanel (MUP)“, 2015.

<sup>338</sup> Vgl. Niefert u. a., 2009, S. 13–14.

<sup>339</sup> Vgl. Niefert u. a., 2009, S. 13–15; Stietencron, 2013, S. 15–15.

führt.<sup>340</sup> Die letzte Veröffentlichung aus dem Jahr 2014, welche das Jahr 2013 analysiert, kommt zu folgenden Erkenntnissen: 91 Prozent (2,5 Millionen) der Unternehmen in Deutschland sind familienkontrollierte Unternehmen. Bei 87 Prozent von insgesamt 2,7 Millionen wirtschaftsaktiven Unternehmen in Deutschland handelt es sich um familienkontrollierte und eigentümergeführte Familienunternehmen. In der Regel sind dabei die Eigentümer auch an der Unternehmensleitung beteiligt.<sup>341</sup>

**Tabelle 4: Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen<sup>342</sup>**

Autor	S. Klein		IfM Bonn		Stiftung Familienunternehmen	
	1995	2000	2000	2006	2008	2012
<b>Definition</b>	SFI-Index = EK-Anteil der Familie > 50 % + Familie ist Mitglied der Geschäftsführung + Mitglied im Kontrollorgan > 1		Familienunternehmen: Familie hält > 50 % der Anteile sowie ist Mitglied in der Geschäftsführung		eigentümergeführte Unternehmen: Kontrolle durch Einzelpersonen sowie Eigentümer ist Mitglied in der Geschäftsführung	
<b>Anteil an Gesamtunternehmen</b>	66,8 %	83,9 %	95,1 %	95,3 %	90,6 %	87,0 %
<b>Anteil Umsatz</b>	-	-	41,5 %	41,1 %	46,0 %	42,0 %
<b>Anteil Beschäftigte</b>	58,0 %	-	57,3 %	61,2 %	50,0 %	53,0 %
<b>Datenbasis</b>	Stichprobe auf Basis Hoppenstedt-Datenbank		MARKUS-Datenbank und Umsatzsteuerstatistik		Mannheimer Unternehmenspanel	

### 4.3 Kapitalmarktperformance

#### 4.3.1 Grundlagen der Performancemessung

Im Rahmen der Performancemessung wird eine Maßzahl zur Beurteilung des Erfolgs herangezogen. Oftmals erfolgt dabei der Vergleich zu einem Benchmark.<sup>343</sup> Dabei kann

<sup>340</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014; Gottschalk, Niefert, Licht, Hauer, & Keese, 2011; Niefert u. a., 2009.

<sup>341</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 1, 19.

<sup>342</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Stietencron, 2013, S. 17. Auf Basis der Studien Gottschalk u. a., 2014; Haunschild & Wolter, 2010; Hauser & Wolter, 2007; Klein, 2000, 2004; Niefert u. a., 2009.

zwischen interner und externer Performancemessung unterschieden werden. Die interne Performancemessung hat den Vorteil der Verfügbarkeit einer großen Datenbasis, während bei der externen Performancemessung nur auf öffentlich zugängliche Daten zurückgegriffen werden kann. Dies stellt die Performancemessung bei nicht börsennotierten Unternehmen bzw. bei kleineren Gesellschaften vor Herausforderungen.<sup>344</sup> Im allgemeinen wird die Performance anhand der Rendite gemessen. Oftmals wird zur Bewertung auch das Risiko herangezogen, wobei das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko je nach Investor variieren kann. Als eine zentrale Aussage der Kapitalmarkttheorie stehen die erwartete Rendite und das Risiko positiv zueinander.<sup>345</sup>

Weiterhin bilden die Größen Rendite und Risiko die Basis der Portfolio-Selection-Theorie von Markowitz. Ausgangspunkt der Theorie waren die empirischen Beobachtungen von Markowitz, dass Investoren ihr Kapital auf mehrere Assets aufteilen.<sup>346</sup> Diese Diversifikation des Kapitals soll dabei nicht nur die Rendite der Investitionsentscheidung berücksichtigen, sondern auch das Risiko. Sofern das Portfolio eine ideale Kombination von Rendite und Risiko aufweist, ist es nach Markowitz effizient. Dies ist der Fall, wenn kein anderes Portfolio existiert, das bei gleicher Rendite ein niedriges Risiko oder bei gleichem Risiko eine höhere Rendite oder eine höhere Rendite und ein niedriges Risiko durch die Kombination der Assets im Portfolio aufweist. Diese Kombinationen finden sich auf der Effizienzkurve.<sup>347</sup>

Mitte der Sechzigerjahre wurde die Portfoliotheorie von Markowitz durch Sharp, Lindner und Mossin<sup>348</sup> um folgende Fragestellung erweitert: „Welche Rendite kann von einem Portfolio im Kapitalmarktgleichgewicht erwartet werden, wenn neben der risikotragenden Anlageform auch eine risikolose Anlagemöglichkeit besteht?“<sup>349</sup> und in Form des Capital Asset Pricing Modell (CAPM) vereinfacht.<sup>350</sup> Das CAPM übernimmt den Grundgedanken der Portfoliotheorie, dass das Risiko von Wertpapieren durch Diversifikation eliminiert werden kann. Es erweitert diesen Gedanken, dass das Gesamtrisiko des Wertpapiers für die Bewertung nicht relevant ist. Somit bezieht sich das CAPM auf

---

<sup>343</sup> Vgl. Bönning & Haßler, 2007, S. 370; Haßler, 2003, S. 184.

<sup>344</sup> Vgl. Decker, 2005, S. 9.

<sup>345</sup> Vgl. Steiner, Bruns, & Stöckl, 2012, S. 20–35.

<sup>346</sup> Vgl. Markowitz, 1952, S. 77.

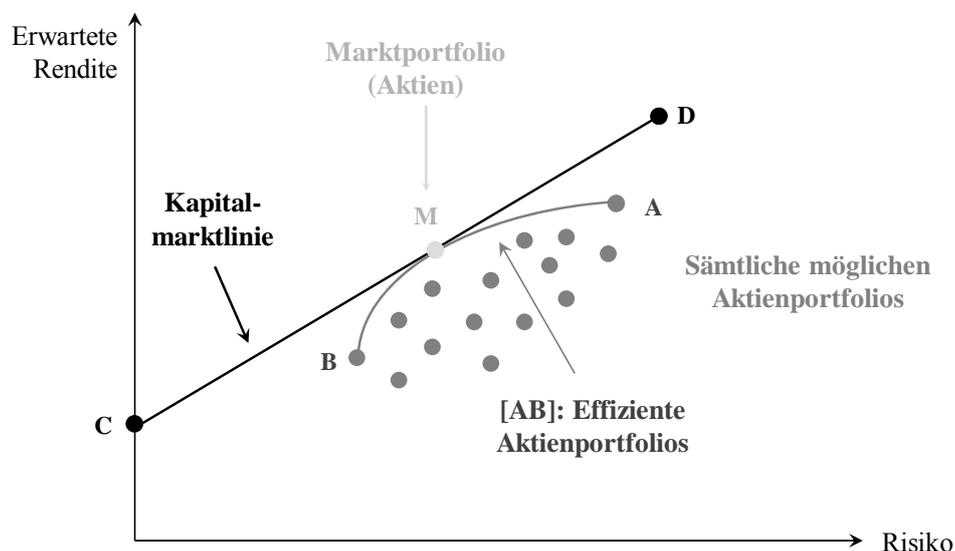
<sup>347</sup> Vgl. Markowitz, 1952; Steiner u. a., 2012, S. 6–15.

<sup>348</sup> Vgl. Lintner, 1965; Mossin, 1966; Sharpe, 1964.

<sup>349</sup> Steiner u. a., 2012, S. 21.

<sup>350</sup> Vgl. Hudson & Mandelbrot, 2005, S. 109.

das Risiko, das durch Diversifikation nicht eliminiert werden kann und somit für den Investor von besonderer Bedeutung ist.<sup>351</sup>



**Abbildung 8: Risiko und Rendite von Wertpapierportfolios**<sup>352</sup>

Ausgangspunkt des Modells ist die Kapitalmarktlinie (Capital Market Line), die die lineare Abhängigkeit der erwarteten Rendite zum Risiko der Kapitalanlage beschreibt. Dazu wird das Modell vom Markowitz um einen risikolosen Zinssatz erweitert, zu dem stets nach Belieben Geld aufgenommen bzw. wieder investiert werden kann. Weiterhin unterstellen Sharp, Lindner und Mossin homogene Erwartungen der Investoren bezüglich Rendite und Risikos der Wertpapiere.<sup>353</sup> Weitere Voraussetzungen sind ein vollkommener Kapitalmarkt, ferner dass die Menge der umlaufenden Wertpapiere vorgegeben ist. Alle Wertpapiere können am Markt gehandelt werden, die Anteile sind beliebig teilbar und es existieren keine Transaktionskosten, Steuern oder andere diskriminierenden Vorschriften.<sup>354</sup>

Durch die risikolose Anlagemöglichkeit (C) können die Anleger eine Kombination aus dem Marktportfolio sowie der risikolosen Anlagemöglichkeit wählen, wobei alle Kombinationen optimal sind, solange sie auf der Kapitalmarktlinie liegen und den individuellen Nutzensvorstellungen der Investoren entsprechen. Dies wird als Tobin-Separation

<sup>351</sup> Vgl. Sharpe, 1964, S. 426.

<sup>352</sup> In Anlehnung an Pape, 2011, S. 395–398.

<sup>353</sup> Vgl. Steiner u. a., 2012, S. 21.

<sup>354</sup> Vgl. Betsch, Groh, & Lohmann, 1998, S. 59; Steiner u. a., 2012, S. 8, 21.

bezeichnet. Die Zusammensetzung des Marktportfolios ist somit für jeden Anleger identisch, lediglich die Gewichtung zwischen der risikolosen Anlage und dem Marktportfolio werden gemäß der individuellen Risikoneigung durch den Anleger bestimmt<sup>355</sup>. Somit kann mithilfe der Kapitalmarktklinie die Frage nach der Renditeerwartung riskanter Portfolios beantwortet werden.<sup>356</sup>

Die nächste Frage die sich Investoren stellen, ist die nach dem Preis der einzelnen Wertpapiere des Portfolios im Kapitalmarktgleichgewicht. Dies wird durch Rendite und Risiko beeinflusst. Die Rendite drückt ein Anlageergebnis relativ zum Geldbetrag aus.<sup>357</sup> Das Risiko kann als Unsicherheit, also als Möglichkeit des Abweichens von der geplanten Größe, definiert werden. Entsprechend der Kapitalmarkttheorie differenzieren sich die Risiken in systematische und unsystematische. Die Addition dieser ergibt das Gesamtrisiko.<sup>358</sup>

Das unsystematische Risiko (unternehmensspezifische Risiko) spiegelt die einzelwirtschaftlichen bzw. titelspezifischen Risiken, die nicht im Zusammenhang mit übergeordneten Eingriffen stehen, wider und ergibt sich aus dem Investitionsobjekt selbst. Unsystematische Risiken wirken sich dementsprechend nur auf ganz bestimmte Projekte oder Anlageobjekte aus und sind schwer prognostizierbar. Sie lassen sich jedoch durch Diversifikation weitgehend minimieren.<sup>359</sup>

Das systematische Risiko (Marktrisiko) basiert auf Veränderungen am Markt. Es ist nicht abhängig vom Emittenten, oder einem Projekt und lässt sich nicht durch Diversifikation verringern oder eliminieren. Beispiele für systematische Risiken sind zum Beispiel das Zinsänderungsrisiko oder das Marktrisiko.<sup>360</sup>

---

<sup>355</sup> Vgl. Tobin, 1958.

<sup>356</sup> Vgl. Steiner u. a., 2012, S. 23–24.

<sup>357</sup> Vgl. Spremann, 2006, S. 61.

<sup>358</sup> Vgl. Perridon & Steiner, 1999, S. 97–101.

<sup>359</sup> Vgl. Pape, 2011, S. 397; Steiner u. a., 2012, S. 53–54.

<sup>360</sup> Vgl. Steiner u. a., 2012, S. 54–55.

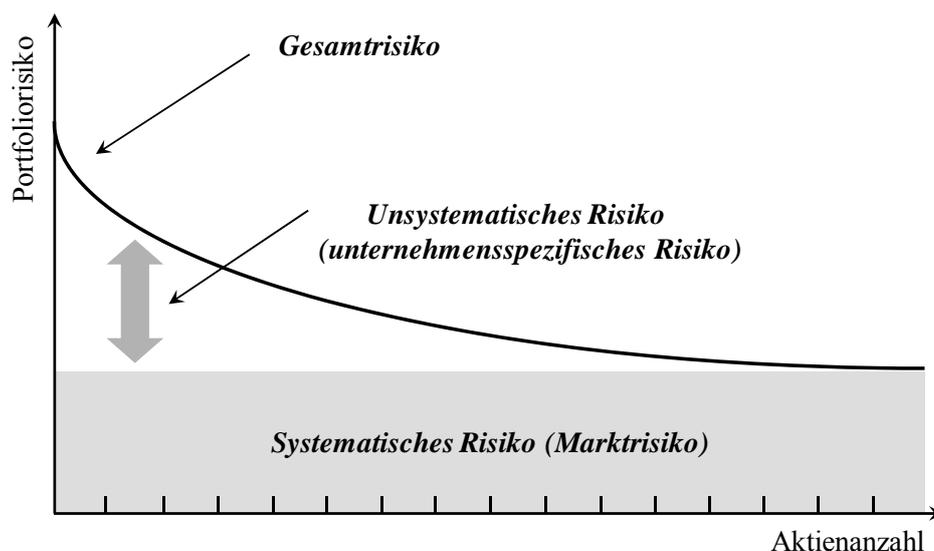


Abbildung 9: Risikoarten und Diversifikation<sup>361</sup>

Zurück zu der Frage, welchen Preis einzelne Wertpapiere des Marktportfolios im Kapitalmarktgleichgewicht haben bzw. wie hoch die Eigenkapitalkosten sind. Die Eigenkapitalkosten sind von der Investorenrendite abhängig, die die Investoren vom systematischen Risiko der Investitionen abhängig machen. Zur Ableitung des Eigenkapitalkostensatzes nutzt das CAPM die Rendite der risikofreien Kapitalmarktanlagen und erhöht diese mit einem kapitalmarktbezogenen Risikozuschlag.<sup>362</sup>

$$k_{EK} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta_i$$

**Formel 1: CAPM<sup>363</sup>**

mit:	$k_{EK}$	= Risikoadjustierter Eigenkapitalkostensatz
	$r_f$	= Risikofreier Kapitalmarktzinssatz
	$r_m$	= Rendite des Aktienmarktes (Markttrendite)
	$\beta_i$	= Unternehmensspezifischer Beta-Faktor

Zur Berechnung des kapitalmarktbezogenen Risikozuschlags wird die Marktrisikoprämie ( $r_m - r_f$ ) mit dem Betafaktor des Unternehmens ( $\beta_i$ ) multipliziert. Die Marktrisikoprämie ist die Differenz der Aktienmarkttrendite ( $r_m$ ) und dem risikofreien Kapitalmarktzinssatz ( $r_f$ ). Der unternehmensspezifische Betafaktor ( $\beta_i$ ) spiegelt dabei das sys-

<sup>361</sup> Entnommen aus Pape, 2011, S. 396.

<sup>362</sup> Vgl. Pape, 2011, S. 397; Sharpe, 1964, S. 438; Steiner u. a., 2012, S. 24–27.

<sup>363</sup> In Anlehnung an Pape, 2011, S. 398; Steiner u. a., 2012, S. 26.

tematische Risiko der Aktie wider und ist somit der Beitrag des einzelnen Wertpapiers zum Risiko des gesamten Aktienmarktes.<sup>364</sup>

Grafisch lässt sich der Zusammenhang zwischen Betafaktor und der Höhe der risikoadjustierten Eigenkapitalkosten durch die Wertpapierlinie (Security Market Line) darstellen. Auf Basis der Kapitalmarktklinie beantwortet die Wertpapierlinie die Frage, wie ein einzelnes Wertpapiermarktportfolio zu bewerten ist. Anhand der Grafik lässt sich erkennen, dass nur das Beta als Risikomaß für die einzelnen Wertpapiere im Portfoliozusammenhang relevant ist und der Eigenkapitalkostensatz positiv von der Höhe des Betafaktors abhängt. Das CAPM stellt somit einen linearen Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko des Wertpapiers und dem Eigenkapitalkostensatz des Unternehmens her. Der Betafaktor spiegelt lediglich das systematische Risiko wider, für die Übernahme des unsystematischen Risikos wird im CAPM keine Risikoprämie gewährt. Dies ist mit dem Prämissen des Modells zu rechtfertigen, da unsystematische Risiken durch Diversifikation vollständig eliminiert werden können (siehe Portfoliotheorie).<sup>365</sup>

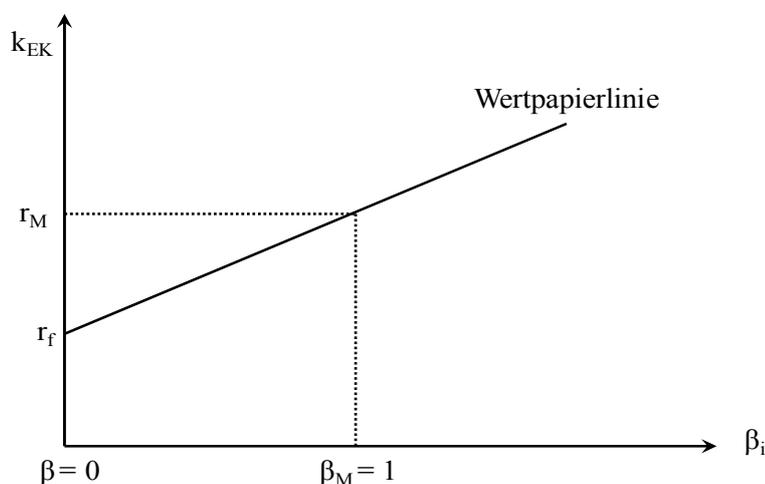


Abbildung 10: Wertpapierlinie<sup>366</sup>

Eine kritische Reflexion des Modells lieferte Sharp selbst: „... the proper test of a theory is not the realism of its assumptions but the acceptability of its implications ...”<sup>367</sup>

<sup>364</sup> Vgl. Pape, 2011, S. 398.

<sup>365</sup> Vgl. Brealey, Myers, & Allen, 2011, S. 192–193; Pape, 2011, S. 398; Schuster & Uskova, 2015, S. 158–165; Steiner u. a., 2012, S. 26.

<sup>366</sup> Entnommen aus Pape, 2011, S. 399.

<sup>367</sup> Sharpe, 1964, S. 434.

Demnach sollte eine Theorie nicht in der Realitätsnähe ihrer Prämissen, sondern in der Annehmbarkeit ihrer Implikationen überprüft werden. In der Vergangenheit wurde das CAPM mehrfach getestet.<sup>368</sup> Dabei ergaben sich teils widersprüchliche Ergebnisse.<sup>369</sup>

Trotz der in der Wissenschaft diskutierten Kritikpunkte ist das CAPM das bekannteste Modell zur Erklärung des Zusammenhangs zwischen erwarteter Rendite und Risiko von Wertpapieren.<sup>370</sup>

### 4.3.2 Performancemessung von Familienunternehmen

Die Performance von Familienunternehmen wird in der Forschung meist über kapitalmarktorientierte Maße, welche den Wert des Unternehmens an der Börse berücksichtigen (Aktienkurs) oder jahresabschlussorientierte Maße, die ausgehend vom Rechnungswesen Kennzahlen nutzen, dargestellt.<sup>371</sup>

Die Performancemaße auf Basis des Jahresabschlusses können absolute Größenmaße, wie Umsatz, Gewinn oder Beschäftigtenzahl, oder relative Maße, wie den Kapitalumschlag, umfassen. Weiterhin werden oftmals Rentabilitätsmaße, welche einen Bezug zwischen dem erwirtschafteten Gewinn und dem eingesetzten Kapital beziehungsweise dem benötigten Umsatz herstellen, genutzt. Diese geben über die finanzielle und wirtschaftliche Rentabilität eines Unternehmens Auskunft.<sup>372</sup>

Empirische Studien, die die Performance von Familienunternehmen untersuchen, nutzen oftmals das Performancemaß Tobin's  $q$ .<sup>373</sup> Hier wird der Marktwert der Vermögensgegenstände dem Wiederbeschaffungswert gegenübergestellt. Ein gebräuchliches Synonym ist das Marktwert-Buchwert-Verhältnis, wobei der Ausdruck Marktwert-Substanzwert-Verhältnis korrekter ist. Durch die Verknüpfung von Rechnungswesensdaten, basierend auf dem Jahresabschluss und der Kapitalmarktbeurteilung, basierend auf Erwartungen der Shareholder, wird die Profitabilität des Unternehmens dargestellt.

---

<sup>368</sup> Vgl. Brealey u. a., 2011, S. 195–199.

<sup>369</sup> Vgl. anstatt vieler E. Fama & French, 1992, S. 427–429.

<sup>370</sup> Vgl. Brealey u. a., 2011, S. 220.

<sup>371</sup> Vgl. Jaskiewicz, 2006, S. 43–45; Leiber, 2008, S. 31.

<sup>372</sup> Vgl. Demsetz & Villalonga, 2001, S. 213; Jaskiewicz, 2006, S. 43–45; Leiber, 2008, S. 31.

<sup>373</sup> Vgl. Tobin, 1969, S. 15–29.

$$q = \frac{\text{Marktwert}}{\text{Wiederbeschaffungskosten des Kapitalbestandes}}$$

**Formel 2: Tobin's q<sup>374</sup>**

Bei einem q größer eins übersteigt die Bewertung des Unternehmens durch die Investoren die Wiederbeschaffungskosten des Kapitalbestandes, somit ist die Rentabilität gegeben. Ein q kleiner eins bedeutet, dass der Marktwert geringer als die Wiederbeschaffungskosten ausfällt und wahrscheinlich weitere Investitionen des Unternehmens in Güter dieser Art nicht erfolgen sollten. Ein hohes q spiegelt somit die Investitionsfähigkeit des Unternehmens in Technologien und Humankapital wieder.<sup>375</sup> Das q beantwortet damit die Frage, welche Performance die Unternehmensführung aus Kapitalmarktsicht erreichen wird.<sup>376</sup> Teilweise wird auch eine vereinfachte Formel von Tobin's q zur Berechnung der Unternehmensperformance genutzt. Hier wird der Marktwert des Eigenkapitals mit dem Buchwert des Fremdkapitals addiert und dann durch den Buchwert der Vermögensgegenstände dividiert.<sup>377</sup>

$$q = \frac{\text{Bilanzsumme} + \text{Marktwert EK} - \text{Buchwert EK}}{\text{Bilanzsumme}}$$

**Formel 3: Vereinfachte Berechnung von Tobin's q<sup>378</sup>**

Ein alternatives Performancemaß zum Tobin's q ist der Return on Assets (RoA), welcher in Deutschland als Gesamtkapitalrentabilität (GKR) bezeichnet wird. Der Return on Assets berechnet die Effizienz des Kapitaleinsatzes einer Periode durch die Gegenüberstellung von Jahresüberschuss und den Buchwerten des Vermögens des Unternehmens. Durch die Vergangenheitsorientierung wird eine ex post-Betrachtung der Managementperformance möglich. Dieses Performancemaß bietet sich insbesondere für nicht

<sup>374</sup> Vgl. Jäger, Jäger, Hofmann, & Bensch, 2011, S. 1260.

<sup>375</sup> Vgl. Jäger u. a., 2011, S. 1260–1261.

<sup>376</sup> Vgl. Demsetz & Villalonga, 2001, S. 213; Leiber, 2008, S. 32.

<sup>377</sup> Vgl. Gehrke, 1994; Leiber, 2008, S. 32.

<sup>378</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 81.

börsennotierte Gesellschaften an, da Jahresüberschuss und Vermögen aus dem Jahresabschluss ersichtlich sind und nicht auf Marktwerte zurückgegriffen werden muss.<sup>379</sup>

$$RoA = \frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Eigenkapital} + \text{Fremdkapital}} \times 100$$

**Formel 4: Return on Assets**<sup>380</sup>

Weitere Performancemaße beziehungsweise Kennzahlen zur Performancebewertung von nicht börsennotierten Unternehmen sind Eigenkapital- oder Umsatzrentabilität. Achleitner et al. nutzen für die Performanceanalyse von börsennotierten und nicht börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland neben den Return on Assets zusätzlich den Return on Equity (RoE) oder Eigenkapitalrentabilität.<sup>381</sup>

In den aktuellen Studien zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen in Deutschland der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) werden als Performancemaße der Earnings per Share (EPS) und zum anderen der Total Shareholder Return (TSR) genutzt.<sup>382</sup>

Die Rendite einer Aktie ergibt sich allgemein als Gewinn, bezogen auf das eingesetzte Kapital. Der Shareholder kann dabei im betrachteten Zeitraum von Dividendenzahlungen sowie von Kurseigerungen der Aktie profitieren. Dabei ist zu beachten, dass die Aktienrendite auch Kursverluste berücksichtigt und somit zu einem negativen Total Shareholder Return führen kann. Zur Berechnung werden neben den Anfangs- und Endkursen der Aktie die Dividendenzahlungen der Periode benötigt.<sup>383</sup>

$$TSR = \frac{(\text{Endaktienkurs} - \text{Anfangsaktienkurs}) + \text{Dividendenzahlungen}}{\text{Anfangsaktienkurs}}$$

**Formel 5: Total Shareholder Return**<sup>384</sup>

<sup>379</sup> Vgl. Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007, S. 656; Demsetz & Villalonga, 2001, S. 213; Leiber, 2008, S. 32.

<sup>380</sup> Vgl. Evers u. a., 2010, S. 59.

<sup>381</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 69.

<sup>382</sup> Vgl. Friedl, Hölz, Klink, & Pfeiffer, 2015, S. 44.

<sup>383</sup> Vgl. Fernández, 2002, S. 265–266, 275–277; Steiner u. a., 2012, S. 49–52.

<sup>384</sup> In Anlehnung an Steiner u. a., 2012, S. 50.

Eine aktuelle und sehr umfassende Untersuchung zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland veröffentlichte die Stiftung Familienunternehmen 2014.<sup>385</sup> Im Rahmen der Studie wurde die Performance der 500 größten Familienunternehmen in Deutschland mit den nicht-familienkontrollierten DAX-Unternehmen verglichen,<sup>386</sup> sie kam zu folgenden Ergebnissen:<sup>387</sup>

- „Die Inlandsbeschäftigung der TOP 500 Familienunternehmen stieg 2006 bis 2012 von 2,97 Millionen Beschäftigten auf 3,29 Millionen. Dies entspricht einem Zuwachs von 11 Prozent. Die Inlandsbeschäftigung haben die DAX-27-Unternehmen (das heißt die DAX-30-Unternehmen abzüglich der drei DAX-Familienunternehmen) in dieser Zeit um 7,3 Prozent von 1,5 auf 1,39 Millionen reduziert.
- Die Umsatzentwicklung der TOP 500 Familienunternehmen spiegelt den Wirtschaftseinbruch im Jahr 2009 und die anschließende Erholung eindrucksvoll wider. Der Umsatzrückgang der TOP 500 Familienunternehmen im Jahr 2009 gegenüber 2008 war mit –9,8 Prozent aber deutlich geringer als der der DAX-27-Unternehmen mit –17,7 Prozent. Darüber hinaus konnte zwischen 2006 und 2012 von den Top 500 Familienunternehmen ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 4,6 Prozent erwirtschaftet werden. Demgegenüber erzielten die DAX-27 Unternehmen lediglich ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 1,9 Prozent.“

Neben dieser sehr volkswirtschaftlich geprägten Analyse bietet sich der DAXplus Family Index zur Darstellung der Kapitalmarktperformance von Familienunternehmen an.<sup>388</sup>

„Der DAXplus Family Index enthält alle deutschen und internationalen Familienunternehmen, die im Prime Standard gelistet sind. Er dient börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen als Benchmark für den eigenen Unternehmenserfolg. Aktuell sind 118 Unternehmen im DAXplus Family Index. Der DAXplus Family 30 umfasst die 30 größten und liquidesten Familienunternehmen.“<sup>389</sup>

---

<sup>385</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014.

<sup>386</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 5, 69–74.

<sup>387</sup> Gottschalk u. a., 2014, S. 3.

<sup>388</sup> Vgl. Ann-Kristin Achleitner u. a., 2010; Deutsche Börse, 2015.

<sup>389</sup> Deutsche Börse, 2015, o.S.

Ein allgemeiner Vergleich der Kapitalmarktperformance von börsennotierten Familienunternehmen und nicht-familiengeführten Unternehmen anhand von Einzelaktien oder Indizes ist allerdings nicht ausreichend zur Beantwortung der Forschungsfrage. Um dies zu gewährleisten und gegebenenfalls Vergleiche zu ermöglichen wird auf die Methodik von Schwalbach auf Basis von Schmidt<sup>390</sup> zurückgegriffen. Für die Analyse werden die Eigenkapitalrendite (EKR), als Prozentsatz des Gewinns auf das Eigenkapital, und der Total Shareholder Return (TSR), die Erträge der Aktionäre aufgrund Kursveränderungen und Dividenden, von welchen die Eigenkapitalkosten abgezogen werden, herangezogen. Ein Unternehmen schafft erst Werte für die Shareholder, wenn die Erträge über der Rendite einer risikoadjustierten vergleichbaren Anlage liegen.<sup>391</sup>

Im Detail dazu: Bei der Methode werden zwei Performancemaße betrachtet. Der erste Indikator, „Nettowertschöpfung für die Aktionäre“ basiert auf dem Created Shareholder Return-Maß von Fernandez/Villanueva (2005)<sup>392</sup>. Er repräsentiert die relative Wertschöpfung für die Aktionäre nach Abzug der von ihnen erwarteten Kapitalverzinsung und kann als ex-ante-Indikator der Performance angesehen werden. Dabei wird die Differenz zwischen der Marktkapitalisierung eines Unternehmens am Ende und am Anfang einer Periode ermittelt. Die erhaltene Bruttowertschöpfung wird danach um erfolgte Dividendenzahlungen erhöht, und gegebenenfalls um angefallene Kapitalmaßnahmen korrigiert. Diese Summe wird ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung am Beginn des Betrachtungszeitraums gesetzt. Nach Subtraktion der für die Betrachtungsperiode geschätzten unternehmensspezifischen Eigenkapitalkosten erhält man die Nettowertschöpfung. Netto berücksichtigt in diesem Zusammenhang eine bereits stattgefundene Bereinigung der erzielten Performance um die von den Eigenkapitalgebern erwartete Mindestverzinsung ihrer Einlage.<sup>393</sup>

Das zweite Maß ist die Eigenkapitalrendite als ex-post-Indikator der Unternehmensperformance. Zur Berechnung wird der bereinigte Konzernjahresüberschuss durch das durchschnittlich gebundene bilanzielle Eigenkapital dividiert. Diese Bruttoeigenkapitalrendite wird dann um die geschätzten Eigenkapitalkosten korrigiert und repräsentiert die

---

<sup>390</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011.

<sup>391</sup> Vgl. Palan & Papendick, 2007; Schmidt, 2004.

<sup>392</sup> Vgl. Fernández & Villanueva, 2005.

<sup>393</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 144.

relative Eigenkapitalverzinsung während der Periode nach Abzug der von den Kapitalgebern erwarteten Mindestverzinsung.<sup>394</sup>

#### 4.4 Managervergütung in Familienunternehmen

Die Analyse der Managervergütungen bei Familienunternehmen war bis dato kaum Schwerpunkt regelmäßiger empirischer Untersuchungen. Vornehmlich wurden große börsennotierte Unternehmen berücksichtigt.<sup>395</sup> Für die für Deutschland bedeutende Gruppe der Familienunternehmen erfolgte dies bis dato kaum.

Eine aktuelle Studie der Gabriela Jaeckner GmbH und dem Institut für Mittelstandsforschung Mannheim aus dem Jahr 2014 liefert Erkenntnisse über Gehaltsstrukturen von Geschäftsführern und Vorständen in deutschen Familienunternehmen.<sup>396</sup>

- Geschäftsführer und Vorstände stammen meist aus der Eigentümerfamilie und besitzen Gesellschafteranteile.  
62 Prozent der Geschäftsführer und Vorstände stammen aus der Unternehmerfamilie, wovon 60 Prozent Anteile am Unternehmen halten. Über 20 Prozent der Fremdmanager halten ebenfalls Gesellschaftsanteile.
- 90 Prozent der Geschäftsführer sind länger als zehn Jahre im Unternehmen tätig. Dies spricht für den Aspekt der Nachhaltigkeit in Familienunternehmen.
- 50 Prozent der Geschäftsführer haben ein Jahresgehalt von über 200.000 €. Insbesondere die Unternehmensgröße bedingt die Höhe des Gesamtgehalts. Bei über 80 Prozent der Befragten setzt sich dies aus 80 Prozent fixen Bestandteilen und 20 Prozent variablen Bestandteilen zusammen.
- Branche und Standort führen zu keinen Gehaltsunterschieden.  
Nach Branchenzugehörigkeiten und Bundesländern unterschieden sich die Gesamtgehälter nicht.
- Größere Mitarbeiterzahlen und größere Umsätze führen zu höheren Gesamtvergütungen.  
Mit zunehmender Unternehmensgröße liegt das durchschnittliche Gehalt der Befragten höher.

<sup>394</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 144.

<sup>395</sup> Vgl. Kapitel 1.2.

<sup>396</sup> Vgl. Gabriela Jaecker GmbH & Institut für Mittelstandsforschung Mannheim, 2014, S. 34–36.

- Ein positiver Geschäftserfolg führt zu höheren Gehältern.  
Gute und sehr gute Geschäftsergebnisse führen zu signifikanten Steigerung des Gesamtgehaltes.
- Fremdgeschäftsführer erhalten höhere Vergütungen als Geschäftsführer aus der Familie.  
Fremdgeschäftsführer erhalten im Vergleich zu Geschäftsführern aus der Familie höhere Gehälter. Fremdgeschäftsführer die keine Unternehmensanteile besitzen, erhalten insgesamt ein höheres Gehalt als die anderen Gruppen. Familieninterne Geschäftsführer ohne Gesellschaftsanteile werden am geringsten vergütet.

Zu berücksichtigen sind hier jedoch die Unternehmensgrößen. So beschäftigen nur 17 Prozent der teilnehmenden Familienunternehmen mehr als 500 Mitarbeiter, und nur 17 Prozent erwirtschaften einen Umsatz von über 101 Millionen €. Eine Differenzierung nach börsennotierten und nicht-börsennotierten Familienunternehmen erfolgt nicht. Aufgrund der Mitarbeiter- und Umsatzzahlen kann aber vornehmlich auf nicht-börsennotierte Familienunternehmen geschlossen werden.<sup>397</sup>

Höhere wirtschaftliche Bedeutung und Gegenstand neueren Forschungsinteresses hat die Gruppe der 500 größten Familienunternehmen. Eine Herausforderung bildet hierbei die Datenbasis. Meist wird auf etablierte Datenbanken, wie die Markus- und Hoppens- tedt-Datenbank, oder den elektronischen Bundesanzeiger zurückgegriffen. Erhebungen der Eigentümerstrukturen und Beschäftigung- und Umsatzzahlen sowie Geschäftstätigkeiten der Unternehmen sind so möglich. Daten zu den Managervergütungen liegen in der Regel nicht, oder nur sehr eingeschränkt vor.<sup>398</sup> Vor diesem Hintergrund muss sich eine Untersuchung zu Managervergütungen auf eine Unternehmensgruppe beschränken, welche die Vergütungen und Vergütungsstrukturen offen legt. Auf Empfehlung des Deutschen Corporate Governance Kodex sind hierzu vornehmlich börsennotierte Unternehmen angehalten.

Vor dem Hintergrund der Problemstellung ergeben sich folgende Fragestellung. Zahlen börsennotierte Familienunternehmen ihren Vorstandsvorsitzenden eine performancegerechte Vergütung oder weichen sie davon ab? Wirkt sich dies auf die Performance des Familienunternehmens aus?

---

<sup>397</sup> Vgl. Gabriela Jaecker GmbH & Institut für Mittelstandsforschung Mannheim, 2014, S. 6.

<sup>398</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 55–56, 58–74.

---

Dazu werden im ersten Schritt die Vergütungsstrukturen des Vorstandsvorsitzenden analysiert. Anschließend wird die Performance der Unternehmen nach Schmidt untersucht, um im dritten Schritt die Frage nach einer leistungsgerechten Performancevergütung zu beantworten.

Zur Messung der Performance werden vor allem Maße gewählt, die sich am Shareholder Value-Konzept orientieren, das heißt: orientiert sich die Vergütung an der Unternehmensperformance im Sinne der Eigenkapitalgeber. Um dies zu beantworten, wird die Summe der Vorstandsvergütungen der Unternehmen entsprechend der individuellen Wertschöpfung neu auf die Gesellschaften verteilt. Hierbei werden ein Drittel der Gesamtsumme gemäß der relativen Position der vom Unternehmen erzielten Nettoeigenkapitalrendite im Vergleich zum Durchschnitt und zwei Drittel nach der relativen Unternehmensposition hinsichtlich der Nettowertschöpfung aller Konzerne allokiert.<sup>399</sup>

Abschließend soll der Zusammenhang zwischen Pay und Performance von Familienunternehmen im Zeitablauf untersucht werden, um Rückschlüsse auf nachhaltiges Wirtschaften und nachhaltige Vergütung dieser zu erlangen.

Dazu werden im nächsten Abschnitt die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden der DAXplus Family 30-Unternehmen anhand der beschriebenen Methodik analysiert (Pay for Performance) und im zweiten Schritt neu verteilt (Fair Pay). Zum Vergleich werden die Unternehmen des DAX 30 entsprechend analysiert.

---

<sup>399</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 145.

## 5 Empirische Auswertung zum Zusammenhang von Performance und Managervergütung in deutschen Familienunternehmen

Das folgende Kapitel analysiert den Zusammenhang der Unternehmensperformance und der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in deutschen Familienunternehmen. Nach der Diskussion und Auswahl der Datenbasis werden die Gesamtdirektvergütungen der Vorstandsvorsitzenden analysiert sowie die Unternehmensperformance anhand von Performancekennzahlen gemessen. Für die anschließende Pay for Performance-Analyse werden auf Basis der Berechnungsmethode nach Schmidt/Prinz & Schwalbach die Performancemaße Nettowertschöpfung und Nettoeigenkapitalrendite herangezogen. Dabei werden der Total Shareholder Return und der Return on Investment um die erwarteten Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber korrigiert. Die ermittelten Ergebnisse werden mit den Indexdaten standardisiert, mittels des Pay for Performance-Indikators skaliert und ein Ranking der performancegerechten Vergütung erstellt. Im nächsten Schritt werden in der Fair Pay-Analyse performancebasierte Abweichungen der Vorstandsvergütungen quantifiziert. Dazu wird die Summe der im Index gezahlten Gesamtdirektvergütungen anhand der Performanceindikatoren auf die einzelnen Vorstandsvorsitzenden neu verteilt. Abschließend erfolgt im Kapitel die Beantwortung der Forschungsfragen und die Darstellung der gewonnenen Erkenntnisse.

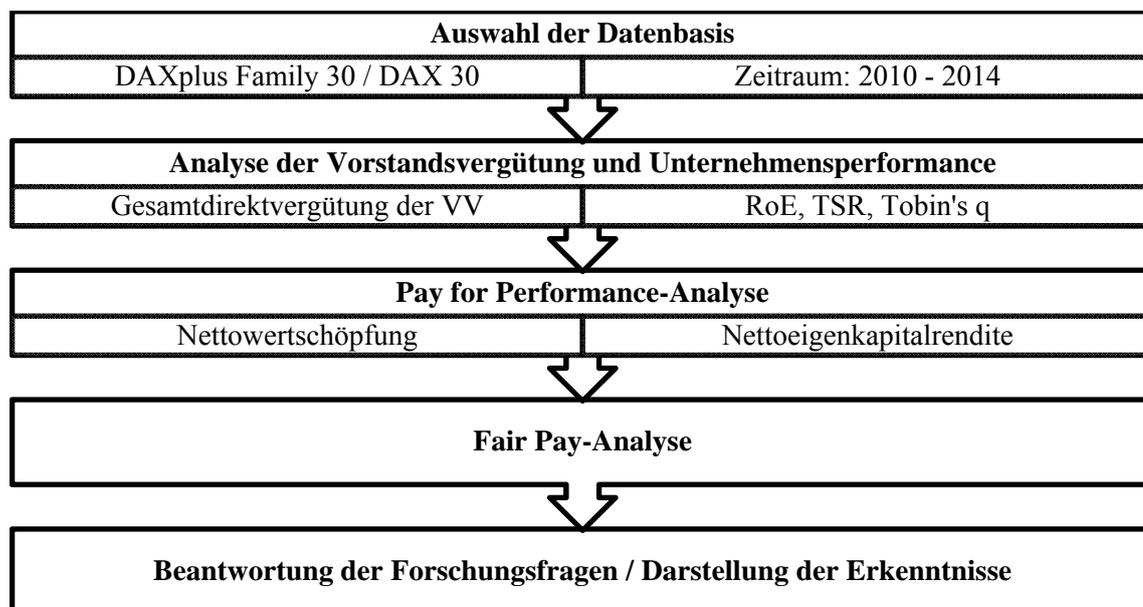


Abbildung 11: Struktur der empirischen Analyse<sup>400</sup>

<sup>400</sup> Eigene Abbildung.

---

## 5.1 Beschreibung der Datenbasis

Zur Analyse der Performance sowie der Managervergütung in deutschen Familien- und Nicht-Familienunternehmen bieten sich verschiedene Indizes in Deutschland an. Der CDAX (Composite DAX) ist ein Index der Deutschen Börse AG, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Aktien des Prime Standards und General Standards enthält. Ausländische Aktien werden im CDAX nicht berücksichtigt. Der Index präsentiert deshalb die komplette Breite des deutschen Aktienmarktes und ist somit ein entsprechender Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung. Er wird als Performanceindex und Kursindex berechnet. Ausgangspunkt der Berechnung ist der 30. Dezember 1987, dabei wurde ein Wert von 1000 Punkten angesetzt.<sup>401</sup> Während Anfang der 1970er Jahre die Zahl der börsennotierten Aktiengesellschaften etwa 150 betrug, sind 2015 im CDAX fast 450 Unternehmen gelistet.<sup>402</sup>

Achleitner et al. führten 2009 eine Untersuchung zum Thema börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland durch. Die Analyse der Jahre 1998-2008 zeigt, dass der Anteil der Familienunternehmen im CDAX nach der Founding-Family-Definition bei ca. 50 Prozent liegt.<sup>403</sup>

Da im CDAX auch verhältnismäßig kleine Unternehmen des General Standards enthalten sind, sind teilweise Kennzahlen zur Performance und insbesondere zur Vergütung des Managements nicht vorhanden bzw. intransparent. Darum bietet es sich an, die größten Familien- und Nicht-Familienunternehmen zu analysieren.

Im Januar 2010 reagierte auch die Deutsche Börse auf die Bedeutung der Familienunternehmen für die deutsche Volkswirtschaft<sup>404</sup> und führte die Indizes DAXplus Family und DAXplus Family 30 ein. Die Indizes bilden die Wertentwicklung von börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland ab. Der DAXplus Family Index beinhaltet alle Familienunternehmen welche im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind. Ein Unternehmen qualifiziert sich für die Aufnahme in den DAXplus Family Index, wenn sich mindestens 25 Prozent der Gesellschaft im Besitz der Gründerfamilie befinden oder die Gründerfamilie einen Stimmrechtsanteil von 5 Prozent hält und im Vorstand oder Aufsichtsrat des Unternehmens sitzt. Der DAXplus Family 30 umfasst

---

<sup>401</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015b.

<sup>402</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015a.

<sup>403</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 36–39.

<sup>404</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009; Gottschalk u. a., 2014; Leiber, 2008; Stiftung Familienunternehmen, 2014.

die 30 größten und liquidesten Werte des DAXplus Family Index. Der DAXplus Family Index und der DAXplus Family 30 Index werden von der Deutschen Börse als Kurs- und Performanceindex berechnet. Die Zusammensetzung des DAXplus Family 30 Index wird vierteljährlich überprüft. Mit Stand September 2015 sind 89 Unternehmen im DAXplus Family Index berücksichtigt.<sup>405</sup>

Da auch im DAXplus Family Index relativ kleine Unternehmen enthalten sind, liegen teilweise Daten zur Vergütung des Vorstandes nicht vor oder sind intransparent. So machen Unternehmen von der Opting-out-Möglichkeit (Ausnahmeregelung) des § 286 Abs. 5 HGB Gebrauch, das heißt die Gesellschaft wird von der Hauptversammlung von der Pflicht zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütung befreit (Ziffer 4.2.4 DCGK).<sup>406</sup> Daher konzentriert sich die Analyse im weiteren Verlauf auf die 30 größten Familienunternehmen in Deutschland, welche im DAXplus Family 30 enthalten sind und fokussiert einen Untersuchungszeitraum von 2010-2014. Der für eine empirische Untersuchung relativ kurze Untersuchungszeitraum<sup>407</sup> ist der Datenverfügbarkeit, insbesondere in Bezug auf die Daten zur Vergütung des Vorstandes, geschuldet.

Zum Vergleich der Performance der Familienunternehmen mit den Nicht-Familienunternehmen sollen für die Nicht-Familienunternehmen die jeweils 30 größten Unternehmen herangezogen werden, wozu sich der DAX 30 anbietet. Der DAX 30 ist der wichtigste Börsenindex für Deutschland, wird aus den Kursen der 30 wichtigsten deutschen Aktien ermittelt und gilt als Indikator für die Entwicklung des deutschen Marktes. Zur Aufnahme von Unternehmen in den DAX 30 werden Börsenumsätze und Marktkapitalisierung des Streubesitzes berücksichtigt.<sup>408</sup> Vergleiche von deutschen Familienunternehmen mit deutschen börsennotierten Nicht-Familienunternehmen werden seit Jahren im Rahmen der Analyse der volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland durchgeführt.<sup>409</sup>

Vor dem Hintergrund der Datenbeschaffung werden im weiteren Verlauf die 30 größten Familienunternehmen (DAX 30) und Nicht-Familienunternehmen (DAXplus Family

---

<sup>405</sup> Vgl. Ann-Kristin Achleitner u. a., 2010; Deutsche Börse, 2015, o.S.

<sup>406</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 8.

<sup>407</sup> Vgl. Kapitel 1.2.

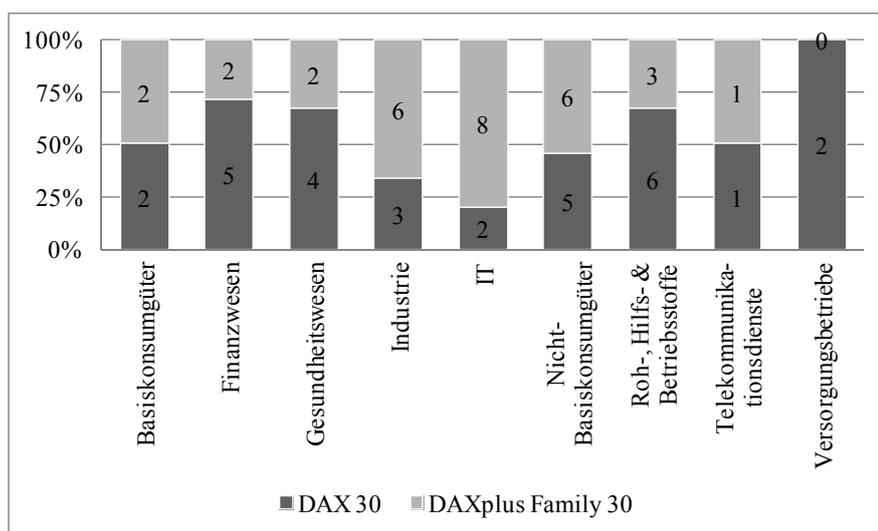
<sup>408</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015c, o.S.

<sup>409</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 69–74, 2011, S. 41–45; Hauser & Wolter, 2007, S. 48–52; Niefert u. a., 2009, S. 41–45.

30) analysiert.<sup>410</sup> Als Datenlieferant wird auf den Finanzinformationsdienstleister Bloomberg<sup>411</sup> zurückgegriffen.

Die folgende Abbildung zeigt die Zusammensetzung des DAX 30 und des DAXplus Family 30 nach Sektoren auf Basis der Klassifizierung des Global Industry Classification Standards (GICS). Der GICS ist ein hierarchisches Industrie-Klassifizierungssystem, welches aus 10 Sektoren, 24 Industrie-Gruppen, 67 Industrien und 156 Sub-Branchen besteht und 1999 von MSCI und Standard & Poor's entwickelt wurde. Auch Bloomberg nutzt dieses System zur Klassifizierung der Unternehmen und stellt die Daten entsprechend zur Verfügung.<sup>412</sup>

Von den 10 GICS-Sektoren sind acht in beiden Indices vertreten, lediglich für Versorgungsbetriebe findet sich kein Äquivalent im DAXplus Family 30 Index.



**Abbildung 12: Zusammensetzung DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren<sup>413</sup>**

Zur Berechnung der Performance der Indizes werden die jeweiligen Jahresschlusskurse vom DAX 30 und DAXplus Family 30 herangezogen.

Die Eigenkapitalrendite (Return on Equity) wurde dem Finanzdienstleister Bloomberg entnommen, der sie wie folgt berechnet: Nettoertrag (-verlust) geteilt durch das durchschnittlich gesamte Stammkapital multipliziert mit 100.<sup>414</sup>

<sup>410</sup> Zur Zusammensetzung der Indizes anhand der Einzelwerte vgl. Anhang 1 und 2.

<sup>411</sup> Vgl. „Bloomberg“, 2015, o.S.

<sup>412</sup> Vgl. MSCI Inc., 2016, o.S.

<sup>413</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>414</sup> Vgl. Anhang 3.

Die Berechnung des Total Shareholder Return basiert auf den Jahresschlusskursen der einzelnen Aktien sowie den im Jahr geleisteten Dividendenzahlungen je Aktie. Bei der Berechnung wurden Kapitalmaßnahmen wie Kapitalerhöhung, Aktiensplits oder Zusammenlegung von Aktien berücksichtigt.

Die Berechnung vom Tobin's q erfolgte auf Basis der Bloombergwerte: Historische Marktkapitalisierung, Buchwert des Eigenkapitals und Bilanzsumme. Die historische Marktkapitalisierung berechnet Bloomberg als: Schlusskurs zum Enddatum der Geschäftsperiode multipliziert mit den ausstehenden Aktien zu diesem Periodendatum. Das Eigenkapital berechnet Bloomberg mit dem Aktienkapital, Eigenkapitalzuwachsen aus sonstigen Quellen sowie den Gewinnrücklagen. Die Bilanzsumme eines Unternehmens setzt sich auf der Passivseite aus der Summe der gesamten Verbindlichkeiten und dem Aktienkapital zusammen.<sup>415</sup>

Gemäß der Berechnungsmethode der Pay for Performance-Analyse nach Schmidt werden die Unternehmensrenditen um die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber korrigiert. Die Eigenkapitalkosten wurden aus Bloomberg entnommen und leiten sich aus dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) ab.

$$\text{Eigenkapitalkosten} = \text{risikofreier Satz} + (\text{Beta} \times \text{landesbezogene Risikoprämie})$$

Bloomberg nutzt für den risikofreien Satz langfristige Staatsanleihen (10 Jahre) der Bundesrepublik Deutschland.<sup>416</sup>

Die Eigenkapitalkosten spielen die Renditeerwartungen der Kapitalgeber bzw. der Anteilseigner wieder. Das in den sechziger Jahren von Sharp, Lindner und Mossin entwickelte Capital Asset Pricing Model besagt, dass ein linearer Renditerisikozusammenhang zwischen einem Marktportfolio und dem einzelnen Wertpapier besteht. Dabei baut das Modell auf den Annahmen der Portfoliotheorie von Markowitz auf. Bei der praktischen Umsetzung des Modells werden als risikolose Grundrendite in der Regel langfristige Staatsanleihen herangezogen. Der unternehmensindividuelle Risikoaufschlag wird durch das Beta berücksichtigt. Das Beta misst die Schwankungsbreite eines Einzelwertes im Vergleich zu einem definierten Index, wobei ein Beta kleiner eins eine weniger sensible Reaktion der Aktienrendite im Vergleich zur Gesamtmarktrendite darstellt und

---

<sup>415</sup> Vgl. Anlage 3.

<sup>416</sup> Vgl. Anlage 3.

somit ein geringes Risiko mit geringerer Renditeforderung der Eigenkapitalgeber impliziert.<sup>417</sup>

Zur Durchführung der Pay for Performance-Analyse werden die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden der Unternehmen in Relation zu den durchschnittlichen Vergütungen der Indizes gesetzt. Die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden wurden aus Bloomberg entnommen. Bei der Untersuchung wird nur die jährliche Gesamtvergütung dieser betrachtet, Pensionsverpflichtungen bleiben außen vor. Die an den CEO (Vorstandsvorsitzenden) gezahlte Vergütung umfasst laut Bloomberg den gesamten Vergütungsbetrag, den das Unternehmen an den Vorstandsvorsitzenden gezahlt hat.<sup>418</sup> Bei unvollständiger Datenbasis von Bloomberg wurden die jeweiligen Vergütungen aus den Geschäftsberichten der Unternehmen entnommen.

Gemäß dem Deutschen Corporate Governance Kodex sollen die Gesamtvergütungen eines jeden Vorstandsmitglieds unter Namensnennung offengelegt werden. Auf die Offenlegung kann verzichtet werden, wenn die Hauptversammlung dies mit Dreiviertelmehrheit beschlossen hat.<sup>419</sup> Einige Unternehmen verzichteten auf die personenbezogene Offenlegung der Vorstandsgehälter und veröffentlichten nur die Summe der Gesamtvergütungen aller Vorstandsmitglieder. Für die Berechnung der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden wurde die 2-fache Vergütung eines Vorstandsmitgliedes angenommen, dies kann als übliche Spreizung der Gehälter angesehen werden.<sup>420</sup>

Die DAX 30-Unternehmen legen die Vorstandsgehälter personenbezogen offen. Die einzige Ausnahme war Heidelberg Cement im Jahr 2010 mit einer Gesamtveröffentlichung. Auffällig ist die relativ häufige Veröffentlichung von Gesamtvergütungen des Vorstandes bei DAXplus Family 30-Unternehmen. Jedoch ist hier eine Entwicklung hin zur individualisierten Veröffentlichung der Gehälter erkennbar und somit die verstärkte Anwendung des Deutschen Corporate Governance Kodex.<sup>421</sup>

Teilweise liegen für die DAXplus Family 30 Unternehmen nur relativ kurze Datenhistorien, aufgrund der späten Kapitalmarktorientierung (Börsengang), vor. Daher wurde ein fünfjähriger Untersuchungszeitraum von 2010 bis 2014 gewählt.

---

<sup>417</sup> Vgl. Lintner, 1965; Mossin, 1966; Sharpe, 1964; Steiner u. a., 2012, S. 21–29.

<sup>418</sup> Vgl. Anlage 3.

<sup>419</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 8.

<sup>420</sup> Vgl. Friedl u. a., 2013, S. 59, 62; Friedl, Hocker, Christiane Hölz, Pfeiffer, & Klink, 2014, S. 64; Friedl u. a., 2015, S. 60.

<sup>421</sup> Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2015, S. 8.

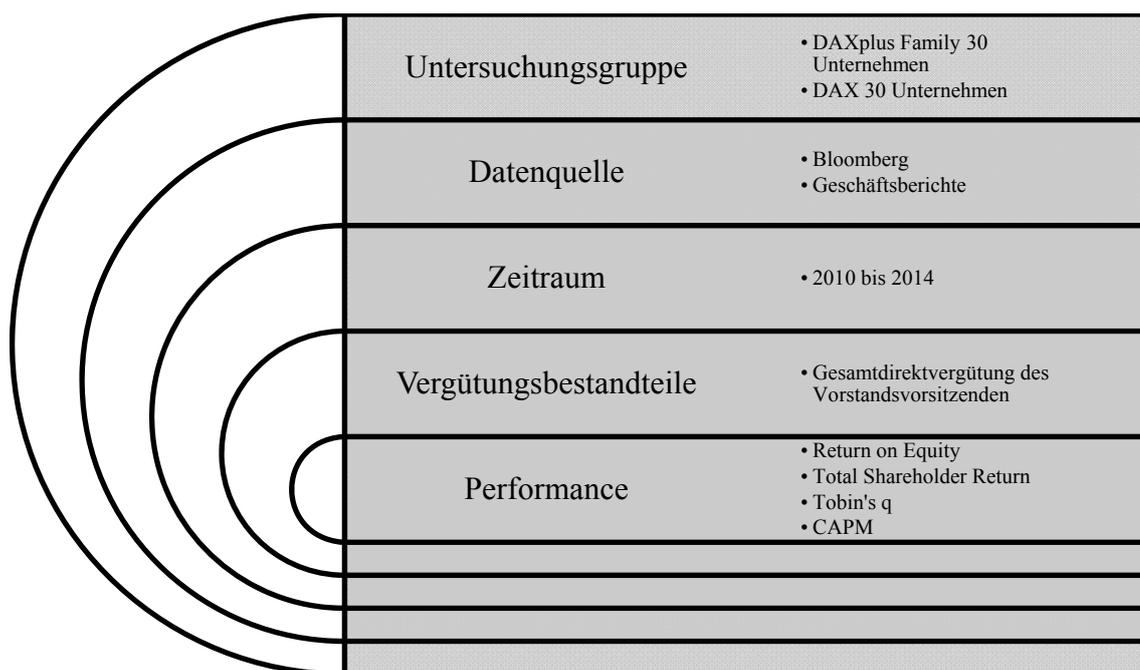


Abbildung 13: Beschreibung der Datenbasis<sup>422</sup>

## 5.2 Vergütung der Vorstandsvorsitzenden

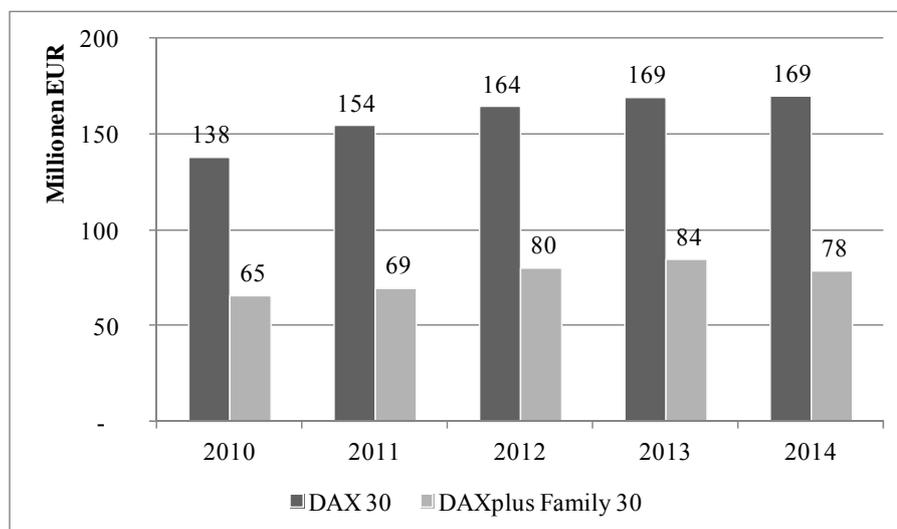
Die folgende Analyse betrachtet die Vergütung des ranghöchsten Managers (Vorstandsvorsitzender bzw. CEO) der DAX 30-Unternehmen und der DAXplus Family 30-Unternehmen der Jahre 2010-2014. Bei der Betrachtung der Vergütungen des Chief Executive Officers (CEO) wurde auf den gesamten Vergütungsbetrag, den das Unternehmen an den Vorstandsvorsitzenden gezahlt hat, zurückgegriffen. Diese Zahl beinhaltet laut Bloomberg folgende Bestandteile: den gesamten Gehaltsbetrag (fixe Vergütung), den gesamten Bonusbetrag (variable Vergütung) und den Gesamtbetrag des bargeldlosen und Nicht-Bonusanteils der Vergütung.<sup>423</sup>

Betrachtet man die Summen der gesamten Direktvergütungen der Vorstandsvorsitzenden der DAX 30- und DAXplus Family 30-Unternehmen, so werden über die betrachteten Perioden pro Jahr mehr als das Doppelte an Gesamtdirektvergütung an die Vorstandsvorsitzenden der DAX 30-Unternehmen gezahlt. Weiterhin stiegen die Summen der Gesamtdirektvergütungen kontinuierlich von 138 bzw. 65 Millionen Euro im Jahr 2010 auf 169 bzw. 84 Millionen Euro im Jahr 2013. Lediglich im Jahr 2014 stagnierten

<sup>422</sup> Eigene Darstellung.

<sup>423</sup> Vgl. Anlage 3.

die Gesamtdirektvergütungen der DAX 30-Unternehmen, die Gesamtdirektvergütungen der Familienunternehmen fielen sogar von 84 Millionen Euro auf 78 Millionen Euro.

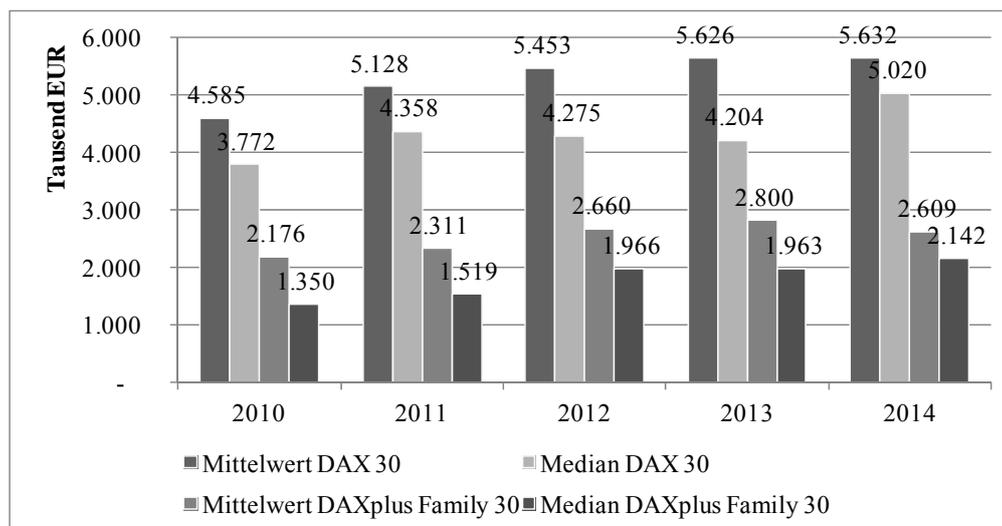


**Abbildung 14: Summe der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)**<sup>424</sup>

Die Pro-Kopf-Betrachtung der Vergütung liefert ähnliche Ergebnisse wie die Gesamtbeurteilung. So stieg die durchschnittliche Vergütung eines Vorstandsvorsitzenden in den Dax 30-Unternehmen von 4,6 Millionen Euro im Jahr 2010 kontinuierlich auf 5,6 Millionen Euro im Jahr 2014. In den Familienunternehmen stiegen die durchschnittlichen Vergütungen von 2,2 Millionen Euro im Jahr 2010 kontinuierlich auf 2,8 Millionen Euro im Jahr 2013. Im Jahr 2014 sank die mittlere Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden auf 2,6 Millionen Euro. Auch hier zeigt sich die deutlich höhere Vergütung bei den DAX 30-Unternehmen, die im Mittel mehr als das Doppelte der Vergütung der CEOs bei DAXplus Family 30-Unternehmen beträgt. Aufgrund der Abweichung von Median und Mittelwert kann auf eine schiefe Verteilung geschlossen werden.<sup>425</sup> Im vorliegenden Fall liegt eine rechtsschiefe Verteilung vor, der Median ist kleiner als der Mittelwert, somit erhielten einige wenige Vorstandsvorsitzende eine sehr hohe Gesamtdirektvergütung, der Großteil wurde relativ gering vergütet.

<sup>424</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>425</sup> Vgl. Schwarze, 2009, S. 60–66.



**Abbildung 15: Mittelwert und Median der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)**<sup>426</sup>

Die folgende Tabelle stellt das Vergütungsverhältnis der Vorstände der DAX 30- zu den DAXplus Family 30-Unternehmen im Mittel dar. Zu erkennen ist, dass die DAX 30-Vorstände im Mittel mindestens das Doppelte im Verhältnis zu dem Vorständen der Familienunternehmen verdienten. Hervorzuheben sind die Jahre 2011 und 2014, wo die DAX 30-Vorstände rund das 2,2 fache verdienten.

**Tabelle 5: Vergütungsverhältnis der VV DAX 30 zu DAXplus Family 30**<sup>427</sup>

		Vergütungsverhältnis VV DAX 30 zu DAXplus Family 30				
		2010	2011	2012	2013	2014
Proz- ent	(Mittelwert)	210,7	221,9	205,0	200,9	215,9
	(Median)	279,4	286,8	217,5	214,2	234,4

Bei den Gesamtdirektvergütungen der Vorstandsvorsitzenden nach Sektoren bestätigt sich das Bild, dass die DAX 30-Unternehmen zum Teil deutlich höhere Gehälter zahlen. Hier wurden in den Sektoren IT, Nicht-Basiskonsumgüter und Versorgungsbetriebe im Schnitt die höchsten Gehälter gezahlt. Einzig im Sektor Basiskonsumgüter liegen die Gehälter der DAXplus Family 30-Vorstände leicht über denen der DAX 30-Vorstände.

<sup>426</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>427</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

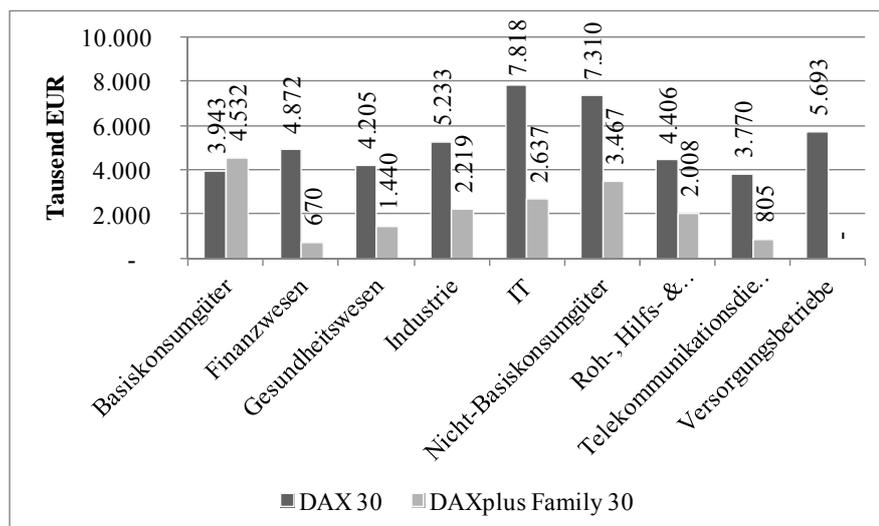


Abbildung 16: Mittelwert der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren<sup>428</sup>

Schaut man sich im Rahmen einer Fünf-Jahres-Analyse die durchschnittlichen Gesamtdirektvergütungsniveaus der Vorstandsvorsitzenden an, fällt bei den DAXplus Family 30-Unternehmen eine kontinuierliche Steigerung bis 2013 auf, 2014 fallen die Gesamtdirektvergütungen, während bei den DAX 30-Unternehmen die Vergütungen im Jahr 2014 stagnierten.

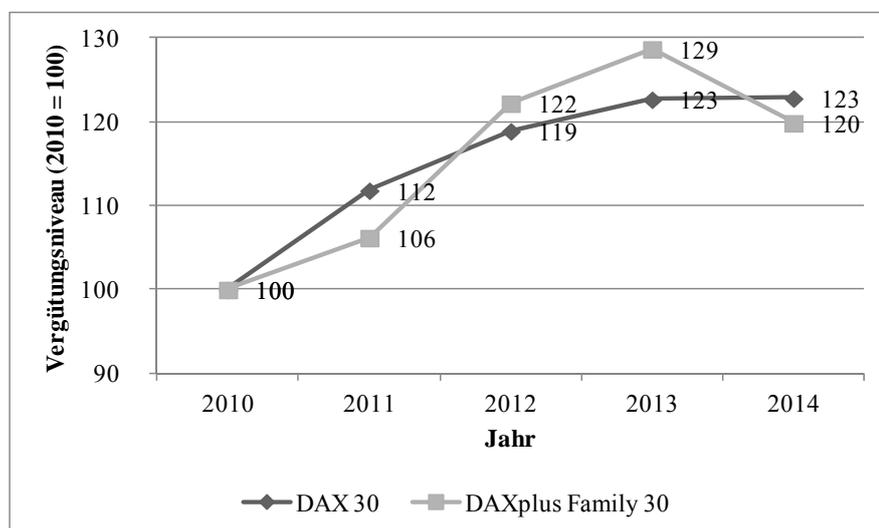


Abbildung 17: Entwicklung der Gesamtdirektvergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30<sup>429</sup>

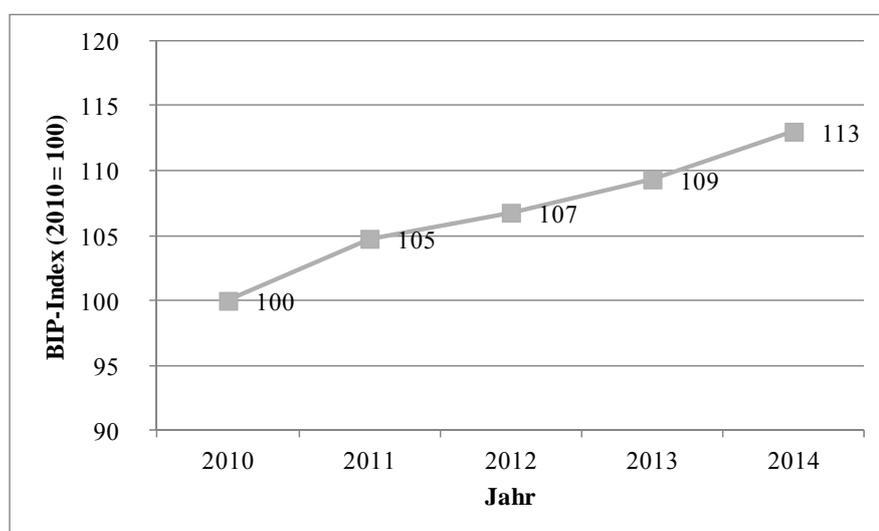
Interessant ist die Frage, ob diese Steigerungen neben der Unternehmensentwicklung gegebenenfalls auch konjunkturelle Entwicklungen widerspiegeln. Als ein Indikator für

<sup>428</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>429</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

die wirtschaftliche Leistung einer Volkswirtschaft kann das Bruttoinlandsprodukt (BIP) herangezogen werden. Das BIP misst den Wert der Wertschöpfung im Inland und dient als Messgröße für das Wirtschaftswachstum.<sup>430</sup>

Das Vergütungsniveau stieg in den Jahren 2010-2014 auf 123 bzw. 120 für die Familienunternehmen. Betrachtet man im gleichen Zeitraum die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts von Deutschland, so stieg dies nur auf 113, dafür aber kontinuierlich. Somit kann die Entwicklung der Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden nicht allein mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland begründet werden.



**Abbildung 18: Index des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland von 2010 bis 2014 (zu den jeweiligen Preisen; Basisjahr 2010 = 100)**<sup>431</sup>

Einflussfaktoren auf die Gesamtdirektvergütung können neben makroökonomischen Rahmenbedingungen auch andere Ursachen haben. Dies kann in einer höheren Volatilität der Kapitalmärkte begründet sein. Vor diesem Hintergrund würden Manager eher zu einer höheren Grundvergütung tendieren und den performanceabhängigen Anteil reduzieren wollen.<sup>432</sup> Daher wäre eine Analyse der Vergütungsbestandteile vonnöten, welche im Rahmen der Thesenformulierung aber nicht durchgeführt wurde.<sup>433</sup>

<sup>430</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt, 2015b.

<sup>431</sup> Eigene Berechnungen; Statistisches Bundesamt, 2015c.

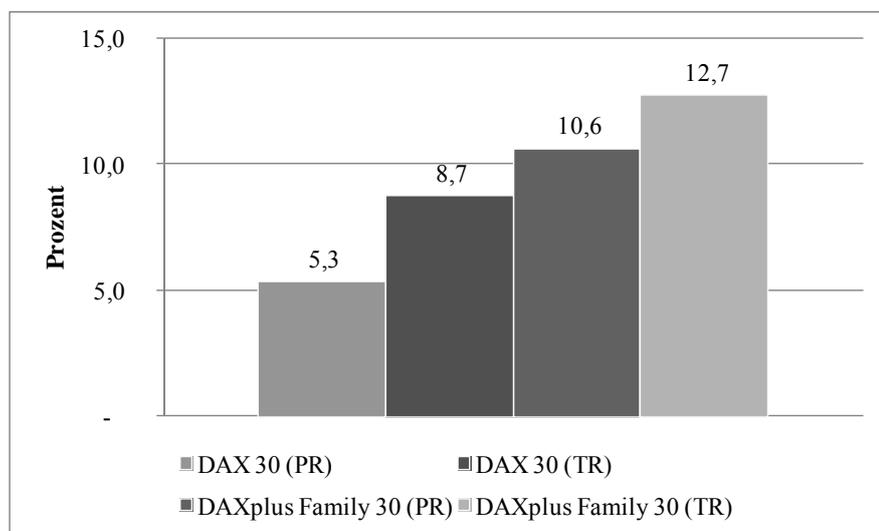
<sup>432</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 142.

<sup>433</sup> Zur Vertiefung der Thematik Managerentlohnung und Vergütungsbestandteile siehe auch: Bültel, 2011; Döscher, 2014; Giesecke, 2014; Kluckow, 2014; Rapp & Wolff, 2010; Schulz, 2010; Sommer u. a., 2013; Struck, Dütsch, Gückelhorn, Hay, & Stephan, 2014; Welker, 2012; Wilke u. a., 2011.

### 5.3 Performance der Unternehmen

Bei den Aktienindizes wird zwischen Kurs- und Performanceindex unterschieden. Der Kursindex (auch Preisindex, englisch price index) wird allein auf Basis der Aktienkurse berechnet und Dividendenausschüttungen oder Kapitalmaßnahmen werden bei der Indexberechnung nicht berücksichtigt. International werden die meisten Blue-Chip-Indizes wie der Dow Jones<sup>434</sup> als Preisindex berechnet. Beim Performanceindex (auch Total Return) werden Dividendenausschüttungen und Kapitalmaßnahmen wie zum Beispiel Erlöse durch Bezugsrechtsverkäufe bei der Berechnung der Indizes berücksichtigt. Der DAX wird als Performanceindex berechnet.<sup>435</sup>

Die folgende Abbildung gibt einen allgemeinen Überblick über die Performanceentwicklung des DAX 30 und des DAXplus Family 30 der letzten zehn Jahre. Die annualisierten Renditen und somit die Performance der Familienunternehmen ist über den Zeitraum deutlich höher als die Performance der Blue-Chip Unternehmen im DAX 30. Dieses ist sowohl bei den Preisindizes sowie bei den Total-Return Indizes gegeben.



**Abbildung 19: Geometrische Renditen p.a. DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005 bis 2014)**<sup>436</sup>

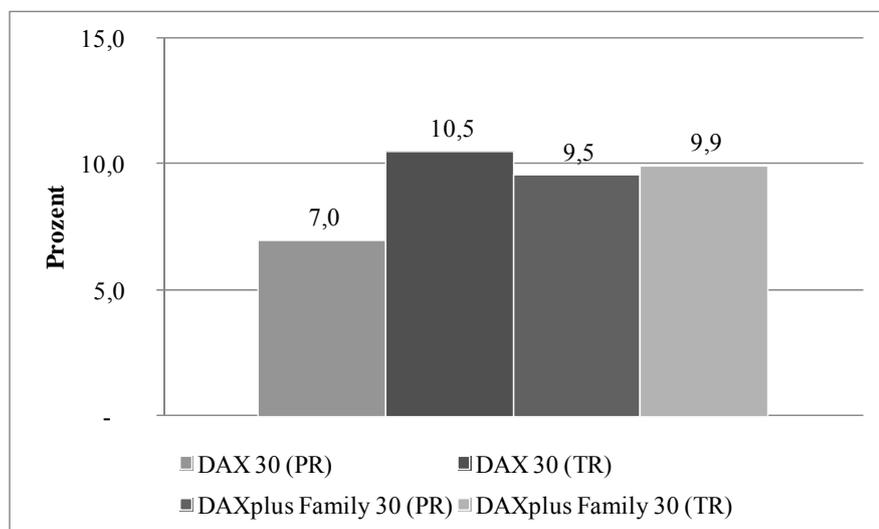
Die mittelfristige Performancebetrachtung der Indizes über einen fünfjährigen Zeitraum (2010-2015) bestätigt die bessere Kursentwicklung der Familienunternehmen. Die Entwicklung der Performanceindizes (TR) von DAX 30 und DAXplus Family 30 zeigen eine leicht höhere Performance des DAX 30. Da in den Performanceindizes neben den Kursentwicklungen auch Gewinnausschüttungen an die Shareholder berücksichtigt

<sup>434</sup> Der Dow Jones umfasst 30 amerikanische Unternehmen der New Yorker Stock Exchange.

<sup>435</sup> Vgl. Steiner u. a., 2012, S. 218–222.

<sup>436</sup> Eigene Berechnungen auf Basis Jahresschlusskurse, Daten aus Bloomberg.

werden, erscheinen höhere Dividendenzahlungen der DAX 30-Unternehmen im Zeitraum plausibel.



**Abbildung 20: Geometrische Renditen p.a. DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010 bis 2014)**<sup>437</sup>

Betrachtet man die Renditen der einzelnen Jahre, so liegen die Indexentwicklungen der Jahre 2010 und 2011 nah beieinander. Im Jahr 2012 performten die Bluechip-Unternehmen des DAX 30 deutlich besser als die Familienunternehmen. Die Jahre 2013 und 2014 sind von einer deutlich besseren Performance der Familienunternehmen gekennzeichnet. Im Jahr 2014 erreichte der DAXplus Family 30 (TR) zweistellige Wachstumsraten, während der DAX 30 nur negative bzw. niedrige einstellige Wachstumsraten aufweisen konnte.

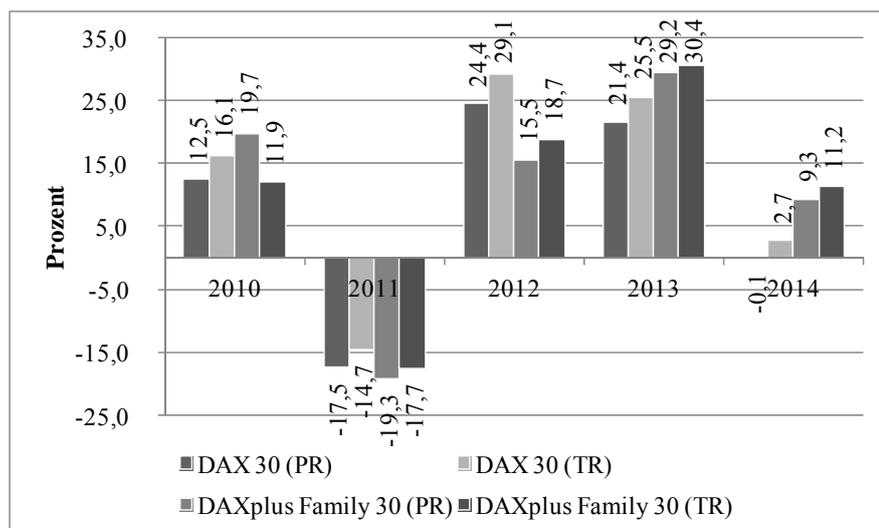
Die Entwicklungen der Indexrenditen spiegeln die Konjunktur der Volkswirtschaften wider. Im Rahmen der Finanzkrise im Sommer 2007 sanken die Aktienkurse an der Börse, ab 2008 wirkte sich die Krise auch auf die Realwirtschaft aus und die Aktienkurse brachen weltweit ein. Erst ab dem zweiten Quartal 2009 erholten sich die Börsen und somit auch der DAX 30 und DAXplus Family 30 wieder und führten zu einer guten Indexperformance im Jahr 2010.<sup>438</sup> Die Erholung war allerdings von relativ kurzer Dauer, aufgrund des Einbruchs der globalen Konjunktur und der Verschärfung der Eurokrise brachen die deutschen Börsen im Jahr 2011 ein. Erst der Eingriff der Europäischen

<sup>437</sup> Eigene Berechnungen auf Basis Jahresschlusskurse, Daten aus Bloomberg.

<sup>438</sup> Vgl. A.-C. Achleitner u. a., 2011, S. 53; Sommer u. a., 2013, S. 98–99.

Zentralbank durch Anleihenkaufprogramme führte zu einer Erholung der Börsenkurse im Jahr 2012.<sup>439</sup>

Die monetären Impulse der Zentralbank dominierten im Folgenden die Kursentwicklungen, während die weltweite Wirtschaftsabkühlung in den Hintergrund trat. Das erste Halbjahr in 2014 war bis dato sehr erfolgreich, der DAX 30 durchbrach erstmalig die 10.000 Punkte-Marke.<sup>440</sup>



**Abbildung 21: Renditen DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010 bis 2014)**<sup>441</sup>

Beim Vergleich der operativen Performance von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen anhand der Eigenkapitalrentabilität bzw. Return on Equity, schneiden Familienunternehmen besser ab als Nicht-Familienunternehmen. Auch ist zu erkennen, dass die drei im DAX vertretenen Familienunternehmen (Fresenius, Henkel, SAP) die DAX-Performance auch insgesamt heben. So beträgt der durchschnittliche Return on Equity der letzten zehn Jahre 12,1 Prozent. Berücksichtigt man die Familienunternehmen im DAX 30 nicht, sinkt der durchschnittliche Return on Equity auf 11,5 Prozent.

<sup>439</sup> Vgl. Lang & Kohl, 2013.

<sup>440</sup> Vgl. Röhl, 2015, S. 45.

<sup>441</sup> Eigene Berechnungen auf Basis Jahresschlusskurse, Daten aus Bloomberg.

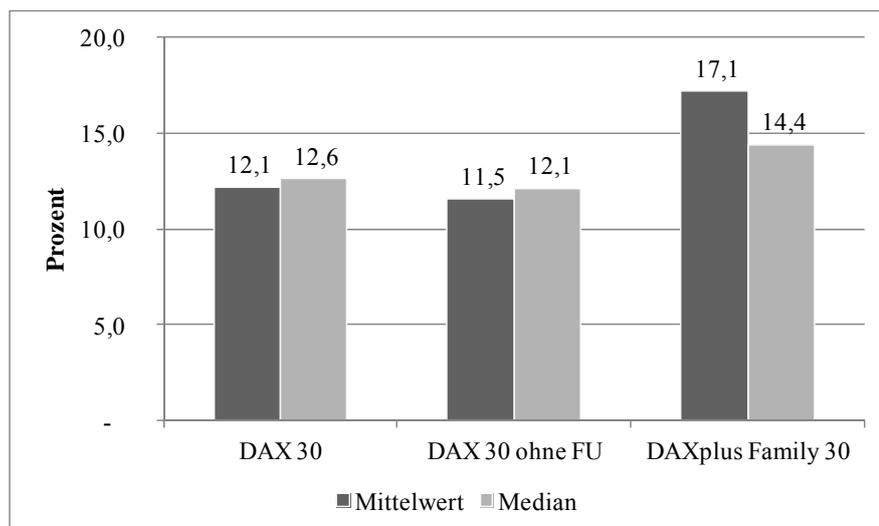


Abbildung 22: Return on Equity DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005-2014)<sup>442</sup>

Auch im Rahmen der kurzfristigen Betrachtung von 2010-2014 können die Familienunternehmen eine höhere Eigenkapitalrentabilität aufweisen. Hier verzinsen die Familienunternehmen das Eigenkapital im Mittel mit 16,8 Prozent, wohingegen die DAX 30-Unternehmen nur 11,7 Prozent erwirtschaften.

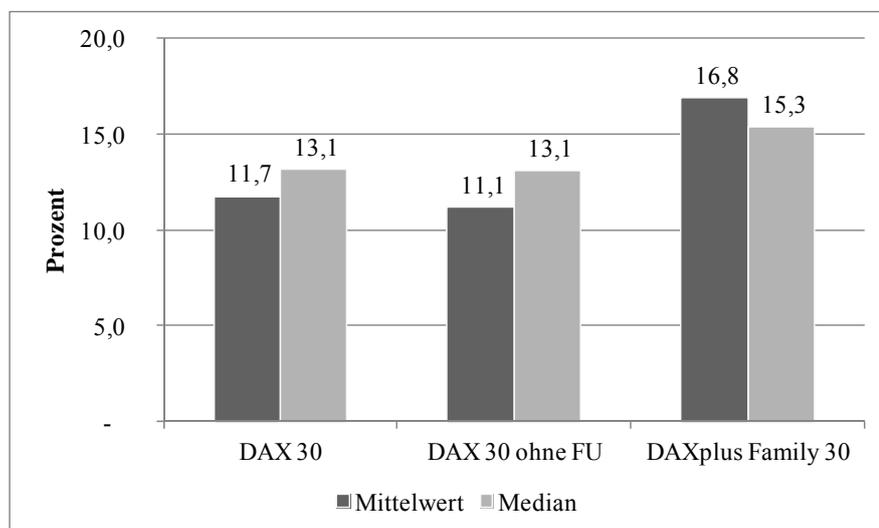
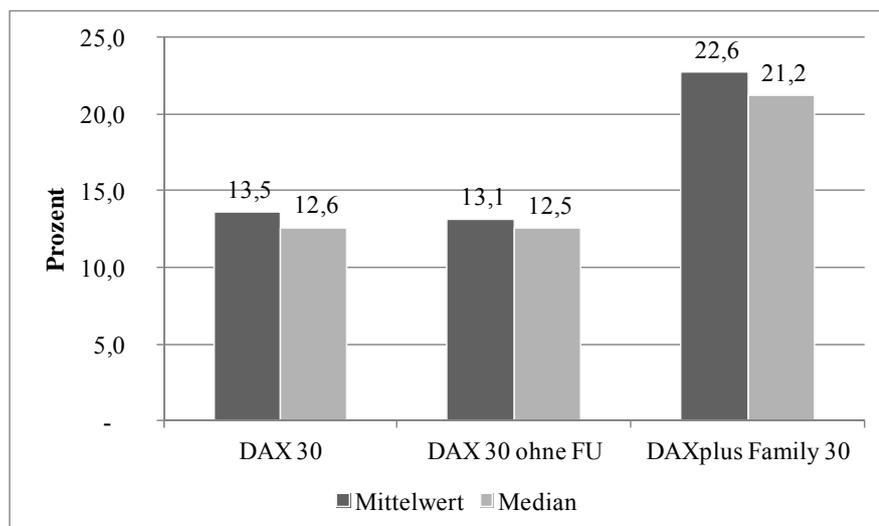


Abbildung 23: Return on Equity DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>443</sup>

Der Total Shareholder Return berücksichtigt als Performancemaße nicht nur die Kursentwicklungen, sondern auch die Gewinnausschüttungen an die Shareholder. Hier weisen die Familienunternehmen eine deutlich höhere Performance auf. So konnten sich DAX 30-Investoren über Renditen von über 13 Prozent erfreuen, wohingegen der Kapitaleinsatz bei Familienunternehmen mit über 22 Prozent honoriert wurde.

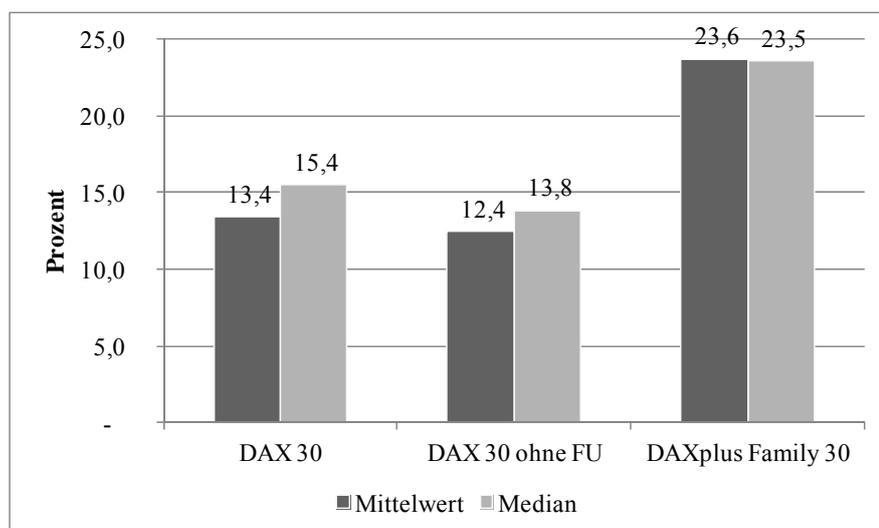
<sup>442</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>443</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.



**Abbildung 24: Total Shareholder Return DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005-2014)<sup>444</sup>**

Auch im Rahmen der fünfjährigen Betrachtung konnten diese Ergebnisse bestätigt werden. Hier lag der mittlere Total Shareholder Return der DAX 30-Unternehmen bei 13,4 Prozent, im Vergleich zu den 23,6 Prozent der Familienunternehmen.



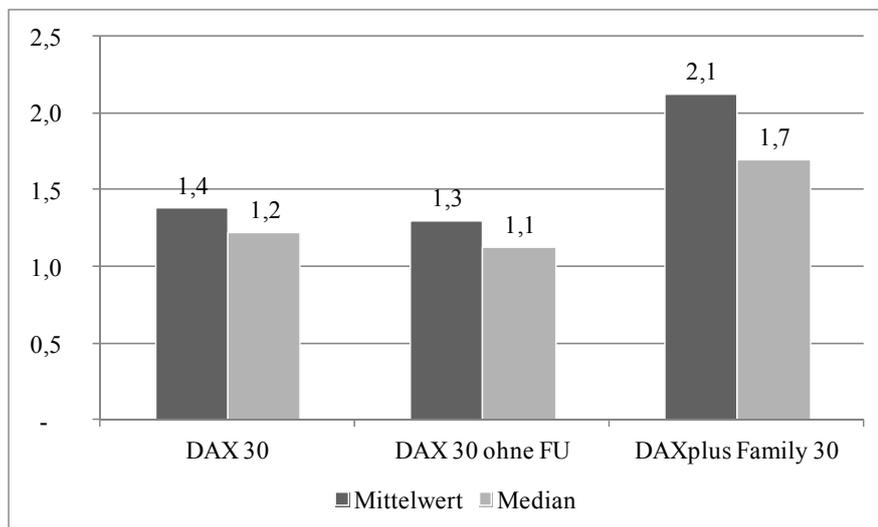
**Abbildung 25: Total Shareholder Return DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>445</sup>**

Auch die Berechnung des Tobin's q kann die bessere Performance von Familienunternehmen bestätigen. Ein Tobin's q um eins bedeutet, dass der Börsenwert in etwa der Summe des Unternehmensvermögens entspricht. Ein Wert über eins deutet darauf hin, dass das Unternehmen höhere Erträge erwirtschaftete, als aufgrund der Vermögenswerte zu erwarten wären bzw. haben die Investoren eine positive Erwartung bezüglich der zukünftigen Erträge. Sowohl DAX 30-Unternehmen als auch die Familienunternehmen

<sup>444</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

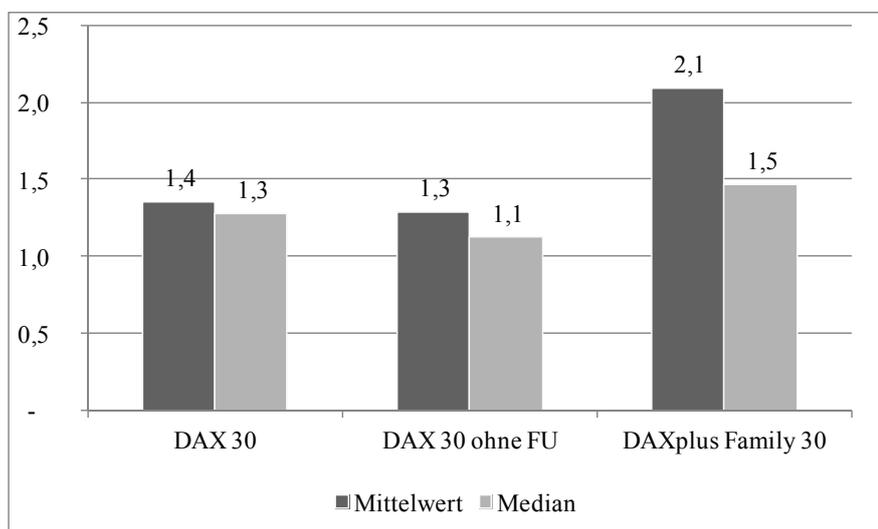
<sup>445</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

erzielten positive Werte. Auffällig ist aber das deutlich höhere Tobin's q der Familienunternehmen von 2,0 im Vergleich zu 1,3 der DAX 30-Unternehmen. Dies deutet auf eine bessere Performance, sowie auf positive Ertragserwartungen der Investoren der Familienunternehmen hin.



**Abbildung 26: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2005-2014)<sup>446</sup>**

Auch die kurzfristige Betrachtung des Tobin's q bestätigt die bessere Performance der Familienunternehmen.



**Abbildung 27: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>447</sup>**

Die Mittelwerte des Tobin's q geben die durchschnittlichen Werte wieder. Der Median (auch Zentralwert) ist der Wert, der die Gesamtheit aller Werte in zwei Hälften teilt.

<sup>446</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>447</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

Aufgrund der Abweichung von Median und Mittelwert kann auf eine schiefe Verteilung geschlossen werden.<sup>448</sup> Im vorliegenden Fall liegt eine rechtsschiefe Verteilung vor, der Median ist kleiner als der Mittelwert, somit erzielten einige wenige Unternehmen eine sehr hohe Rendite, der Großteil eine geringere Rendite.

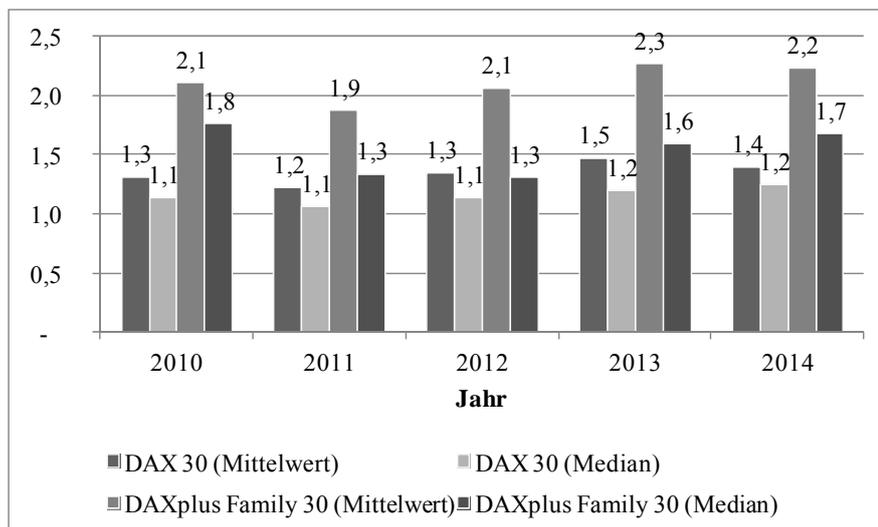


Abbildung 28: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 auf Jahresbasis (2010-2014)<sup>449</sup>

#### 5.4 Pay for Performance-Analyse

Basierend auf der Berechnungsmethode nach Schmidt bzw. Prinz & Schwalbach werden in der Analyse zwei Performancemaße betrachtet:<sup>450</sup>

- Nettowertschöpfung der Aktionäre,
- Nettoeigenkapitalrendite.

Die Bezeichnungen netto bzw. brutto beziehen sich dabei nicht auf eine Vor- oder Nach-Steuerbetrachtung, sondern reflektieren die Bereinigung der Performance um die erwartete Rendite (Eigenkapitalkosten) der Eigenkapitalgeber.<sup>451</sup>

Die Eigenkapitalkosten geben die von den Eigenkapitalgebern erwartete Mindestverzinsung der Einlage wieder. Diese wird in der Untersuchung mittels des CAPM dargestellt. Die Berechnung der Eigenkapitalkosten erfolgt individuell auf Basis des risikolosen Zinssatzes, eines Marktportfolios sowie des Betafaktors. Die folgende Übersicht zeigt

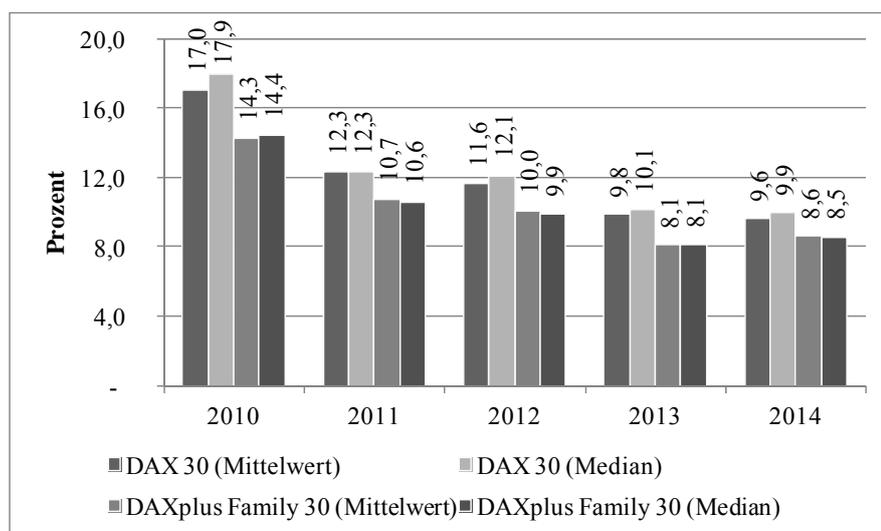
<sup>448</sup> Vgl. Schwarze, 2009, S. 60–66.

<sup>449</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>450</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

<sup>451</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

die durchschnittlichen Eigenkapitalkosten der DAX 30- sowie der DAXplus Family 30- Unternehmen. Auffällig sind hier die höheren Eigenkapitalkosten der DAX 30- Unternehmen, wo doch aufgrund der geringeren Krisenanfälligkeit und der Unternehmensgröße geringere Renditeforderungen zu erwarten wären. Eine Vermutung wäre die deutlich höhere Shareholder Value Orientierung der DAX-Unternehmen einerseits, bzw. das deutlich geringere implizierte Risiko der Familienunternehmen aufgrund der Konstante ‚Familie‘.



**Abbildung 29: Entwicklung der Eigenkapitalkosten (CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)**<sup>452</sup>

Das erste Performancemaß „Nettowertschöpfung der Aktionäre“ orientiert sich an dem Created Shareholder Value (CSV) von Fernandes 2002 in vereinfachter Form.<sup>453</sup>

Zur Berechnung ihres Created Shareholder Value gehen Fernández und Fernández/Villanueva wie folgt vor.<sup>454</sup> Um den geschaffenen Unternehmenswert zu erhalten, werden folgende Begriffe definiert: Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals, Shareholder Value Added, Shareholder Return sowie die geforderte Eigenkapitalrendite.<sup>455</sup>

Der Marktwert des Eigenkapital eines börsennotierten Unternehmens ist der Börsenkurs der Aktien multipliziert mit der Anzahl der Aktien des Unternehmens. Um die Erhöhung bzw. Veränderung des Marktwertes des Eigenkapitals zu ermitteln, wird die Diffe-

<sup>452</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>453</sup> Vgl. Fernández & Villanueva, 2005, S. 1–2; Fernández, 2002, S. 4–9.

<sup>454</sup> Vgl. Fernández, Carabias, Aznarez, & Carbonell López, 2007, S. 3–4; Fernández & Villanueva, 2005, S. 1–2.

<sup>455</sup> Vgl. Largani, Kaviani, & Abdollahpour, 2012.

renz zwischen der Marktkapitalisierung eines Unternehmens am Ende und am Anfang einer Betrachtungsperiode ermittelt.<sup>456</sup>

Der Shareholder Value Added ist die Differenz der Bruttounternehmenswerte zweier aufeinander folgender Perioden,<sup>457</sup> das heißt, die Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals wird um Dividendenzahlungen erhöht, sowie um angefallene Kapitalmaßnahmen berichtigt.<sup>458</sup> Nach Fernandez ergibt sich die Berechnung wie folgt:

$$\begin{aligned} SVA = & \text{Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals} \\ & + \text{Dividendenzahlungen der Periode} \\ & - \text{Ausgaben für Kapitalerhöhungen} \\ & + \text{weitere Zahlungen an die Aktionäre (Aktienrückkäufe, ect.)} \\ & - \text{gewandelte Wandelschuldverschreibungen} \end{aligned}$$

**Formel 6: Berechnung Shareholder Value Added nach Fernandez<sup>459</sup>**

Der Shareholder Return ist der Shareholder Value Added einer Periode dividiert durch den Marktwert des Eigenkapitals am Anfang der Periode.<sup>460</sup>

$$\text{Shareholder Return} = \frac{\text{Shareholder Value Added}}{\text{Marktwert des Eigenkapitals}}$$

**Formel 7: Berechnung Shareholder Return nach Fernandez<sup>461</sup>**

Eine alternative Berechnungsmethode der Aktienrendite, sprich des Total Shareholder Return (TSR), kann wie folgt dargestellt werden:

$$\text{Aktienrendite (TSR)} = \frac{(\text{Endaktienkurs} - \text{Anfangsaktienkurs}) + \text{Dividenden}}{\text{Anfangsaktienkurs}}$$

**Formel 8: Berechnung der Aktienrendite (TSR)<sup>462</sup>**

<sup>456</sup> Vgl. Fernández & Villanueva, 2005; Fernández, 2002, S. 4.

<sup>457</sup> Vgl. Rappaport, 1986, S. 50–80; Weißenberger, 2009, S. 6.

<sup>458</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

<sup>459</sup> Vgl. Fernández, 2002, S. 4–6.

<sup>460</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

<sup>461</sup> Vgl. Fernández, 2002, S. 6–7.

<sup>462</sup> Vgl. Burgman & Van Clieaf, 2012, S. 2.

---

Der Total Shareholder Return misst den Anlageerfolg (Performance) einer Aktienanlage und berücksichtigt die im Zeitraum angefallenen Dividendenzahlungen sowie eingetretene Kurssteigerungen. Da der Total Shareholder Return auch Aktienkursverluste abbildet, kann diese Kennzahl auch negativ werden.<sup>463</sup>

Somit repräsentiert die Nettowertschöpfung der Aktionäre die relative Wertschöpfung der Aktionäre nach Abzug der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber. Da sich in der Marktkapitalisierung bzw. in den Aktienkursen der Unternehmen die vom Markt eingepreisten Erwartungen widerspiegeln, kann die Nettowertschöpfung als ex-ante-Indikator für die Performance betrachtet werden. Dabei wird zuerst die Marktkapitalisierung des Unternehmens am Anfang der Betrachtungsperiode von der Marktkapitalisierung am Ende der Periode subtrahiert und um erfolgte Dividendenzahlungen erhöht und anschließend in Relation zur Marktkapitalisierung am Anfang der Betrachtungsperiode gesetzt.<sup>464</sup> Für die hier durchgeführte Berechnung wurden nicht die Marktkapitalisierung, sondern die Anfangs- und Endaktienkurse sowie die Dividendenzahlung je Aktie genutzt. Dies entspricht dem Total Shareholder Return. Von der so berechneten Bruttowertschöpfung wurden die geschätzten unternehmensspezifischen Eigenkapitalkosten der Betrachtungsperiode subtrahiert, um die Nettowertschöpfung der Aktionäre zu erhalten. Dadurch erfolgt eine Bereinigung der Unternehmensperformance um die von den Shareholdern erwartete Mindestrendite.<sup>465</sup>

Im betrachteten Zeitraum (2010-2014) liegt die Nettowertschöpfung der Shareholder der Familienunternehmen in den Jahren 2010, 2013 und 2014 im Mittel deutlich über der Nettowertschöpfung der DAX 30-Unternehmen. 2010 und 2013 war die Nettowertschöpfung der Familienunternehmen mehr als dreimal so hoch als die der Nicht-Familienunternehmen. Im Jahr 2011 lagen beide Gruppen auf einem ähnlich negativen Niveau, 2012 erreichten die Nicht-Familienunternehmen eine leicht höhere Performance. In der letzten Betrachtungsperiode erwirtschafteten die Nicht-Familienunternehmen eine negative Wertschöpfung, während die Familienunternehmen eine fast zweistellige positive Nettowertschöpfung erreichen konnten.

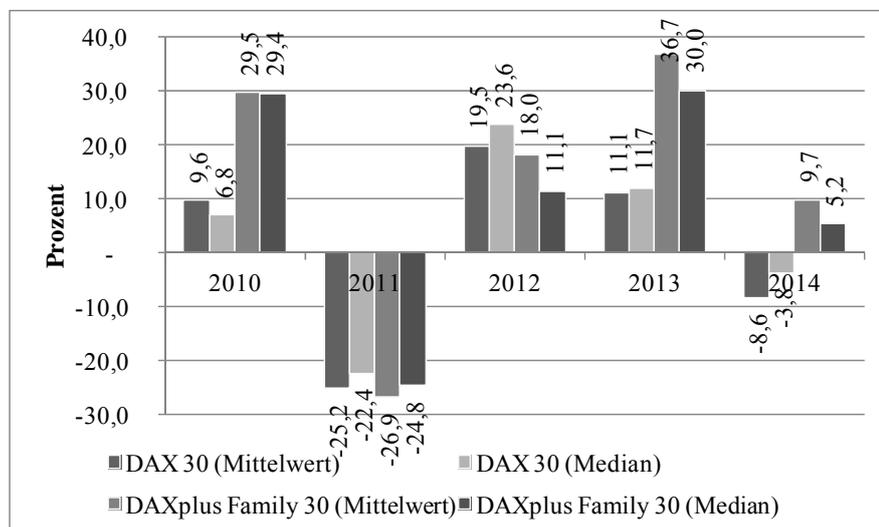
---

<sup>463</sup> Vgl. Burgman & Van Clieaf, 2012, S. 26–28.

<sup>464</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

<sup>465</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

Die negative Nettowertschöpfung im Jahr 2011 ist vor allem auf die schlechte allgemeine Börsenperformance zurückzuführen, welche mit der schlechten globalen Konjunktur und der Verschärfung der Eurokrise zu erklären ist.

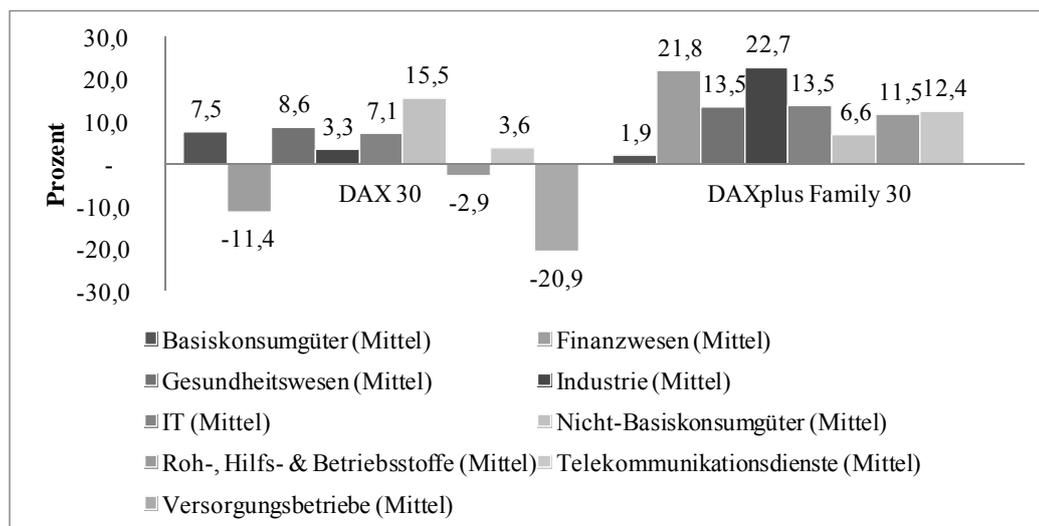


**Abbildung 30: Nettowertschöpfung (TSR-CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>466</sup>**

Betrachtet man die Nettowertschöpfung der DAX 30-Unternehmen nach Sektoren so ist auffällig, dass die Sektoren Finanzwesen und Versorgungsbetriebe zweistellige negative Renditen erwirtschafteten. Zweistellige positive Renditen konnte nur der Sektor Nicht-Basiskonsumgüter mit 15,5 Prozent erwirtschaften.

Demgegenüber erzielten alle Sektoren des DAXplus Family 30-Index positive, meist zweistellige Renditen im Betrachtungszeitraum. Nur die Sektoren Basiskonsumgüter und Nicht-Basiskonsumgüter erzielten mit 1,9 Prozent und 6,6 Prozent nur einstellige Renditen.

<sup>466</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.



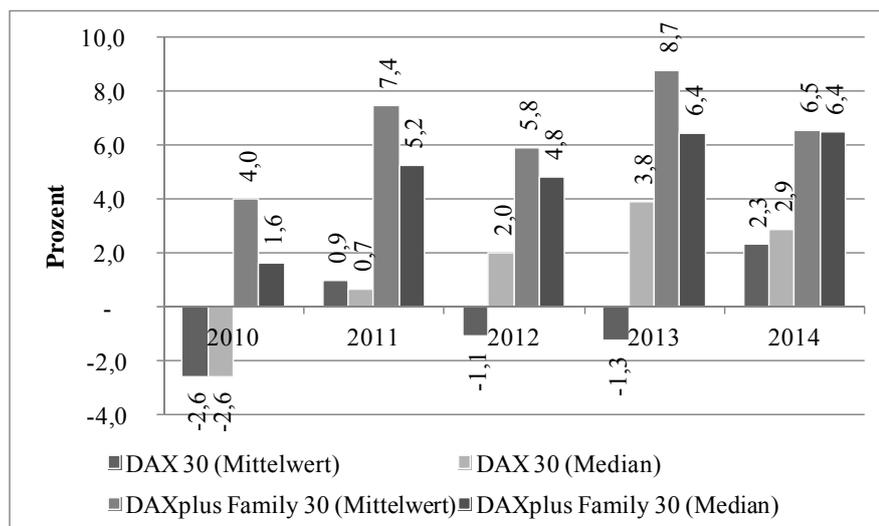
**Abbildung 31: Nettowertschöpfung (TSR-CAPM) DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren**<sup>467</sup>

Die Nettoeigenkapitalrendite als zweiter Indikator berechnet sich, in dem der Konzernjahresüberschuss durch das während der Periode betrachtete bilanzielle Eigenkapital dividiert wird. Dabei handelt es sich um einen ex-post Indikator der Unternehmensperformance, da dieses Maß auf nachlaufenden Rechnungslegungsdaten beruht. Die Eigenkapitalrendite bzw. Return on Equity zeigt, wie sich das Eigenkapital eines Unternehmens in der Periode verzinst hat. Anhand dieser kann der Shareholder erkennen, ob sich seine Investitionen in das Unternehmen rentiert hat. Die Shareholder erwarten für ihre Investitionen eine Mindestverzinsung, welche das unternehmensspezifische Risiko berücksichtigt. Daher wird die Eigenkapitalrendite um die geschätzten Eigenkapitalkosten der Periode korrigiert, um so die Nettoeigenkapitalrendite zu erhalten.<sup>468</sup>

Die Nettoeigenkapitalrenditen der Familienunternehmen liegen im betrachteten Zeitraum durchweg im positiven Bereich und deutlich über den durchschnittlichen Renditen der DAX-Unternehmen. In den Jahren 2010, 2012 und 2013 erwirtschafteten die DAX-Unternehmen im Mittel negative Renditen.

<sup>467</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>468</sup> Vgl. De Wet & Du Toit, 2007, S. 60–61; Prinz & Schwalbach, 2011, S. 143.

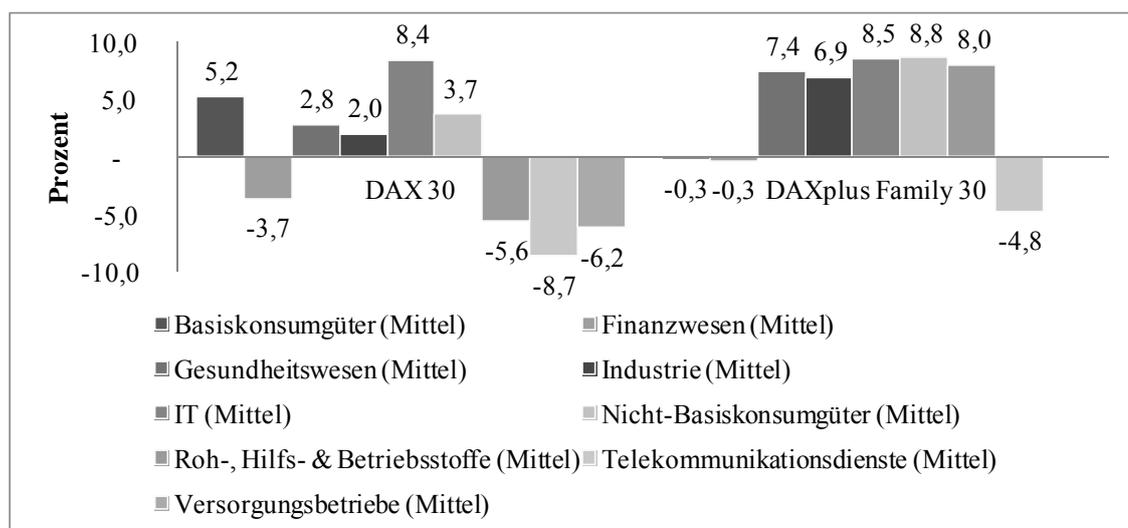


**Abbildung 32: Nettoeigenkapitalrendite (RoE-CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>469</sup>**

Die Sektoranalyse der Nettoeigenkapitalrenditen der DAX 30-Unternehmen ergab hingegen ein heterogenes Bild: insbesondere die Sektoren Basiskonsumgüter und IT erzielten Eigenkapitalrenditen, die deutlich über den Forderungen der Eigenkapitalgeber lagen. Die Sektoren Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe, Telekommunikationsdienste und Versorgungsbetriebe konnten dagegen die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber nicht erfüllen.

Bei den Sektoren der DAXplus Family 30-Unternehmen konnten, außer bei den Telekommunikationsdiensten, die Renditeerwartungen durchgängig erfüllt (Basiskonsumgüter und Finanzwesen) bzw. deutlich übertroffen werden (restliche Sektoren). Die negative Performance der Telekommunikationsdienste ist auf die Performance der QSC AG als einziges Unternehmen des Sektors zurückzuführen.

<sup>469</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.



**Abbildung 33: Nettoeigenkapitalrendite (RoE-CAPM) DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren<sup>470</sup>**

Die Methodik der Pay for Performance-Analyse wurde von Schmidt<sup>471</sup> entwickelt und von Schwalbach<sup>472</sup> weitergeführt und fußt auf einer simplen Überlegung: nur die Unternehmen steigern das Vermögen ihrer Shareholder, die eine höhere Kapitalrendite erwirtschaften als sie an den Kapitalmärkten dafür ausgeben müssen.<sup>473</sup> Die Nettowertschöpfung und die Nettoeigenkapitalrendite werden in der folgenden Tabelle dargestellt.

<sup>470</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>471</sup> Reinhart Schmidt (\*1940 in Halle (Saale); † 2008 ebenda) war deutscher Professor für Betriebswirtschaftslehre (Universität Halle Wittenberg). Er führte in Zusammenarbeit mit dem Manager Magazin regelmäßig empirische Untersuchungen zu den Themen „Pay for Performance“ und „Wertschöpfung“ von deutschen und europäischen Aktiengesellschaften durch. Vgl. Schmidt, 2004, o.S.

<sup>472</sup> Joachim Schwalbach (\*1948 in Schwäbisch Hall) ist ein deutscher Betriebswirt. Seine Forschungsgebiete umfassen die wirtschaftlich wie gesellschaftlich relevanten Themen der Corporate Governance und Corporate Social Responsibility und den ehrbaren Kaufmann. Vgl. Schwalbach, Baerns, & Raupp, 2000, o.S. Schwalbach & Klink, 2012, o.S. Schwalbach, 2011, o.S.

<sup>473</sup> Vgl. Hetzer, Palan, & Papendick, 2002, o.S.

**Tabelle 6: Nettowertschöpfung und Nettoeigenkapitalrendite DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)**<sup>474</sup>

Nettowertschöpfung (TSR - CAPM) in Prozent						
Index	Parameter	2010	2011	2012	2013	2014
DAX 30	(Mittelwert)	9,61	-25,23	19,55	11,05	-8,59
	(Median)	6,83	-22,41	23,63	11,68	-3,76
DAXplus Family 30	(Mittelwert)	29,51	-26,89	18,02	36,72	9,74
	(Median)	29,44	-24,77	11,15	29,97	5,22

Nettoeigenkapitalrendite (RoE - CAPM) in Prozent						
Index	Parameter	2010	2011	2012	2013	2014
DAX 30	(Mittelwert)	-2,59	0,94	-1,09	-1,28	2,29
	(Median)	-2,62	0,66	2,00	3,85	2,87
DAXplus Family 30	(Mittelwert)	3,97	7,42	5,85	8,74	6,51
	(Median)	1,61	5,20	4,78	6,40	6,45

Ausgehend von der Nettowertschöpfung und der Nettoeigenkapitalrendite werden die Überrenditen der Börse (TSR-CoE) sowie die fundamentale Überrendite (RoE-CoE) ermittelt und standardisiert.

#### Standardisierung Überrendite Börse

$$= \frac{(TSR - CoE)^{Unternehmen\ k} - Median (TSR - CoE)^{Index}}{interquartile\ Range (TSR - CoE)^{Index}}$$

**Formel 9: Standardisierung Überrendite Börse**<sup>475</sup>

#### Standardisierung fundamentale Überrendite

$$= \frac{(RoE - CoE)^{Unternehmen\ k} - Median (RoE - CoE)^{Index}}{interquartile\ Range (RoE - CoE)^{Index}}$$

**Formel 10: Standardisierung fundamentale Überrendite**<sup>476</sup>

Im nächsten Schritt werden die Überrenditen gewichtet und der relative Performance-Gesamtwert (RPGW) ermittelt.

$$RPGW = std. \ddot{U}R^{fund.} \times \frac{2}{3} + std. \ddot{U}R^{Börse} \times \frac{1}{3}$$

**Formel 11: Relativer Performance-Gesamtwert**<sup>477</sup>

<sup>474</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

<sup>475</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 187–188.

<sup>476</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 187–188.

Anschließend erfolgt die Ermittlung des Vergütungsabweichungsfaktors (VGAF). Dieser setzt die Gesamtdirektvergütung des Vorstandsvorsitzenden ins Verhältnis zur durchschnittlichen Vergütung des Index.

$$VGAF = \frac{GDV^{VV}}{\overline{GDV^{VV} \text{ des Index}}}$$

**Formel 12: Vergütungsabweichungsfaktor<sup>478</sup>**

Danach erfolgt die Berechnung des Pay for Performance-Indikators.

$$\begin{aligned} &\rightarrow \text{wenn } RPGW > 0, \text{ dann } \frac{RPGW}{VGAF} \\ &\rightarrow \text{wenn } RPGW < 0, \text{ dann } \frac{RPGW}{\frac{1}{VGAF}} \end{aligned}$$

**Formel 13: Pay for Performance-Indikator<sup>479</sup>**

Abschließend erfolgt die Normierung aller Indikatoren auf einer Skala von 1 bis 100 mit anschließender absteigender Sortierung.

$$PfP \text{ Skala} = \frac{|\overline{PfP}^{Index}| + PfP^{Unternehmen k}}{(Max. PfP^{Index} - Min. PfP^{Index})} \times 100$$

**Formel 14: Pay for Performance-Skala<sup>480</sup>**

Die Pay for Performance-Analyse der DAX 30-Unternehmen zeigt, dass Fresenius, die Deutsche Börse, die Deutsche Post, Beiersdorf und Fresenius Medical Care ihre Vorstandsvorsitzenden leistungsgerecht entlohnt haben. Insbesondere die Fresenius SE lag in den fünf Jahren immer unter den zehn besten Unternehmen.

---

<sup>477</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 187–188.

<sup>478</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 187–188.

<sup>479</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 187–188.

<sup>480</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 187–188.

Die Deutsche Bank, ThyssenKrupp, E.ON, HeidelbergCement und die Allianz gehören zu den Schlusslichtern im Untersuchungszeitraum. Hier wurden im Verhältnis zum Index zu hohe Vergütungen an die Vorstandsvorsitzenden gezahlt, die nicht durch eine entsprechende Unternehmensperformance fundiert waren.

Interessant ist auch die Performance der drei Familienunternehmen im DAX: Fresenius SE, Henkel und SAP. Fresenius lag in den Jahren 2010 und 2011 auf Platz fünf und vier, 2014 auf Platz zwei im Ranking. Ausreißer waren die Jahre 2012 und 2013 mit den Plätzen 16 und 15. Die Pay for Performance-Indikatoren von Henkel zeichnen hingegen sich im Untersuchungszeitraum durch ihre Konstanz aus. Henkel lag in den Jahren 2010-2014 auf den Plätzen acht bis elf. Eine ähnliche Konstanz ist bei SAP zu beobachten, das Unternehmen lag im Ranking immer zwischen den Positionen sechs und dreizehn.

**Tabelle 7: Pay for Performance-Analyse DAX 30 (2010-2014)<sup>481</sup>**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	PPF	Position								
ADIDAS AG NA O.N.	49,5	14	69,7	13	73,6	17	86,1	3	61,4	24
ALLIANZ SE VNA O.N.	31,4	27	44,0	26	68,2	21	72,2	18	79,5	19
BASF SE NA O.N.	60,5	7	78,1	7	78,8	11	76,9	10	83,2	13
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	57,0	9	70,2	12	77,3	14	75,3	14	82,4	16
BAYER AG NA	27,9	28	64,6	18	75,5	15	81,8	6	86,8	6
BEIERSDORF AG O.N.	46,8	17	85,3	5	84,0	5	84,8	4	85,7	8
COMMERZBANK AG	44,5	19	58,1	21	67,2	24	67,9	23	71,7	22
CONTINENTAL AG O.N.	42,4	21	68,1	14	100,0	1	97,4	2	96,8	5
DAIMLER AG NA O.N.	36,9	26	48,4	23	72,7	18	79,7	9	83,0	14
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	1,0	30	37,1	28	24,4	29	15,6	29	1,0	30
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	41,0	23	100,0	1	84,4	4	81,7	7	100,0	1
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	61,1	6	64,4	19	81,2	6	100,0	1	86,4	7
DT.TELEKOM AG NA	39,3	24	54,4	22	46,8	28	73,6	17	83,0	15
E.ON SE NA	44,4	20	34,4	29	54,9	27	59,8	26	51,2	29
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	62,2	5	89,3	4	74,4	16	75,1	15	97,6	2
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	70,6	4	98,8	3	81,2	7	84,0	5	97,4	3
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	22,9	29	44,4	25	64,0	25	66,9	24	64,0	23
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	59,0	8	72,5	10	79,3	10	80,2	8	85,0	11
INFINEON TECH.AG NA O.N.	91,8	2	99,6	2	70,2	19	72,1	19	85,6	9
K+S AG NA O.N.	72,9	3	67,5	15	80,1	9	69,4	22	79,5	18
LANXESS AG	100,0	1	75,9	8	87,7	3	58,4	27	53,1	28
LINDE AG O.N.	48,4	15	66,4	16	68,2	22	71,6	20	76,8	20
LUFTHANSA AG VNA O.N.	52,6	13	47,1	24	88,1	2	70,4	21	60,6	25
MERCK KGAA O.N.	41,2	22	74,5	9	67,7	23	76,5	12	55,5	27
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	45,8	18	58,2	20	77,8	12	74,9	16	81,6	17
RWE AG ST O.N.	54,2	12	41,6	27	63,5	26	40,5	28	97,4	4
SAP SE O.N.	55,0	10	78,8	6	77,4	13	76,5	11	84,0	12
SIEMENS AG NA	48,0	16	65,9	17	68,4	20	75,6	13	85,2	10
THYSSENKRUPP AG O.N.	38,7	25	1,0	30	1,0	30	1,0	30	76,3	21
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	54,5	11	70,7	11	80,6	8	63,5	25	58,0	26

Bei den Familienunternehmen im DAXplus Family 30 Index stechen fünf Unternehmen hervor: United Internet, Nemetschek, Rational, Fuchs Petrolub und CTS Eventim. Diese lagen im Untersuchungszeitraum immer unter den zehn besten des Rankings.

<sup>481</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

Zu den Verlierern des Rankings zählen die Metro, Ströer, Wacker Chemie, Wacker Neuson, Krones und ElringKlinger. Insbesondere die Metro und Ströer können die Vergütung ihrer Vorstandsvorsitzenden nicht mit der erreichten Unternehmensperformance begründen.

Interessant sind auch die Rankings der drei im DAX 30 vertretenen Familienunternehmen. Zählten Fresenius, Henkel und SAP im DAX 30 zu den Topperformern und zeichneten sich durch Konstanz aus, finden sie sich hierbei im Vergleich zu den anderen Familienunternehmen nur im Mittelfeld wieder. Dies scheint in der guten Performance der anderen Familienunternehmen begründet zu liegen.

**Tabelle 8: Pay for Performance-Analyse DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>482</sup>**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	PfP	Position								
A.SPRINGER SE VNA	16,8	14	9,0	18	7,8	27	4,5	25	20,0	9
BECHTLE AG O.N.	14,6	16	8,7	19	12,3	17	7,2	13	17,7	15
CEWE STIFT.KGAA O.N.	18,3	12	12,3	10	12,4	16	9,2	7	16,8	19
CTS EVENTIM KGAA	32,3	6	14,2	7	18,1	6	10,0	6	19,7	10
DUERR AG O.N.	8,5	25	13,0	9	27,1	3	8,1	10	19,4	12
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	13,3	20	8,1	20	12,2	18	5,5	21	13,0	26
FIELMANN AG O.N.	18,8	10	11,9	11	13,6	12	7,3	12	17,8	14
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	15,7	15	10,3	15	13,5	13	5,7	20	16,5	21
FUCHS PETROLUB SE O.N.	33,3	5	17,0	5	21,1	5	8,9	9	20,8	8
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	22,9	9	10,8	13	15,4	9	4,6	23	16,7	20
GFT TECHNOLOGIES SE	24,4	8	7,6	21	12,2	19	12,2	4	34,5	4
GRENKELEASING AG NA O.N.	13,5	18	11,2	12	15,2	10	5,9	18	20,9	7
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	10,8	22	9,0	17	13,4	14	6,2	14	15,5	23
KRONES AG O.N.	6,5	27	4,0	26	10,3	24	5,9	19	19,5	11
MANZ AG	9,0	24	7,0	24	10,4	23	11,3	5	11,7	27
METRO AG ST O.N.	3,2	28	1,7	29	1,0	30	1,0	30	1,0	30
NEMETSCHKE AG O.N.	64,7	2	20,9	4	30,5	2	24,5	2	44,4	2
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	9,3	23	7,2	23	17,4	7	5,3	22	18,1	13
QSC AG NA O.N.	28,3	7	7,5	22	12,0	20	9,2	8	13,2	25
RATIONAL AG	38,4	4	25,9	3	26,7	4	15,1	3	26,2	5
SAP SE O.N.	11,8	21	10,4	14	13,1	15	6,1	16	16,3	22
SIXT SE ST O.N.	14,3	17	1,8	28	9,4	25	6,1	15	17,3	17
SMA SOLAR TECHNOL.AG	100,0	1	14,9	6	11,0	22	4,6	24	1,5	29
SOFTWARE AG O.N.	18,7	11	9,5	16	11,8	21	1,9	28	8,5	28
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	17,1	13	26,1	2	15,2	11	6,0	17	38,0	3
STROER SE	1,0	30	1,0	30	3,5	29	1,9	29	17,6	16
SYMRISE AG INH. O.N.	13,3	19	13,4	8	15,9	8	7,6	11	21,3	6
UTD.INTERNET AG NA	44,7	3	100,0	1	100,0	1	100,0	1	100,0	1
WACKER CHEMIE O.N.	6,5	26	3,5	27	4,6	28	2,1	26	13,9	24
WACKER NEUSON NA O.N.	2,8	29	6,1	25	7,8	26	2,1	27	16,9	18

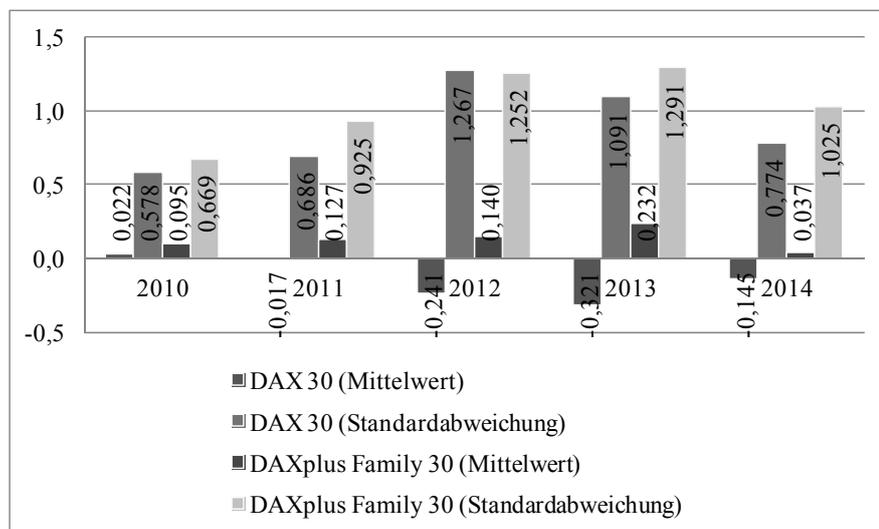
Im Zusammenhang mit dem Ranking sind der relative Performance-Gesamtwert und insbesondere der Vergütungsabweichungsfaktor näher zu betrachten. Der RPGW setzt sich zu zwei Dritteln aus der standardisierten fundamentalen Überrendite (Nettoeigenkapitalrendite) und nur zu einem Drittel aus der standardisierten Überrendite der Börse (Nettowertschöpfung der Aktionäre) zusammen und bemisst somit der Nettoeigenkapitalrendite einen höheren Stellenwert. Verfolgen die Shareholder strategische Ziele beim

<sup>482</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

Aktienwerb, kann man davon ausgehen, dass der Aktienwert dem Barwert der zukünftigen Dividenden entspricht. Der Wert des Eigenkapitals wird somit aus dem den Shareholdern zufließenden Dividendenzahlungen bestimmt, welche sich aus den Gewinnen des Unternehmens ableiten und sich in der Eigenkapitalrentabilität widerspiegeln.<sup>483</sup> Dementsprechend kann die höhere Gewichtung nachvollzogen werden.

Die Standardabweichung misst die Streuungen der Werte. Somit wird erkenntlich, wie unterschiedlich die Werte in den Variablen sind. Wären die Werte identisch, hätte die Standardabweichung einen Wert von null. Je größer der Wert der Standardabweichung, umso stärker ist auch die Streuung der Werte.<sup>484</sup>

Beim relativen Performance-Gesamtwert weisen die Familienunternehmen bis auf das Jahr 2012 eine höhere Standardabweichung auf. Die Mittelwerte der Familienunternehmen liegen in jedem Jahr des betrachteten Zeitraums über denen der Nicht-Familienunternehmen. Daher kann auf eine bessere Performance, gemessen am relativen Performance-Gesamtwert, der Familienunternehmen geschlossen werden.



**Abbildung 34: Mittelwerte und Standardabweichungen des RPGW<sup>485</sup>**

Die Darstellung des relativen Performance-Gesamtwertes nach Sektoren zeigt für die Familien- und die Nicht-Familienunternehmen eine positive Performance der Sektoren Gesundheitswesen, Industrie, IT und Nicht-Basiskonsumgüter. Bei den DAX 30-Unternehmen verfehlten insbesondere die Versorgungsbetriebe die Performanceziele,

<sup>483</sup> Vgl. Gordon, 1959.

<sup>484</sup> Vgl. Schwarze, 2009, S. 78–83.

<sup>485</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

weiterhin konnten Unternehmen des Finanzwesens, aus dem Bereich Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe sowie Telekommunikationsdienste keinen positiven relativen Performance-Gesamtwert erwirtschaften.

Die Sektoren Basis Konsumgüter, Finanzwesen und Telekommunikationsdienste des DAXplus Family 30-Index erzielten negative Renditen.

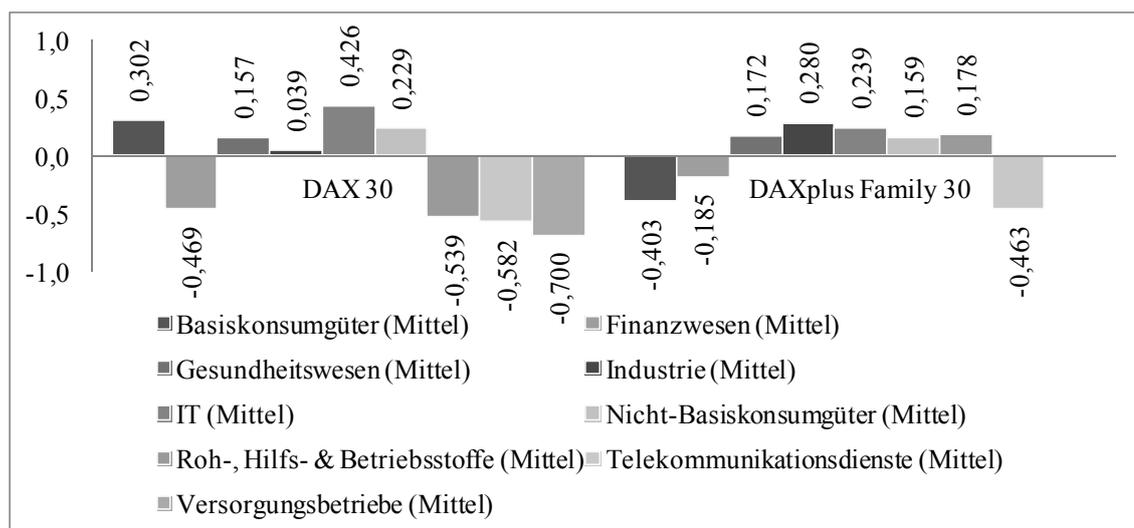


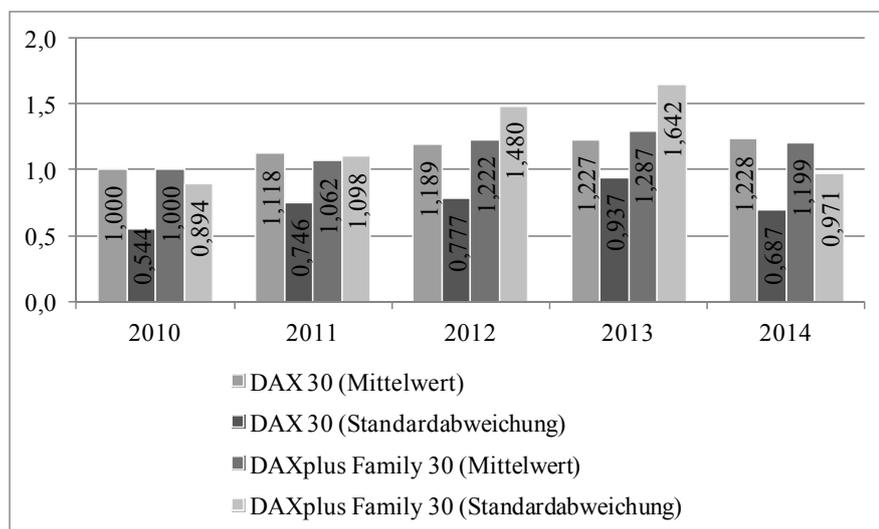
Abbildung 35: Mittelwerte des RPGW DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren<sup>486</sup>

Der VGAF setzt die Gesamtdirektvergütung des Vorstandsvorsitzenden des Unternehmens ins Verhältnis zur durchschnittlichen Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden des Indizes. Diese Berechnungsmethode stellt nur die Abweichungen zur performancegerechten Vergütung dar. Erhält ein Vorstandsvorsitzender eine sehr geringe Gesamtdirektvergütung im Vergleich zum Index wirkt sich dies positiv auf den Pay for Performance-Indikator aus, berücksichtigt aber noch nicht die leistungsgerechte Bezahlung. Diese Problematik wird im Rahmen der Fair Pay-Analyse weiter aufgegriffen.

Insbesondere bei den Familienunternehmen ist kein homogenes Bild der Bezahlung der Vorstandsvorsitzenden zu erkennen. Nicht nur das die durchschnittlichen Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden der Familienunternehmen nur der Hälfte der Vergütungen der DAX 30-Unternehmen entsprechen, so sind auch die unterschiedlichen Höhen der Gesamtdirektvergütungen der Familienunternehmen deutlich erkennbar. Dies spiegelt sich in der Standardabweichung des Vergütungsabweichungsfaktors wider.

<sup>486</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

Die Mittelwerte des Vergütungsabweichungsfaktors liegen bei den Familien- und Nicht-Familienunternehmen auf ähnlichem Niveau. Die Standardabweichung des Vergütungsabweichungsfaktors bei den Familienunternehmen ist aber deutlich höher, was auf heterogene Vergütungen in dieser Gruppe schließen lässt.



**Abbildung 36: Mittelwerte und Standardabweichungen des VGAF<sup>487</sup>**

Ein Vergütungsabweichungsfaktor von größer eins sagt aus, dass der Vorstandsvorsitzende besser als der Durchschnitt bezahlt wird. Betrachtet man den Vergütungsabweichungsfaktor nach Sektoren, so ist ersichtlich, dass das Finanzwesen, die Industrie, IT, Nicht-Basiskonsumgüter und Versorgungsbetriebe deutlich besser als der Durchschnitt zahlen.

Bei DAXplus Family 30-Unternehmen fällt die hohe Vergütung in den Sektoren Basiskonsumgüter und Nicht-Basiskonsumgüter auf. Betrachtet man die Zusammensetzung des Sektors Basiskonsumgüter, so setzt sich dieser aus zwei der vier größten Unternehmen des Indices (gemessen an Marktkapitalisierung und Bilanzsumme) zusammen.

<sup>487</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

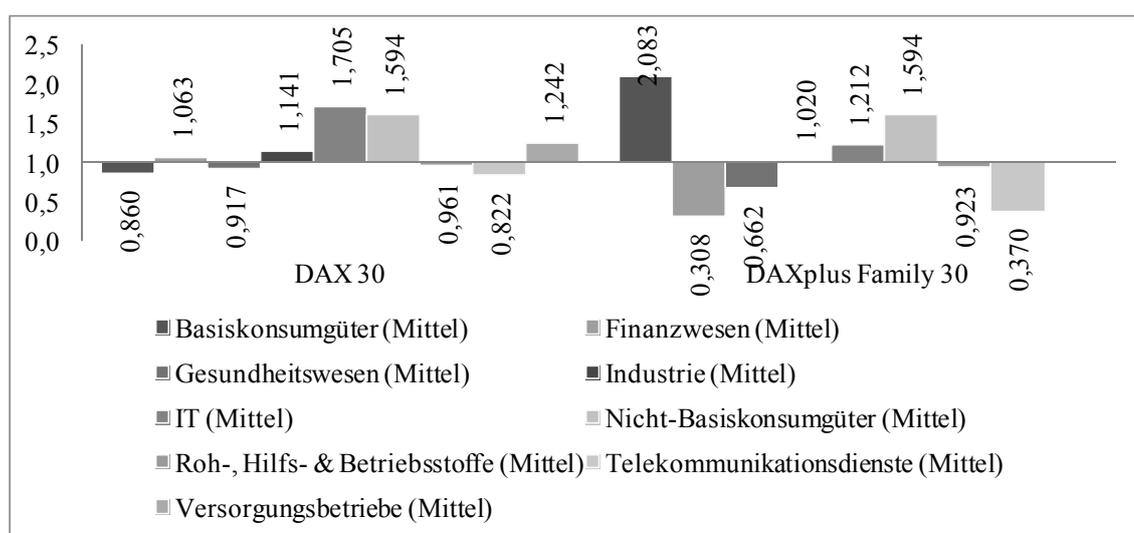


Abbildung 37: Mittelwerte des VGAF DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren<sup>488</sup>

Die Pay for Performance-Analyse zeigt, dass es sowohl bei den Familien- als auch Nicht-Familienunternehmen deutliche Abweichungen bei der performancegerechten Entlohnung der Vorstandsvorsitzenden gibt.

Eine Differenzierung der Pay for Performance-Analyse nach GICS Sektoren ist aufgrund der geringen Anzahl der Unternehmen je Sektor nicht sinnvoll, da im Rahmen der Standardisierung und der Berechnung der Abweichungsfaktoren auf Durchschnittswerte des Gesamtindex zurückgegriffen wird.

Im nächsten Schritt soll nun geklärt werden, wie hoch die performancegerechte Vergütung der Vorstandsvorsitzenden vor dem Hintergrund der Indexzugehörigkeit und der Performance auszusehen hat.

### 5.5 Fair Pay-Analyse

Die bisherige Analyse gab einen Überblick über die Vergütungssituation der Vorstandsvorsitzenden in den DAX 30 sowie in den DAXplus Family 30-Unternehmen der Jahre 2010 bis 2014. Anschließend wurde die Performance der Familien- und der Nicht-Familienunternehmen dargestellt und anschließend eine Pay for Performance-Analyse je Index durchgeführt. Im nächsten Abschnitt wird analysiert, inwieweit sich die Managervergütungen an der Performance der Unternehmen orientieren. Auf Basis der Fair

<sup>488</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

Pay-Betrachtung nach Prinz & Schwalbach<sup>489</sup> wird überprüft, ob sich die Vergütungen an der Performance der Unternehmen im Sinne der Shareholder orientieren.<sup>490</sup>

Um dies zu generieren, wird die Summe der Vorstandsdi­rektvergütungen aller Unternehmen eines Indizes, auf Basis der individuellen Wertschöpfung, neu auf die Aktiengesellschaften verteilt. Dabei werden ein Drittel der Summe nach der relativen Unternehmensposition hinsichtlich der Nettowertschöpfung der Konzerne des Index verteilt, zwei Drittel der Gesamtsumme werden gemäß der relativen Position der vom Unternehmen erzielten Nettoeigenkapitalrendite verteilt.

$$\begin{aligned}
 \text{Fair Pay}_{\text{Jahr } i}^{\text{VV } k} = & \frac{\frac{((RoE - CoE)_{\text{Jahr } i}^{\text{Unternehmen } k} + 1)}{(\emptyset(RoE - CoE)_{\text{Jahr } i}^{\text{Index } j} + 1)}}{\sum((RoE - CoE)_{\text{Jahr } i}^{\text{Unternehmen } k} + 1)} \times \left(\frac{2}{3} \times \sum GDV_{\text{Jahr } i}^{\text{Index } j}\right) \\
 & + \frac{\frac{((TSR - CoE)_{\text{Jahr } i}^{\text{Unternehmen } k} + 1)}{(\emptyset(TSR - CoE)_{\text{Jahr } i}^{\text{Index } j} + 1)}}{\sum((TSR - CoE)_{\text{Jahr } i}^{\text{Unternehmen } k} + 1)} \times \left(\frac{1}{3} \times \sum GDV_{\text{Jahr } i}^{\text{Index } j}\right)
 \end{aligned}$$

**Formel 15: Fair Pay-Berechnung nach Prinz & Schwalbach<sup>491</sup>**

Die folgenden beiden Tabellen fassen die Ergebnisse der Fair Pay-Analyse<sup>492</sup> zusammen und stellen das Verhältnis der gezahlten Gesamtdirektvergütung des Vorstandsvorsitzenden zur gerechtfertigten Gesamtdirektvergütung in Prozent dar. Das anschließende Ranking nach Prinz & Schwalbach sortiert die Ergebnisse aufsteigend.<sup>493</sup> Dementsprechend stehen die Unternehmen mit den höchsten negativen Abweichungen auf den ersten Positionen des Rankings. Das heißt, die gezahlte Gesamtdirektvergütung an den Vorstandsvorsitzenden liegt unter der berechneten fairen Gesamtdirektvergütung. Vor diesem Hintergrund liegen die DAX 30-Unternehmen Commerzbank, Fresenius, Beiersdorf, K+S und Infineon im Fair Pay-Ranking im Untersuchungszeitraum auf den vorderen Plätzen.

Volkswagen, die Deutsche Bank, SAP, Daimler, Siemens und RWE liegen im Ranking auf den letzten Plätzen.

<sup>489</sup> Vgl. Schwalbach, 2011, S. 191–192.

<sup>490</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 145.

<sup>491</sup> Vgl. Prinz & Schwalbach, 2011, S. 145; Schwalbach, 2011, S. 191–192.

<sup>492</sup> Ausführliche Übersichten siehe Anhang 4 und 5.

<sup>493</sup> Vgl. Schwalbach, 2011.

**Tabelle 9: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAX 30 (2010-2014)<sup>494</sup>**

Name	Pay / Fair									
	Pay in %	Ranking								
ADIDAS AG NA O.N.	103,1%	19	104,3%	19	47,4%	6	37,9%	4	91,8%	17
ALLIANZ SE VNA O.N.	159,6%	23	110,5%	20	118,8%	21	104,1%	19	102,8%	19
BASF SE NA O.N.	90,0%	17	121,0%	22	90,8%	16	93,0%	18	95,2%	18
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	79,7%	14	114,1%	21	112,8%	20	121,1%	24	124,2%	24
BAYER AG NA	169,6%	25	85,5%	16	87,0%	15	76,4%	16	91,1%	16
BEIERSDORF AG O.N.	26,0%	2	25,5%	2	50,6%	8	43,9%	6	42,6%	5
COMMERZBANK AG	16,3%	1	17,5%	1	30,9%	1	30,5%	1	37,7%	3
CONTINENTAL AG O.N.	58,1%	8	59,0%	8	43,7%	5	55,6%	10	71,2%	9
DAIMLER AG NA O.N.	189,8%	29	184,1%	27	148,2%	25	127,4%	25	141,2%	26
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	187,0%	28	138,9%	25	237,5%	29	299,2%	29	285,5%	29
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	90,1%	18	62,1%	10	59,8%	11	58,0%	12	61,8%	8
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	66,9%	9	57,8%	7	59,6%	10	47,2%	8	158,8%	27
DT. TELEKOM AG NA	81,0%	15	75,1%	14	91,2%	17	57,8%	11	74,2%	10
E.ON SE NA	135,4%	21	104,1%	18	123,8%	22	110,4%	21	86,1%	14
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	75,4%	11	61,5%	9	83,0%	14	44,3%	7	45,7%	6
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	53,5%	7	35,3%	4	38,6%	2	40,1%	5	41,2%	4
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	105,6%	20	75,3%	15	72,0%	13	72,1%	14	112,6%	22
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	85,6%	16	86,6%	17	103,6%	19	108,1%	20	115,6%	23
INFINEON TECH.AG NA O.N.	40,4%	5	65,6%	11	56,8%	9	32,7%	2	37,7%	2
K+S AG NA O.N.	33,2%	3	57,0%	6	48,1%	7	54,1%	9	36,9%	1
LANXESS AG	38,5%	4	67,2%	12	64,7%	12	58,0%	13	110,1%	21
LINDE AG O.N.	146,1%	22	124,3%	23	130,0%	23	121,0%	22	86,0%	13
LUFTHANSA AG VNA O.N.	72,3%	10	56,5%	5	42,4%	4	37,0%	3	82,3%	12
MERCK KGAA O.N.	77,4%	12	69,6%	13	102,3%	18	121,0%	23	159,4%	28
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	53,3%	6	34,7%	3	40,9%	3	75,8%	15	81,2%	11
RWE AG ST O.N.	198,5%	30	189,3%	29	142,8%	24	87,7%	17	54,7%	7
SAP SE O.N.	177,2%	26	188,7%	28	273,7%	30	333,3%	30	139,9%	25
SIEMENS AG NA	186,2%	27	169,8%	26	148,4%	26	167,9%	27	106,3%	20
THYSSENKRUPP AG O.N.	78,8%	13	137,4%	24	183,3%	27	161,8%	26	89,2%	15
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	169,4%	24	297,0%	30	223,2%	28	263,8%	28	292,6%	30

Betrachtet man das Jahr 2014 im Detail, so wurden in Summe 168 Millionen € an Gesamtdirektvergütung an die Vorstandsvorsitzenden der DAX-Unternehmen ausgezahlt. Die geringste Entlohnung erhielt der Vorstandsvorsitzende der Commerzbank mit 1,9 Millionen €, Spitzenreiter war der Vorstandsvorsitzende der Volkswagen AG, der über die Gesamtdirektvergütung eine Vergütung in Höhe von 15,9 Million € im Jahr 2014 erhielt. Betrachtet man die Fair Pay-Vergütungen, so wären im Jahr 2014 im DAX 30 Vergütungen zwischen 4,7 Millionen € und 6,2 Million €, vor dem Hintergrund der Summe der Gesamtdirektvergütungen im Index, gerechtfertigt. In Summe erhielten die Manager der Unternehmen, die das Fair Pay-Level überschritten 34,3 Millionen € Gesamtdirektvergütungen zu viel. Die anderen Unternehmen erzielten einen Under-Pay in gleicher Höhe. Damit weisen die realisierten Gesamtdirektvergütungen fast die siebenfache Standardabweichung der ermittelten Fair Pay-Vergütung auf.<sup>495</sup>

<sup>494</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>495</sup> Vgl. Anhang 4.

Tabelle 10: Fair Pay-Analyse DAX 30 (2014)<sup>496</sup>

Name	2014							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Schwalbach		Fair Pay		Abweichung
				Pay / Fair Pay	Position Schwalbach	Position	Position	
ADIDAS AG NA O.N.	4.736.147	4.348.477	- 387.670	91,8%	17	108,9%	4	-8,2%
ALLIANZ SE VNA O.N.	5.778.341	5.942.000	163.659	102,8%	19	102,8%	1	2,8%
BASF SE NA O.N.	5.669.804	5.400.000	- 269.804	95,2%	18	105,0%	2	-4,8%
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	5.832.179	7.245.159	1.412.980	124,2%	24	124,2%	14	24,2%
BAYER AG NA	6.011.937	5.475.000	- 536.937	91,1%	16	109,8%	5	-8,9%
BEIERSDORF AG O.N.	5.685.369	2.424.000	- 3.261.369	42,6%	5	234,5%	24	-57,4%
COMMERZBANK AG	5.052.370	1.907.000	- 3.145.370	37,7%	3	264,9%	26	-62,3%
CONTINENTAL AG O.N.	6.195.787	4.409.000	- 1.786.787	71,2%	9	140,5%	17	-28,8%
DAIMLER AG NA O.N.	5.922.538	8.364.000	2.441.462	141,2%	26	141,2%	18	41,2%
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	4.667.501	13.323.916	8.656.415	285,5%	29	285,5%	29	185,5%
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	6.117.494	3.779.500	- 2.337.994	61,8%	8	161,9%	21	-38,2%
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	6.038.757	9.587.598	3.548.841	158,8%	27	158,8%	19	58,8%
DT. TELEKOM AG NA	5.871.458	4.356.253	- 1.515.205	74,2%	10	134,8%	15	-25,8%
E.ON SE NA	5.003.130	4.309.826	- 693.304	86,1%	14	116,1%	10	-13,9%
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	6.245.030	2.853.000	- 3.392.030	45,7%	6	218,9%	23	-54,3%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	6.159.099	2.536.000	- 3.623.099	41,2%	4	242,9%	25	-58,8%
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	5.453.783	6.139.000	685.217	112,6%	22	112,6%	8	12,6%
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	5.948.155	6.874.752	926.597	115,6%	23	115,6%	9	15,6%
INFINEON TECH.AG NA O.N.	5.917.832	2.231.668	- 3.686.164	37,7%	2	265,2%	27	-62,3%
K+S AG NA O.N.	5.692.635	2.102.000	- 3.590.635	36,9%	1	270,8%	28	-63,1%
LANXESS AG	4.844.625	5.332.000	487.375	110,1%	21	110,1%	6	10,1%
LINDE AG O.N.	5.650.352	4.858.347	- 792.005	86,0%	13	116,3%	11	-14,0%
LUFTHANSA AG VNA O.N.	4.984.764	4.102.000	- 882.764	82,3%	12	121,5%	12	-17,7%
MERCK KGAA O.N.	4.870.715	7.765.000	2.894.285	159,4%	28	159,4%	20	59,4%
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	5.817.407	4.726.590	- 1.090.817	81,2%	11	123,1%	13	-18,8%
RWE AG ST O.N.	5.983.094	3.272.000	- 2.711.094	54,7%	7	182,9%	22	-45,3%
SAP SE O.N.	5.779.792	8.088.600	2.308.808	139,9%	25	139,9%	16	39,9%
SIEMENS AG NA	5.811.290	6.177.114	365.824	106,3%	20	106,3%	3	6,3%
THYSSENKRUPP AG O.N.	5.810.185	5.181.000	- 629.185	89,2%	15	112,1%	7	-10,8%
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	5.420.707	15.861.478	10.440.771	292,6%	30	292,6%	30	192,6%
<b>Mittelwert</b>	<b>5.632.409</b>	<b>5.632.409</b>						
<b>Summe</b>	<b>168.972.278</b>	<b>168.972.278</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>466.560</b>	<b>3.148.340</b>	<b>3.289.799</b>			<b>0,635</b>		<b>0,618</b>

Betrachtet man die Familienunternehmen so liegen Nemetschek, United Internet, Stratec, GrenkeLeasing und Manz auf den vorderen Plätzen des Prinz & Schwalbach-Rankings. Schlusslichter bilden hier SAP, Axel Springer, Henkel, Sixt und Fielmann.

<sup>496</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

**Tabelle 11: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>497</sup>**

Name	Pay / Fair									
	Pay in %	Ranking								
A.SPRINGER SE VNA	276,2%	29	268,9%	29	266,7%	29	229,3%	28	262,8%	28
BECHTLE AG O.N.	43,7%	12	53,1%	14	30,1%	9	37,6%	10	64,7%	12
CEWE STIFT.KGAA O.N.	29,3%	6	30,8%	8	30,6%	10	27,7%	7	29,7%	7
CTS EVENTIM KGAA	54,9%	14	61,8%	15	81,2%	17	84,1%	18	102,3%	20
DUERR AG O.N.	71,5%	17	82,6%	18	74,7%	16	120,1%	23	113,9%	21
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	37,2%	9	44,8%	10	41,0%	12	65,8%	15	143,5%	23
FIELMANN AG O.N.	145,5%	23	142,9%	22	167,9%	26	165,0%	27	201,3%	27
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	124,8%	19	80,6%	17	82,6%	18	92,1%	19	97,3%	19
FUCHS PETROLUB SE O.N.	67,3%	16	71,3%	16	71,0%	15	81,1%	16	80,7%	15
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	147,6%	24	185,1%	26	151,0%	25	156,8%	25	153,1%	24
GFT TECHNOLOGIES SE	41,0%	11	47,3%	11	35,5%	11	33,2%	9	31,4%	8
GRENKELEASING AG NA O.N.	22,8%	4	25,0%	4	22,7%	7	22,5%	5	22,8%	4
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	201,0%	27	197,1%	27	221,3%	28	242,0%	29	271,1%	29
KRONES AG O.N.	97,4%	18	91,4%	20	84,0%	19	65,5%	14	47,1%	10
MANZ AG	30,4%	7	25,4%	5	17,8%	5	13,3%	3	28,9%	6
METRO AG ST O.N.	220,4%	28	170,6%	25	143,0%	23	96,3%	20	176,6%	25
NEMETSCHKE AG O.N.	21,4%	2	20,1%	3	10,2%	1	12,2%	1	22,5%	3
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	40,2%	10	27,2%	6	22,2%	6	28,0%	8	39,0%	9
QSC AG NA O.N.	35,8%	8	52,5%	13	14,4%	3	45,1%	11	23,1%	5
RATIONAL AG	52,1%	13	48,9%	12	53,8%	13	56,9%	12	86,3%	17
SAP SE O.N.	410,5%	30	432,1%	30	583,6%	30	759,3%	30	328,0%	30
SIXT SE ST O.N.	162,8%	26	252,1%	28	174,6%	27	133,2%	24	129,9%	22
SMA SOLAR TECHNOL.AG	21,5%	3	29,8%	7	25,3%	8	17,0%	4	90,9%	18
SOFTWARE AG O.N.	143,2%	22	165,9%	24	149,8%	24	164,8%	26	194,8%	26
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	7,9%	1	17,4%	2	17,3%	4	25,2%	6	21,9%	2
STROEER SE	139,6%	20	101,2%	21	99,8%	20	103,3%	22	77,1%	14
SYMRISE AG INH. O.N.	61,5%	15	40,9%	9	65,5%	14	63,3%	13	65,3%	13
UTD.INTERNET AG NA	23,6%	5	16,7%	1	13,2%	2	12,6%	2	16,3%	1
WACKER CHEMIE O.N.	140,9%	21	145,1%	23	116,8%	22	82,0%	17	85,4%	16
WACKER NEUSON NA O.N.	154,6%	25	84,5%	19	114,4%	21	102,6%	21	58,0%	11

In Summe wurden im Jahr 2014 78,3 Millionen € an Gesamtdirektvergütungen an die Vorstandsvorsitzenden der Familienunternehmen gezahlt. Die Vergütungen betragen im Minimum 0,33 Millionen €, maximal wurden rund 8,1 Millionen € gezahlt. Die errechneten Fair Pay-Vergütungen lagen zwischen 1,3 und 3,4 Millionen €. Auch bei den Familienunternehmen erhalten rund ein Drittel der Vorstandsvorsitzenden eine höhere Vergütung, als ihnen aufgrund der ermittelten Performance zustünde. Insgesamt erhalten die Vorstandsvorsitzenden der Unternehmen die das Fair Pay Level überschritten 24,7 Million € zu viel an Vergütung, im Gegenzug erzielen die anderen Unternehmen ein Under-Pay in gleicher Höhe. Die realisierten Gesamtdirektvergütungen weisen eine vierfache Standardabweichung der ermittelten Fair Pay-Vergütung auf.<sup>498</sup>

<sup>497</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>498</sup> Vgl. Anhang 5.

**Tabelle 12: Fair Pay-Analyse DAXplus Family 30 (2014)<sup>499</sup>**

Name	2014							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Schwalbach		Position Schwalbach	Fair Pay	Position	Fair Pay
			Over-/ Under Pay in €	Pay / Fair Pay				
A.SPRINGER SE VNA	3.015.045	7.925.000	4.909.955	262,8%	28	262,8%	20	162,8%
BECHTLE AG O.N.	2.723.855	1.761.000	- 962.855	64,7%	12	154,7%	13	-35,3%
CEWE STIFT.KGAA O.N.	2.632.768	781.215	- 1.851.553	29,7%	7	337,0%	24	-70,3%
CTS EVENTIM KGAA	2.455.954	2.512.115	56.161	102,3%	20	102,3%	1	2,3%
DUERR AG O.N.	2.717.691	3.096.103	378.413	113,9%	21	113,9%	4	13,9%
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	2.406.098	3.452.000	1.045.902	143,5%	23	143,5%	10	43,5%
FIELMANN AG O.N.	2.445.693	4.922.000	2.476.307	201,3%	27	201,3%	17	101,3%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	2.605.066	2.536.000	- 69.066	97,3%	19	102,7%	2	-2,7%
FUCHS PETROLUB SE O.N.	2.679.760	2.163.000	- 516.760	80,7%	15	123,9%	7	-19,3%
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	2.582.638	3.955.000	1.372.362	153,1%	24	153,1%	12	53,1%
GFT TECHNOLOGIES SE	3.325.451	1.044.000	- 2.281.451	31,4%	8	318,5%	22	-68,6%
GRENKELEASING AG NA O.N.	2.722.583	621.665	- 2.100.918	22,8%	4	438,0%	27	-77,2%
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	2.529.092	6.874.752	4.345.660	271,8%	29	271,8%	21	171,8%
KRONES AG O.N.	2.742.491	1.292.000	- 1.450.491	47,1%	10	212,3%	18	-52,9%
MANZ AG	1.694.265	489.000	- 1.205.265	28,9%	6	346,5%	25	-71,1%
METRO AG ST O.N.	2.018.383	3.565.000	1.546.617	176,6%	25	176,6%	15	76,6%
NEMETSCHKE AG O.N.	3.206.062	721.000	- 2.485.062	22,5%	3	444,7%	28	-77,5%
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	2.850.572	1.113.000	- 1.737.572	39,0%	9	256,1%	19	-61,0%
QSC AG NA O.N.	1.427.040	329.000	- 1.098.040	23,1%	5	433,8%	26	-76,9%
RATIONAL AG	2.965.827	2.560.000	- 405.827	86,3%	17	115,9%	5	-13,7%
SAP SE O.N.	2.466.308	8.088.600	5.622.292	328,0%	30	328,0%	23	228,0%
SIXT SE ST O.N.	2.773.496	3.603.000	829.504	129,9%	22	129,9%	9	29,9%
SMA SOLAR TECHNOL.AG	1.349.085	1.226.000	- 123.085	90,9%	18	110,0%	3	-9,1%
SOFTWARE AG O.N.	2.260.240	4.403.224	2.142.984	194,8%	26	194,8%	16	94,8%
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	3.039.072	666.000	- 2.373.072	21,9%	2	456,3%	29	-78,1%
STROEER SE	3.046.287	2.347.950	- 698.337	77,1%	14	129,7%	8	-22,9%
SYMRISE AG INH. O.N.	2.941.935	1.921.632	- 1.020.303	65,3%	13	153,1%	11	-34,7%
UTD.INTERNET AG NA	3.357.766	547.000	- 2.810.766	16,3%	1	613,9%	30	-83,7%
WACKER CHEMIE O.N.	2.483.130	2.120.029	- 363.101	85,4%	16	117,1%	6	-14,6%
WACKER NEUSON NA O.N.	2.792.634	1.620.000	- 1.172.634	58,0%	11	172,4%	14	-42,0%
<b>Mittelwert</b>	<b>2.608.543</b>	<b>2.608.543</b>						
<b>Summe</b>	<b>78.256.285</b>	<b>78.256.285</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>484.813</b>	<b>2.111.671</b>	<b>2.169.388</b>			<b>1,345</b>		<b>0,823</b>

Zu hinterfragen ist aber, ob dieses Ranking dem Gerechtigkeitsempfinden aller tangierten Stakeholder gerecht wird. Aus Sicht der Aktionäre mag es durchaus sinnvoll sein, geringe Vergütungen als Fair zu betrachten und Gewinne eher an diese auszuschütten, als Vergütungsbestandteile der Manager zu erhöhen. Betrachtet man die Leistung der Manager, sollten sie nach ihrem ökonomischen Wert für das Unternehmen entlohnt, sowie außerbetriebliche Vergleiche berücksichtigt werden. Weiterhin können Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt die Vergütungshöhe beeinflussen.<sup>500</sup>

Vor diesem Hintergrund kann das von Prinz & Schwalbach gewählte Ranking erweitert werden, um Unternehmen, welche performancegerechte Entlohnungen im Sinne der betroffenen Stakeholder zahlen, entsprechend positiv zu würdigen. Basierend auf den Fair Pay-Berechnungen von Prinz & Schwalbach wurden diesbezüglich vom Autor positive und negative Abweichungen von Fair Pay berücksichtigt. Unternehmen die ihren Vorstandsvorsitzenden eine Gesamtdirektvergütung annähernd in Höhe der berechneten

<sup>499</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>500</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 110–114.

---

Fair Pay-Vergütung zahlten, finden sich so auf den vorderen Positionen des Rankings wieder. Je größer die Abweichung im positiven (Over Pay) oder im negativen (Under Pay), desto weiter liegen die Unternehmen auf den hinteren Plätzen.

Dadurch ergibt sich vom originären Ranking ein abweichendes Bild der Fair Pay-Betrachtung. Bei den DAX-Unternehmen liegen im betrachteten Zeitraum die Unternehmen BASF, Henkel, Allianz, E.ON und BMW auf den vorderen Plätzen. Im Schnitt zahlten sie ihren Vorstandsvorsitzenden performancegerechte Vergütungen. Schlusslichter des überarbeiteten Rankings bilden jetzt die Commerzbank, Beiersdorf, Fresenius, Volkswagen und SAP. Die Vorstandsvorsitzenden der Commerzbank, Beiersdorf und Fresenius wurden dabei deutlich zu gering entlohnt (Under Pay). Vor dem Hintergrund einer leistungsgerechten Bezahlung sollte dies kritisch hinterfragt werden, da im Rahmen des internationalen Wettbewerbs um Führungskräfte diese Unternehmen ein Nachsehen hätten. Ein Sonderfall ist hier die Commerzbank, da diese im Zuge der Bankenkrise Ende 2008 Mittel des staatlichen Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) in Anspruch nahm und Anfang 2009 teilverstaatlicht wurde. Damit einhergehend erfolgte eine Begrenzung der monetären Vergütung der Vorstandsmitglieder auf 500.000 € pro Jahr und Organmitglied, welche bis 2011 fortgeführt wurde.<sup>501</sup> SAP und Volkswagen sind im Zeitraum durch ein deutliches Over Pay gekennzeichnet. So erhielt zum Beispiel der Vorstandsvorsitzende des Volkswagen Konzerns im Jahr 2014 fast das Dreifache der Vergütung, welche auf Basis der Performance gerechtfertigt gewesen wäre.

---

<sup>501</sup> Vgl. Commerzbank AG, 2013, S. 35.

Tabelle 13: Fair Pay-Abweichung DAX 30 (2010-2014)<sup>502</sup>

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	Fair Pay Abweich- ung	Ranking								
ADIDAS AG NA O.N.	3,1%	1	4,3%	2	-52,6%	22	-62,1%	24	-8,2%	4
ALLIANZ SE VNA O.N.	59,6%	15	10,5%	3	18,8%	7	4,1%	1	2,8%	1
BASF SE NA O.N.	-10,0%	4	21,0%	7	-9,2%	4	-7,0%	2	-4,8%	2
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	-20,3%	7	14,1%	4	12,8%	5	21,1%	8	24,2%	14
BAYER AG NA	69,6%	17	-14,5%	6	-13,0%	6	-23,6%	10	-8,9%	5
BEIERSDORF AG O.N.	-74,0%	29	-74,5%	29	-49,4%	20	-56,1%	22	-57,4%	24
COMMERZBANK AG	-83,7%	30	-82,5%	30	-69,1%	30	-69,5%	29	-62,3%	26
CONTINENTAL AG O.N.	-41,9%	18	-41,0%	18	-56,3%	24	-44,4%	18	-28,8%	17
DAIMLER AG NA O.N.	89,8%	24	84,1%	23	48,2%	13	27,4%	9	41,2%	18
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	87,0%	22	38,9%	12	137,5%	26	199,2%	27	185,5%	29
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	-9,9%	3	-37,9%	16	-40,2%	16	-42,0%	16	-38,2%	21
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	-33,1%	14	-42,2%	20	-40,4%	17	-52,8%	20	-58,8%	19
DT.TELEKOM AG NA	-19,0%	6	-24,9%	10	-8,8%	3	-42,2%	17	-25,8%	15
E.ON SE NA	35,4%	11	4,1%	1	23,8%	9	10,4%	4	-13,9%	10
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	-24,6%	10	-38,5%	17	-17,0%	8	-55,7%	21	-54,3%	23
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	-46,5%	21	-64,7%	26	-61,4%	28	-59,9%	23	-58,8%	25
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	5,6%	2	-24,7%	9	-28,0%	11	-27,9%	12	12,6%	8
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	-14,4%	5	-13,4%	5	3,6%	2	8,1%	3	15,6%	9
INFINEON TECH.AG NA O.N.	-59,6%	26	-34,4%	15	-43,2%	18	-67,3%	28	-62,3%	27
K+S AG NA O.N.	-66,8%	28	-43,0%	21	-51,9%	21	-45,9%	19	-63,1%	28
LANXESS AG	-61,5%	27	-32,8%	14	-35,3%	15	-42,0%	15	10,1%	6
LINDE AG O.N.	46,1%	13	24,3%	8	30,0%	10	21,0%	6	-14,0%	11
LUFTHANSA AG VNA O.N.	-27,7%	12	-43,5%	22	-57,6%	25	-63,0%	26	-17,7%	12
MERCK KGAA O.N.	-22,6%	9	-30,4%	13	2,3%	1	21,0%	7	59,4%	20
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	-46,7%	23	-65,3%	27	-59,1%	27	-24,2%	11	-18,8%	13
RWE AG ST O.N.	98,5%	25	89,3%	25	42,8%	12	-12,3%	5	-45,3%	22
SAP SE O.N.	77,2%	19	88,7%	24	173,7%	29	233,3%	30	39,9%	16
SIEMENS AG NA	86,2%	20	69,8%	19	48,4%	14	67,9%	14	6,3%	3
THYSSENKRUPP AG O.N.	-21,2%	8	37,4%	11	83,3%	19	61,8%	13	-10,8%	7
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	69,4%	16	197,0%	28	123,2%	23	163,8%	25	192,6%	30

Spitzenreiter im justierten Ranking der Familienunternehmen sind Ströer, Fresenius, Dürr, Wacker Chemie und Wacker Neuson. Diese Unternehmen zahlen ihren Vorstandsvorsitzenden im Schnitt eine performancegerechte Vergütung. Schlusslichter bilden die Unternehmen Nemetschek, United Internet, Stratec, GrenkeLeasing und SAP. Zählten die vier erstgenannten im Prinz & Schwalbach-Ranking noch zu den top vier Unternehmen, landen sie aufgrund der Berücksichtigung des Under Pay auf den letzten Plätzen.

<sup>502</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

**Tabelle 14: Fair Pay-Abweichung DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>503</sup>**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	Fair Pay Abweich- ung	Ranking								
A.SPRINGER SE VNA	176,2%	21	168,9%	21	166,7%	18	129,3%	18	162,8%	20
BECHTLE AG O.N.	-56,3%	17	-46,9%	13	-69,9%	21	-62,4%	20	-35,3%	13
CEWE STIFT.KGAA O.N.	-70,7%	24	-69,2%	22	-69,4%	20	-72,3%	23	-70,3%	24
CTS EVENTIM KGAA	-45,1%	13	-38,2%	9	-18,8%	6	-15,9%	5	2,3%	1
DUERR AG O.N.	-28,5%	4	-17,4%	4	-25,3%	7	20,1%	6	13,9%	4
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	-62,8%	20	-55,2%	18	-59,0%	17	-34,2%	10	43,5%	10
FIELMANN AG O.N.	45,5%	7	42,9%	7	67,9%	13	65,0%	15	101,3%	17
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	24,8%	2	-19,4%	5	-17,4%	5	-7,9%	4	-2,7%	2
FUCHS PETROLUB SE O.N.	-32,7%	9	-28,7%	6	-29,0%	8	-18,9%	8	-19,3%	7
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	47,6%	8	85,1%	12	51,0%	11	56,8%	12	53,1%	12
GFT TECHNOLOGIES SE	-59,0%	18	-52,7%	17	-64,5%	19	-66,8%	21	-68,6%	22
GRENKELEASING AG NA O.N.	-77,2%	27	-75,0%	26	-77,3%	23	-77,5%	25	-77,2%	27
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	101,0%	15	97,1%	15	121,3%	16	142,0%	19	171,8%	21
KRONES AG O.N.	-2,6%	1	-8,6%	2	-16,0%	4	-34,5%	11	-52,9%	18
MANZ AG	-69,6%	23	-74,6%	25	-82,2%	25	-86,7%	27	-71,1%	25
METRO AG ST O.N.	120,4%	16	70,6%	11	43,0%	9	-3,7%	3	76,6%	15
NEMETSCHKE AG O.N.	-78,6%	29	-79,9%	28	-89,8%	30	-87,8%	30	-77,5%	28
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	-59,8%	19	-72,8%	24	-77,8%	24	-72,0%	22	-61,0%	19
QSC AG NA O.N.	-64,2%	22	-47,5%	14	-85,6%	28	-54,9%	17	-76,9%	26
RATIONAL AG	-47,9%	14	-51,1%	16	-46,2%	15	-43,1%	16	-13,7%	5
SAP SE O.N.	310,5%	25	332,1%	27	483,6%	27	659,3%	28	228,0%	23
SIXT SE ST O.N.	62,8%	12	152,1%	20	74,6%	14	33,2%	9	29,9%	9
SMA SOLAR TECHNOL.AG	-78,5%	28	-70,2%	23	-74,7%	22	-83,0%	26	-9,1%	3
SOFTWARE AG O.N.	43,2%	6	65,9%	10	49,8%	10	64,8%	14	94,8%	16
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	-92,1%	30	-82,6%	29	-82,7%	26	-74,8%	24	-78,1%	29
STROEER SE	39,6%	3	1,2%	1	-0,2%	1	3,3%	2	-22,9%	8
SYMRISE AG INH. O.N.	-38,5%	11	-59,1%	19	-34,5%	12	-36,7%	13	-34,7%	11
UTD.INTERNET AG NA	-76,4%	26	-83,3%	30	-86,8%	29	-87,4%	29	-83,7%	30
WACKER CHEMIE O.N.	40,9%	5	45,1%	8	16,8%	3	-18,0%	7	-14,6%	6
WACKER NEUSON NA O.N.	54,6%	10	-15,5%	3	14,4%	2	2,6%	1	-42,0%	14

Durch das Ranking kann aber noch keine pauschale Aussage getroffen werden, ob Familienunternehmen ihre Spitzenmanager performancegerechter bezahlen. Betrachtet man den DAX 30 für das Jahr 2014 so ergibt sich eine Bandbreite zwischen -63,1 Prozent (K + S) und 192,6 Prozent (Volkswagen) im Rahmen der fair Pay Abweichung. Für den DAXplus Family 30 liegt die untere Abweichung bei -83,7 Prozent (United Internet) und bei 228,0 Prozent (SAP) als maximale positive Abweichung von der Fair Pay-Vergütung.

Die nachfolgende Tabelle fasst das Minimum und Maximum, die Spannweite sowie die Standardabweichung für den DAX 30 und den DAXplus Family 30 im Zeitraum 2010-2014 zusammen. Die DAX 30-Unternehmen weisen deutlich geringere Spannweiten auf, die zwischen 182,1 Prozent und 302,8 Prozent liegen. Die Familienunternehmen weisen deutlich höhere Spannweiten auf, die zwischen 311,7 Prozent und 747,1 Prozent liegen. Somit scheinen die Vergütungen im DAX 30 eher der Fair Pay-Vergütung zu entsprechen, als die Vergütungen der Familienunternehmen. Dies wird auch von den

<sup>503</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

berechneten Standardabweichungen bestätigt, welche bei den Familienunternehmen deutlich höher sind als bei den Nicht-Familienunternehmen.

**Tabelle 15: Minimum, Maximum, Spannweite und Standardabweichung der Fair Pay-Abweichung DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>504</sup>**

	DAX 30				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Minimum</b>	-83,7%	-82,5%	-69,1%	-69,5%	-63,1%
<b>Maximum</b>	98,5%	197,0%	173,7%	233,3%	192,6%
<b>Spannweite</b>	182,1%	279,5%	242,7%	302,8%	255,7%
<b>Standardabweichung</b>	0,558	0,606	0,626	0,772	0,618
	DAXplus Family 30				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Minimum</b>	-92,1%	-83,3%	-89,8%	-87,8%	-83,7%
<b>Maximum</b>	310,5%	332,1%	483,6%	659,3%	228,0%
<b>Spannweite</b>	402,6%	415,4%	573,4%	747,1%	311,7%
<b>Standardabweichung</b>	0,905	0,943	1,131	1,382	0,823

Vor dem Hintergrund der Fair Pay-Berechnung nach der Methode von Prinz & Schwalbach und unter Berücksichtigung des Shareholder Value Ansatzes muss ergo der aufgestellten Hypothese widersprochen werden: H3 ‚Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen‘.

## 5.6 Vergütung und Performance im Zeitablauf

Im Anschluss an die Fair Pay-Betrachtung werden Performance und Vergütung im Zeitraum 2010-2014 analysiert.

Bei der Performanceanalyse werden die Nettoeigenkapitalrendite und die Nettowertschöpfung berücksichtigt. Bei der Betrachtung der Performance der fünf Jahre fällt auf, dass die DAX 30-Unternehmen nach Abzug der Eigenkapitalkosten durchschnittlich nur 6,4 Prozent Nettowertschöpfung (TSR), bzw. bei der Nettoeigenkapitalrendite Werte vernichtet haben (-1,7 Prozent (RoE)). Bei Berechnung der Wertschöpfung der einzelnen Jahre des bedeutendsten deutschen Börsenindex wurden nur 1,3 Prozent an Nettowertschöpfung pro Jahr geschaffen bzw. eine Nettoeigenkapitalrendite von -0,3 Prozent erwirtschaftet. Somit konnten im Mittel die größten deutschen Unternehmen im Betrachtungszeitraum die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber nicht erfüllen.

<sup>504</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

Im Gegensatz zum führenden deutschen Börsenbarometer konnten die Familienunternehmen im DAXplus 30 Family Index deutlich bessere Ergebnisse erzielen. Die Familienunternehmen erwirtschafteten in den fünf Jahren eine Nettowertschöpfung von 67,3 Prozent (TSR). Dies liegt zu einem am deutlich höheren Total Shareholder Return der Familienunternehmen (Faktor 1,8) und zum anderen an den geringeren Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber (Faktor 0,85). Bei Berechnung der Nettowertschöpfung pro Jahr ergibt sich im Mittel ein sehr positiver Wert von 13,4 Prozent. Auch die erwirtschaftete Nettoeigenkapitalrendite der Familienunternehmen im Zeitraum liegt deutlich über der der Nicht-Familienunternehmen (33,1 Prozent). Bei der Berechnung aufs Jahr gesehen liegt die Nettoeigenkapitalrendite bei 6,5 Prozent und somit deutlich über der geforderten Mindestverzinsung der Anteilseigner.

Familienunternehmen performten im Zeitraum 2010-2014 deutlich besser als die Unternehmen des DAX 30. Sie erzielten nicht nur die geforderte Mindestrendite der Eigenkapitalgeber (berechnet mittels CAPM), sondern sie konnten darüber hinaus noch einen deutlichen Mehrwert schaffen. Demgegenüber erzielten die Nicht-Familienunternehmen maximal die geforderte Mindestverzinsung der Eigenkapitalgeber, jedoch keinen nennenswerten Mehrwert darüber hinaus.

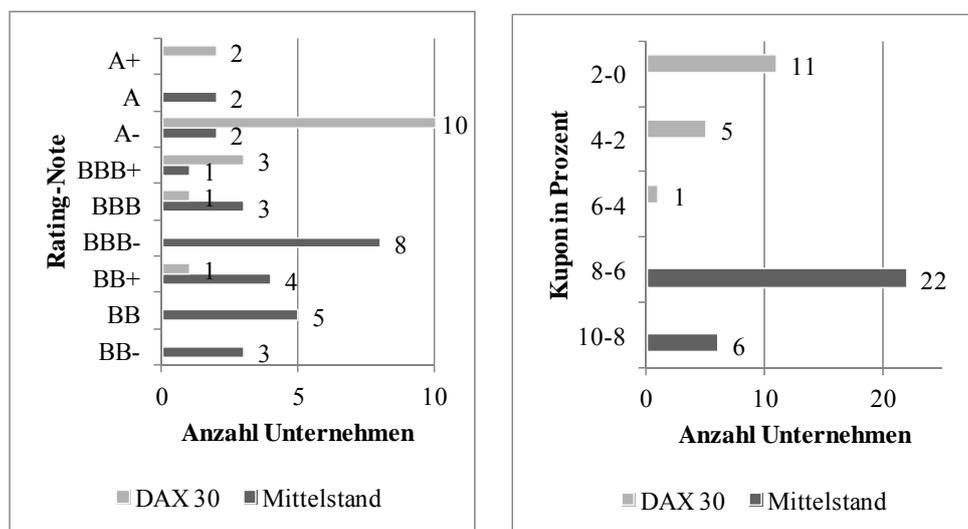
**Tabelle 16: Unternehmensperformance DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)<sup>505</sup>**

Index		Nettowertschöpfung (in Prozent)				Nettoeigenkapitalrendite (in Prozent)			
		EK-		Netto	p.a.	EK-		Netto	p.a.
Brutto	Kosten	Brutto	Kosten						
DAX 30	Mittelwert	66,8	60,4	6,4	1,3	58,6	60,4	-1,7	-0,3
	Median	68,8	62,4	6,5	3,2	64,3	62,4	1,9	1,3
DAXplus 30 Family	Mittelwert	119,0	51,6	67,3	13,4	84,8	51,6	33,1	6,5
	Median	101,9	51,5	50,5	10,2	77,3	51,5	25,8	4,9

Interessant bei der Darstellung sind die geringeren Eigenkapitalkosten der Familienunternehmen. Die hier betrachteten Familienunternehmen im DAXplus Family 30 sind im Mittel deutlich kleiner, als die 30 größten deutschen Unternehmen im DAX. Sie weisen geringere Umsätze auf, beschäftigen weniger Mitarbeiter und zahlen ihren Vorständen ein geringeres Gehalt. Dementsprechend müssten sie auch ein höheres Risiko aufweisen, welches mit einer höheren Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber einhergeht. Dies ist zum Beispiel an den schlechteren Ratings und den höheren Kuponzahlungen

<sup>505</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

bei Mittelstandsanleihen im Vergleich zu den Anleihen der DAX 30-Unternehmen er-  
 sichtlich.

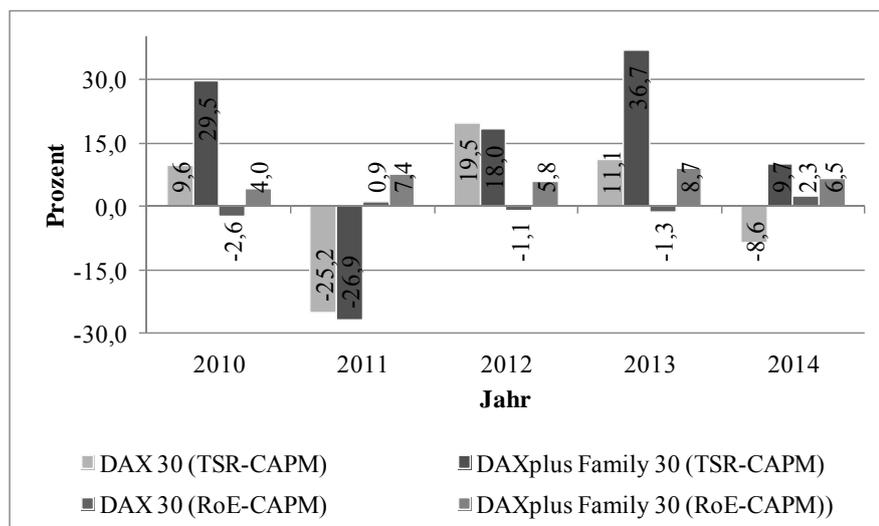


**Abbildung 38: Ratings und Kupons von Anleihen von DAX 30 – und Mittelstandsunternehmen**<sup>506</sup>

Bei den hier betrachteten Familienunternehmen ist die Renditeerwartung der Kapitalgeber im Mittel geringer als bei den DAX 30-Unternehmen. Demnach berücksichtigen anscheinend Investoren nicht nur die Größe der Familienunternehmen, sondern lassen noch weitere Faktoren bei der Risikobewertung mit einfließen, wodurch sich Familienunternehmen von Mittelstands- und Blue-Chip-Unternehmen differenzieren.

Die folgende Grafik fasst die Performance Unterschiede zusammen und stellt die Wertschöpfung der einzelnen Jahre dar. Auch in der jährlichen Betrachtungsweise wird deutlich, dass die Familienunternehmen in der Regel deutlich besser performen als die DAX 30-Unternehmen. Insbesondere bei der Nettowertschöpfung weisen Familienunternehmen höhere Renditen auf. Schwache Entwicklungen sind im Jahr 2011 ersichtlich, welche auf die Eurokrise und die schwache gesamtwirtschaftliche Konjunktur zurückzuführen sind.

<sup>506</sup> Ungesicherte Anleihen der DAX 30-Unternehmen aus den Bereichen „Industrie & Energie“ sowie emittierte Mittelstandsanleihen 2012. Daten aus Bloomberg LP und Finanzen.net; in Anlehnung an Ihlau, Duscha, & Gödecke, 2013, S. 209.

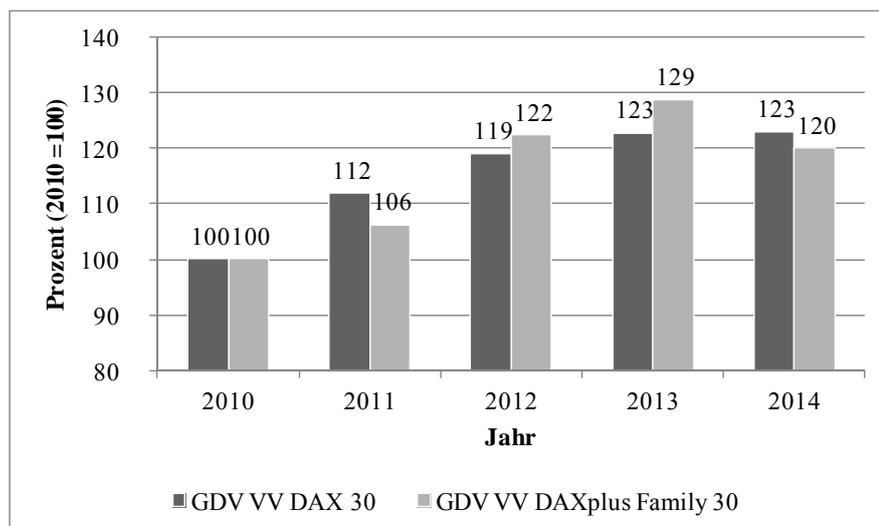


**Abbildung 39: Unternehmensperformance DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)**<sup>507</sup>

Betrachtet man vor dem Hintergrund einer leistungsgerechten Bezahlung die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und die Performance der Unternehmen, so sollten diese (zumindest mit kurzer zeitlicher Verzögerung) korrelieren. Jedoch stiegen bei den DAX 30 und den Familienunternehmen die Vergütung von 2010-2013 kontinuierlich. Lediglich im Jahr 2014 sanken die Gesamtdirektvergütungen der Familienunternehmen, die der DAX 30-Unternehmen stagnierten und berücksichtigen somit zum Beispiel die schlechte Performance des Jahres 2011 nicht im selbigen und auch nicht im darauffolgenden Jahr. Demnach scheinen andere Faktoren als die Unternehmensperformance die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden zu beeinflussen.

Im DAX 30, zum großen Teil auch im DAXplus Family 30, werden Teile der Gesamtdirektvergütung variabel in Form von Instrumenten mit mittel- bzw. langfristiger Anreizwirkung gezahlt. Aufgrund der fast durchgängig positiven Gehaltsentwicklung der Vorstandsvorsitzenden scheinen diese nur einen positiven Effekt zu haben und keine sanktionierenden Wirkungen zu entfalten. Bei guter Unternehmensperformance wird der Manager überproportional entlohnt, bei schlechter Unternehmensperformance erfolgt keine Sanktion in Form von Gehaltskürzungen.

<sup>507</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.



**Abbildung 40: Entwicklung der Vergütung der VV DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)**<sup>508</sup>

Die Untersuchung zeigt, dass die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden der DAX 30- und der DAXplus Family 30-Unternehmen in den Jahren 2010-2013 kontinuierlich gestiegen sind. Negative wirtschaftliche Entwicklungen sowie Rückgänge am Kapitalmarkt spiegelten sich in der Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden nicht wider. Nur im Jahr 2014 erfolgte eine Stagnation bei den DAX 30-Unternehmen bzw. eine Gehaltsreduktion bei den Familienunternehmen.

Ein differenzierteres Bild ergibt sich bei der Betrachtung der Vergütungsentwicklung nach Sektoren. Bei den DAX 30 Unternehmen mussten die Vorstandsvorsitzenden im Sektor Versorgungsbetriebe deutliche Vergütungseinbußen hinnehmen. Dies kann mit der geringen Performance des Sektors begründet werden. Auch sind Vergütungssteigerung im Bereich Finanzwesen und IT zu beobachten, wobei nur der IT-Bereich einen positiven RPGW aufweist (vgl. Abbildung 35: Mittelwerte des RPGW DAX 30 und DAXplus Family 30 nach GICS Sektoren).

Bei der Gruppe der Familienunternehmen zeichnet sich ein ähnliches Bild im Bereich IT. Der Sektor Telekommunikationsdienste weist eine sehr volatile Gehaltsentwicklung auf. Die restlichen Sektoren scheinen eine moderate Gehaltsentwicklung wiederzugeben. Die Entwicklung im Sektor Telekommunikationsdienste wird in beiden Gruppen von jeweils nur einem Unternehmen repräsentiert und lässt eine grundsätzliche Ableitung nicht zu. Generell sind die Sektoren durch relativ wenig Unternehmen vertreten und lassen somit allgemeine Aussagen nur bedingt zu.

<sup>508</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

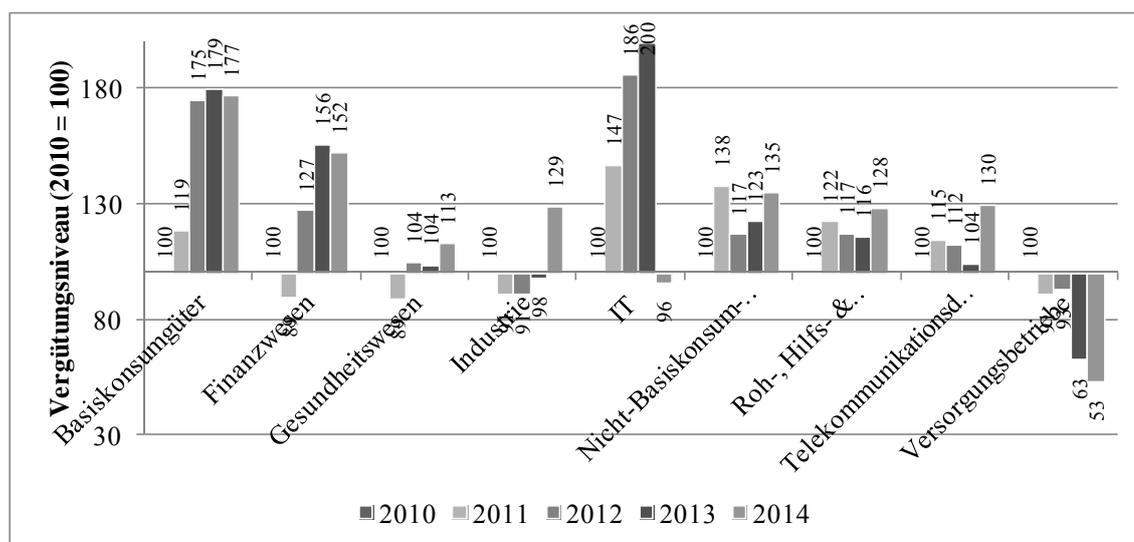


Abbildung 41: Entwicklung der Vergütung der VV DAX 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren<sup>509</sup>

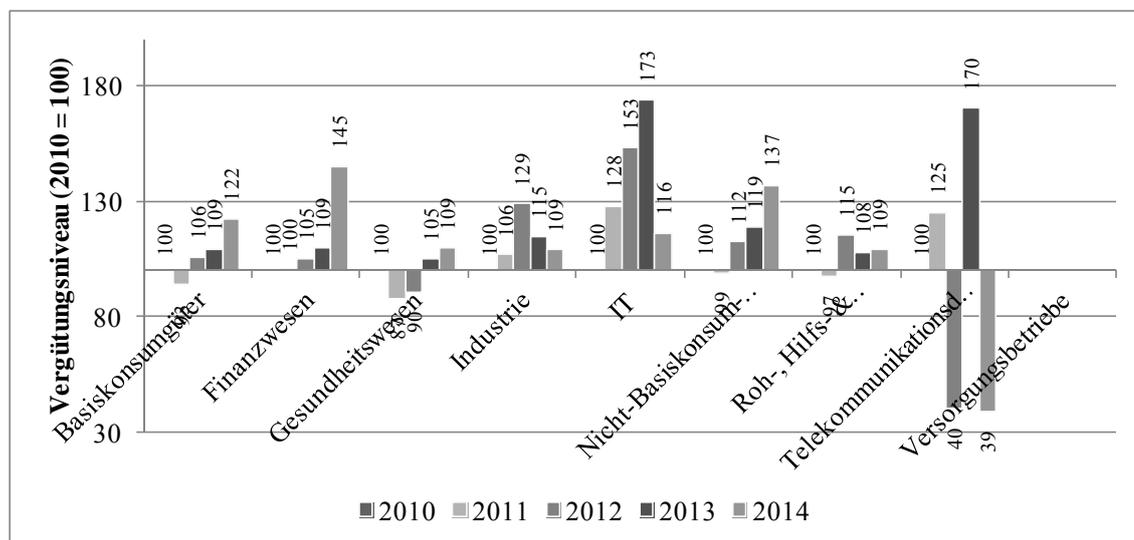


Abbildung 42: Entwicklung der Vergütung der VV DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren<sup>510</sup>

Weiterhin spielt die Unternehmensgröße eine wesentliche Rolle bei der Vergütungshöhe (vgl. Tabelle 17: Durchschnittliche Bilanzsumme und Marktkapitalisierung 2010-2014 DAX 30 und DAXplus Family 30). Vorstandsvorsitzende der DAX 30-Unternehmen verdienen im Mittel das Doppelte ihrer Kollegen aus den Familienunternehmen. Jedoch ist die Spannweite der Gehaltszahlungen in den Familienunternehmen deutlich größer, die Gehaltszahlungen der DAX 30-Unternehmen sind homogener.

<sup>509</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

<sup>510</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte.

Obwohl der DAXplus Family 30 Index die 30 größten Familienunternehmen beinhaltet, sind deutliche Größenunterschiede bezüglich Bilanzsumme und Marktkapitalisierung im Vergleich zum DAX 30 erkennbar. So lag die durchschnittliche Marktkapitalisierung von 22 DAXplus Family 30-Unternehmen unter der des kleinsten DAX 30-Unternehmens (Lanxes AG). Betrachtet man hier die Bilanzsummen, sind es gar 25 DAXplus Family 30-Unternehmen die eine geringere Bilanzsumme aufweisen als das kleinste DAX 30-Unternehmen (Beiersdorf AG).

**Tabelle 17: Durchschnittliche Bilanzsumme und Marktkapitalisierung 2010-2014 DAX 30 und DAXplus Family 30<sup>511</sup>**

	DAX 30 in Mio. €		DAXplus Family 30 in Mio. €	
	Bilanzsumme	Marktkapitalisierung	Bilanzsumme	Marktkapitalisierung
Minimum	5.619	4.262	115	152
Mittel	172.162	29.105	4.879	5.219
Median	37.941	22.841	1.275	1.457
Maximum	1.882.422	71.257	32.127	62.050

Insgesamt kann nicht von einer Pay for Performance-Relation bei den betrachteten Unternehmen gesprochen werden. Die DAX 30-Unternehmen zahlen (gemessen an der Standardabweichung) eher eine performancegerechte Vergütung, als die Familienunternehmen, welche tendenziell eher zum Under Pay neigen.

## 5.7 Ergebnisse der Arbeit und ihr Beitrag für Forschung und Praxis

### 5.7.1 Beantwortung der Forschungsfragen

Im Vorfeld der Analyse „Der Ehrbare Manager: Nachhaltige Managervergütung und Performance in deutschen Familienunternehmen“ wurden folgende Hypothesen aufgestellt:

- H1 Börsennotierte Familienunternehmen performen besser als nicht-familiengeführte börsennotierte Unternehmen (Aktienkurs).
- H2 Fair Pay/ Pay for Performance Vergütungsmodelle im Management korrelieren positiv mit der Performance von Familienunternehmen.

<sup>511</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg.

- 
- H3 Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen.

Basis der Untersuchung sind die 30 Unternehmen des DAX 30 (Nicht-Familienunternehmen) und die 30 Unternehmen des DAXplus Family 30. Im Rahmen der fünfjährigen Betrachtung der Preisindizes generierten die Familienunternehmen eine deutlich höhere Performance als die Nicht-Familienunternehmen (vgl. Abbildung 20: Geometrische Renditen p.a. DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010 bis 2014) - 9,5 zu 7,0 Prozent).

Performancemessungen in der Forschung erfolgen meist über kapitalmarktorientierte Größen, welche sich am Aktienkurs orientieren oder Kennzahlen aus dem Rechnungswesen nutzen. Empirische Studien zur Performancemessung von Familienunternehmen nutzen oftmals das Tobin's q als Performancemaß.<sup>512</sup> Im Rahmen der Untersuchung wurde auf eine vereinfachte Formel von Tobin's q zur Berechnung der Unternehmensperformance zurückgegriffen, der Marktwert des Eigenkapitals mit dem Buchwert des Fremdkapitals addiert und durch den Buchwert der Vermögensgegenstände dividiert.<sup>513</sup>

Die Ergebnisse der Analyse zeigen auch hier eine deutlich bessere Performance der Familienunternehmen, gemessen am Tobin's q. So erzielten die Familienunternehmen im Fünfjahreszeitraum ein Tobin's q von 2,1 zu 1,3 der Nicht-Familienunternehmen (vgl. Abbildung 27: Tobin's q DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)). Auch die Betrachtung des Zehnjahreszeitraums zeigt einen Performancevorsprung der Familienunternehmen.

Weiterhin wurde die Eigenkapitalrentabilität (Return on Equity) als weiterer Performanceindikator untersucht. Hier generierten die Familienunternehmen ebenfalls eine deutlich höhere Verzinsung für ihre Shareholder. So erwirtschafteten die Familienunternehmen im Fünfjahreszeitraum eine durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität von 16,8 Prozent zu 11,7 Prozent der Nicht-Familienunternehmen (vgl. Abbildung 23: Return on Equity DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)). Die bessere Performance der Familienunternehmen wurde auch im Zehnjahreszeitraum bestätigt.

---

<sup>512</sup> Vgl. Demsetz & Villalonga, 2001, S. 213; Jaskiewicz, 2006, S. 43–45; Leiber, 2008, S. 31; Tobin, 1969.

<sup>513</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 81.

---

Als letztes Performancemaß wurde der Total Shareholder Return betrachtet. Neben Entwicklungen sind hier auch Gewinnausschüttungen an die Shareholder inkludiert. Im Fünfjahreszeitraum erzielten die Familienunternehmen eine deutlich bessere Performance als die Nicht-Familienunternehmen (vgl. Abbildung 25: Total Shareholder Return DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)). Dieses Ergebnis wurde ebenfalls auch bei der zehnjährigen Betrachtung bestätigt.

Im Rahmen der Pay for Performance-Analyse wurden noch die Nettowertschöpfung (Total Shareholder Return abzüglich der Eigenkapitalkosten) und die Nettoeigenkapitalrendite (Return on Equity abzüglich der Eigenkapitalkosten) berechnet. Hier konnten die Familienunternehmen, bis auf die Nettowertschöpfung der Jahre 2011 und 2012, bessere Performanceergebnisse erzielen als die Nicht-Familienunternehmen (vgl. Abbildung 30: Nettowertschöpfung (TSR-CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014); Abbildung 32: Nettoeigenkapitalrendite (RoE-CAPM) DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)).

In diesem Zusammenhang erfolgte auch noch eine Sektorbetrachtung. Bei der Nettowertschöpfung erwirtschafteten die Familienunternehmen im betrachteten Zeitraum in allen Sektoren positive Ergebnisse, die Nicht-Familienunternehmen negative Ergebnisse in den Sektoren Finanzwesen, Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe sowie Versorgungsbetriebe (vgl. Abbildung 31: Nettowertschöpfung (TSR-CAPM) DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren). Bei der Nettoeigenkapitalrendite lagen die Sektoren Basiskonsumgüter und Finanzwesen bei dem Familienunternehmen leicht im Minus, die Telekommunikationsdienste deutlicher. Die restlichen Sektoren erzielten eine positive Nettoeigenkapitalrendite. Bei den Nicht-Familienunternehmen erzielten vier der neun Sektoren negative Renditen, im einzelnen Finanzwesen, Roh-, -Hilfs- & Betriebsstoffe, Telekommunikationsdienste und Versorgungsbetriebe (vgl. Abbildung 33: Nettoeigenkapitalrendite (RoE-CAPM) DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014) nach GICS Sektoren).

Eine weiterführende Performanceanalyse wurde aufgrund der relativ kleinen Datenbasis nicht durchgeführt.

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse der Performancemaße Indexentwicklung, Tobin's q, Return on Equity und Total Shareholder Return kann die Hypothese H1 bestätigt

---

werden: H1 ‚Börsennotierte Familienunternehmen performen besser als nicht-familiengeführte börsennotierte Unternehmen (Aktienkurs)‘.

Im weiteren Verlauf sollte die Untersuchung klären, inwiefern Familienunternehmen Pay for Performance-Vergütungsmodelle umgesetzt haben, um damit einen Rückschluss auf die Performance zu erlangen. Dazu wurde eine Pay for Performance-Analyse basierend auf Schmidt bzw. Prinz & Schwalbach für die Gruppe der Familien- und der Nicht-Familienunternehmen durchgeführt. Die genutzten Performancemaße sind dabei die Nettowertschöpfung (Total Shareholder Return abzüglich Eigenkapitalkosten) und die Nettoeigenkapitalrendite (Return on Equity abzüglich Eigenkapitalkosten).

Aufgrund der Methodik können Familien- und Nicht-Familienunternehmen nicht direkt miteinander verglichen werden, da sich der Pay for Performance-Indikator sich immer auf den jeweiligen Index bezieht. Um Rückschlüsse zu erhalten, ob Familienunternehmen ihre Vorstandsvorsitzenden performancegerechter vergüten, wurden die beiden wesentlichen Einflussfaktoren des Pay for Performance-Indikators näher untersucht.

Der relative Performance-Gesamtwert berücksichtigt zu zwei Dritteln die standardisierte fundamentale Überrendite und zu einem Drittel die standardisierte Überrendite der Börse. Werden hier die Mittelwerte betrachtet, kann auf eine höhere Performance der Familienunternehmen geschlossen werden. Jedoch weisen sie auch eine höhere Standardabweichung auf, was auf eine nicht homogene Performance der Gruppe schließen lässt (vgl. Abbildung 34: Mittelwerte und Standardabweichungen des RPGW).

Der Vergütungsabweichungsfaktor setzt die Gesamtdirektvergütung des Vorstandsvorsitzenden des Unternehmens ins Verhältnis zur durchschnittlichen Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden des Indizes. Der VGAF für sich allein betrachtet berücksichtigt jedoch nicht die leistungsgerechte Bezahlung, sondern stellt nur die Abweichung vom Mittelwert des Index dar. Insbesondere bei den Familienunternehmen ist kein homogenes Vergütungsbild zu erkennen. Im Mittel verdienen die Vorstandsvorsitzenden der Familienunternehmen nur die Hälfte ihrer DAX 30-Kollegen. Weiterhin sind deutliche Unterschiede der Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden der Familienunternehmen zu erkennen, welches sich in der Standardabweichung des Vergütungsabweichungsfaktors widerspiegeln (vgl. Abbildung 36: Mittelwerte und Standardabweichungen des VGAF).

---

Somit kann in diesem Schritt von keiner performancegerechten Vergütung der Vorstandsvorsitzenden bei Familienunternehmen gesprochen werden.

Im nächsten Schritt wurde geklärt, wie hoch die performancegerechte Vergütung der Vorstandsvorsitzenden vor dem Hintergrund der Indexzugehörigkeit und der Performance auszusehen hat. Auf Grundlage der Fair Pay-Analyse von Prinz & Schwalbach wurden die leistungsgerechten Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden unter Berücksichtigung der Nettowertschöpfung und der Nettoeigenkapitalrendite je Unternehmen im Index ermittelt. Dabei ergaben sich deutliche Abweichungen der leistungsgerechten Bezahlung bei den Familienunternehmen, sowie auch bei den Nicht-Familienunternehmen (vgl. Tabelle 9: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAX 30 (2010-2014), Tabelle 11: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAXplus Family 30 (2010-2014)). Aus Shareholderperspektive erscheint eine möglichst geringe Bezahlung der Vorstandsvorsitzenden (Under Pay) durchaus gerechtfertigt, widerspricht jedoch der Leistungsgerechtigkeit bei der Entlohnung des Managements. Vor diesem Hintergrund wurde das Fair Pay-Ranking angepasst und Unternehmen mit der geringsten Fair Pay-Abweichung (positiv wie negativ) an die ersten Stellen des Rankings gesetzt (vgl. Tabelle 13: Fair Pay-Abweichung DAX 30 (2010-2014), Tabelle 14: Fair Pay-Abweichung DAXplus Family 30 (2010-2014)).

Dadurch ergab sich noch keine klare Aussage bezüglich der performancegerechten Bezahlung von Spitzenmanagern in Familienunternehmen. In diesem Zusammenhang wurden, bezogen auf die Fair Pay-Abweichung Minimum, Maximum, Spannweite und die Standardabweichung berechnet (vgl. Tabelle 15: Minimum, Maximum, Spannweite und Standardabweichung der Fair Pay-Abweichung DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)). Dabei weisen die Familienunternehmen eine deutlich höhere Spannweite, sowie eine höhere Standardabweichung auf, was darauf schließen lässt, dass Nicht-Familienunternehmen Fair Pay-Vergütungsstrukturen besser umgesetzt haben als Familienunternehmen.

Dementsprechend kann der Hypothese H2 ‚Fair Pay/ Pay for Performance Vergütungsmodelle im Management korrelieren positiv mit der Performance von Familienunternehmen‘, widersprochen werden. Ebenso kann auch der der Hypothese H3 ‚Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen‘, widersprochen werden.

Da börsennotierte Familienunternehmen besser performen als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen, aber keine angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt haben, ist zu hinterfragen, worauf die gute Performance im Vergleich zu den Nicht-Familienunternehmen zurückzuführen ist. Dementsprechend könnten der Eigentumsanteil der Familie,<sup>514</sup> der Anteil der Familie in den Unternehmensgremien (Vorstand oder Aufsichtsrat)<sup>515</sup> und/oder die Unternehmenskultur Auswirkungen haben. So könnten sich Wertesysteme in den Familienunternehmen etabliert haben, welche sich an den Tugenden des Ehrbaren Kaufmanns im Kontext der Nachhaltigkeitsdebatte (CSR) orientieren. Ethik und Wirtschaft sind für den Ehrbaren Manager untrennbar miteinander verbunden, er arbeitet am langfristigen wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens und übernimmt dabei Verantwortung gegenüber der Gesellschaft, wodurch Gesetze und Verordnungen für eine gute Unternehmensführung für ihn überflüssig sind.<sup>516</sup> Dies bedeutet, dass der heutige Ehrbare Manager die angemessene Vergütung vor dem Hintergrund seines Wertesystems<sup>517</sup> bewertet und Shareholder Value-Orientierungen dabei in den Hintergrund treten können. Pay for Performance-Analysen oder Fair Pay-Betrachtungen führen dabei zu falschen Ergebnissen, da Werte oder Wertesysteme in Familienunternehmen<sup>518</sup> nicht berücksichtigt werden. Fair Pay-Berechnungen könnten dabei nur als Anhalt für Vergütungsverhandlungen oder der Etablierung eines gerechten und nachhaltigen Vergütungssystems dienen.<sup>519</sup>

Dies konnte jedoch aufgrund dieser quantitativen Analyse nicht eruiert werden und müsste mittels einer umfangreichen qualitativen Untersuchung erfasst werden.

### **5.7.2 Erkenntnisse der Arbeit für Familienunternehmen und ausgewählte Stakeholder**

Im folgenden Abschnitt werden die Erkenntnisse der Arbeit aus der Perspektive der ausgewählten Stakeholder und der Familienunternehmen selbst betrachtet und kritisch reflektiert.

---

<sup>514</sup> Vgl. Sommer u. a., 2013, S. 97–115.

<sup>515</sup> Vgl. Core u. a., 1999, S. 384–390; Rapp & Wolff, 2010, S. 1083–1101.

<sup>516</sup> Vgl. Kapitel 2.1, 2.3.

<sup>517</sup> Vgl. Felden & Hack, 2014, S. 35–37, 43–46.

<sup>518</sup> Vgl. Prügl & Hauck, 2015, S. 19–23.

<sup>519</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 205–224; Heinemann, 2012, S. 150; Klink, 2007, S. B4; Lütge, 2014, S. 39.

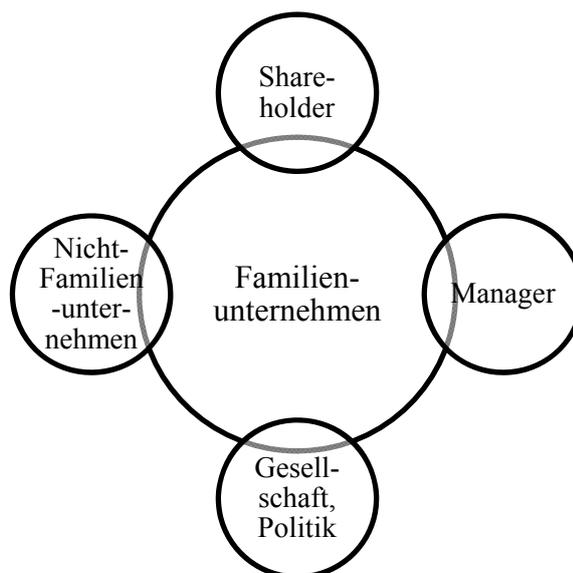


Abbildung 43: Ausgewählte Stakeholder der Familienunternehmen<sup>520</sup>

### Familienunternehmen

Auf der einen Seite performen Familienunternehmen besser als Nicht-Familienunternehmen,<sup>521</sup> auf der anderen Seite zahlen sie ihren Vorstandsvorsitzenden im Durchschnitt deutlich niedrigere Gehälter als die betrachteten Nicht-Familienunternehmen.<sup>522</sup>

Durch die hohen Unternehmensrenditen sind Familienunternehmen attraktive Investitionsobjekte für aktuelle und potenzielle Shareholder. Neben der Unternehmensperformance scheinen auch die Unternehmenskultur bzw. die Unternehmenswerte bei Investitionsentscheidungen Berücksichtigung finden. So ist die von den Eigenkapitalgebern erwartete Mindestverzinsung der Einlage, die Eigenkapitalkosten gemessen am CAPM, bei Familienunternehmen geringer als bei Nicht-Familienunternehmen.<sup>523</sup> Dies spricht für eine nachhaltige Unternehmenskultur der Familienunternehmen und schlägt sich in den geringeren Finanzierungskosten der Familienunternehmen nieder.

Die Vergütungssysteme der Familienunternehmen berücksichtigen die Performance des Unternehmens nicht ausreichend. Tendenziell kann eher von einem Under Pay gesprochen werden, d.h. die Vorstandsvorsitzenden werden nicht performancegerecht (gemes-

<sup>520</sup> Eigene Abbildung.

<sup>521</sup> Vgl. Kapitel 5.3.

<sup>522</sup> Vgl. Kapitel 5.2.

<sup>523</sup> Vgl. Kapitel 5.4; Abbildung 29.

sen am Total Shareholder Return und dem Return on Equity) vergütet. Sie erhalten eher eine zu geringe Gesamtdirektvergütung.<sup>524</sup> Sofern Familienunternehmen von Fremdmanagern geführt werden, könnte sich dies zu einem Wettbewerbsnachteil entwickeln, da die performancegerechten Vergütungen bei den Nicht-Familienunternehmen stärker ausgeprägt sind, d.h. ein Fremdmanager erhält bei Nicht-Familienunternehmen höhere Vergütungen, welche die Unternehmensperformance stärker berücksichtigen. Vor dem Hintergrund der Vergütung würde ein Fremdmanager eher zu einem Nicht-Familienunternehmen tendieren.<sup>525</sup> Da nur relativ wenige Personen die nötige Eignungsqualifikation besitzen, um Unternehmen zu leiten,<sup>526</sup> könnten Familienunternehmen hier ins Hintertreffen geraten.<sup>527</sup>

Familienunternehmen definieren sich unter anderem durch die Unternehmenskultur.<sup>528</sup> Vor diesem Hintergrund kommen für die Unternehmensführung wiederum nur Manager in Betracht, welche sich über ein ähnliches Wertesystem definieren.<sup>529</sup> Dies schränkt auf der einen Seite die potentielle Kandidatenzahl ein, auf der anderen Seite werden diese Manager auch noch andere Elemente als ein performancegerechtes Vergütungssystem<sup>530</sup> in ihrer Einstellungsentscheidung einfließen lassen. Somit ist der Kreis der potentiellen Vorstände bei Familienunternehmen möglicherweise deutlich eingeschränkter, als bei den Nicht-Familienunternehmen.

### **Shareholder**

Aufgrund der Outperformance der Familienunternehmen im Vergleich zu den Nicht-Familienunternehmen können Shareholder höhere Renditen bei diesen erwarten.<sup>531</sup> Aufgrund der Unternehmenskultur verkörpern Familienunternehmen Werte, welche für Investoren bei ihrer Anlageentscheidung immer mehr an Bedeutung gewinnen.<sup>532</sup> Auch zahlen Familienunternehmen im Mittel geringere Vergütungen an ihre Vorstände, was sich positiv auf die Rendite der Shareholder auswirkt.<sup>533</sup> Somit könnte sich der Begriff

---

<sup>524</sup> Vgl. Kapitel 5.5.

<sup>525</sup> Vgl. Williamson, 1993, S. 97–106; Zöllner, 2007, S. 71–72.

<sup>526</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 17–18.

<sup>527</sup> Vgl. Kapitel 3.1.

<sup>528</sup> Vgl. Kapitel 4.1.

<sup>529</sup> Vgl. Kapitel 2.3.

<sup>530</sup> Vgl. Bültel, 2011, S. 170–171.

<sup>531</sup> Vgl. Kapitel 5.3.

<sup>532</sup> Vgl. Bensch, Büscher, Hellwig, Jäger, & Reuse, 2013, S. 1067–1074.

<sup>533</sup> Vgl. Kapitel 5.4.

---

Familienunternehmen als Qualitätskriterium für nachhaltige Investmententscheidungen herausbilden.

### **Manager**

Die Vergütung der Vorstände in Familienunternehmen ist geringer und spiegelt positive Performanceentwicklungen weniger stark wider als bei den Nicht-Familienunternehmen.<sup>534</sup> Bei rein monetärer Betrachtung erscheinen Familienunternehmen als weniger attraktive Arbeitgeber. Spielen jedoch weitere Punkte wie Werte, integriertes Verhalten, nachhaltiges Wirtschaften, Stakeholder Value-Orientierung usw., eine Rolle, sind Familienunternehmen attraktive Arbeitgeber.<sup>535</sup> Bei Gehaltsverhandlungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat können Fair Pay-Analysen dabei als ein Benchmark dienen.<sup>536</sup>

### **Gesellschaft und Politik**

Vorstandsvergütungen werden in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert. Neben deren Höhe findet auch das Verhalten der Manager immer stärker Berücksichtigung. So wollten beispielsweise Volkswagen-Vorstände vor dem Hintergrund der „Abgas-Affäre“ und der damit verbundenen schlechten Unternehmensperformance nicht auf ihre Boni verzichten.<sup>537</sup> Hier versucht die Politik entsprechende Regelungen zu etablieren (z.B. DCGK), welche Vorstandsvergütungen vor dem Hintergrund des Gerechtigkeitsempfinden der Gesellschaft, aber auch der freien Marktwirtschaft berücksichtigen. Dabei stehen vor allem Shareholder Value-Ziele im Vordergrund.<sup>538</sup> Dies scheint bei den Familienunternehmen aber nicht der primäre Benchmark zu sein. Dementsprechend sollten Werte, wie sie von Familienunternehmen gelebt werden, stärker bei gesetzlichen Regelung Berücksichtigung finden, da diese anscheinend eine hohe Akzeptanz in der Gesellschaft besitzen.<sup>539</sup>

---

<sup>534</sup> Vgl. Kapitel 5.2, 5.5.

<sup>535</sup> Vgl. Kapitel 2, 3.1.2, 3.1.3, 4.1.

<sup>536</sup> Vgl. Kapitel 5.5.

<sup>537</sup> Vgl. „VW-Abgas-Affäre: Management fehlt offenbar Gespür für Ernst der Lage“, 2016, o.S.

<sup>538</sup> Vgl. Kapitel 3.1.4.

<sup>539</sup> Vgl. Kapitel 3.1, 4.1, 5.2, 5.6.

---

## **Nicht-Familienunternehmen**

Eine leistungsgerechte Bezahlung der Vorstände führt nicht automatisch zu einer besseren Unternehmensperformance.<sup>540</sup> Daher sollten Nicht-Familienunternehmen ihre Vergütungssysteme hinterfragen und gegebenenfalls neu ausrichten. So sollte zum einen die absolute Höhe,<sup>541</sup> wie auch der variable Anteil der Vergütung hinterfragt werden.<sup>542</sup> Vorstände verfügen grundsätzlich schon über ein hohes Einkommen, daher könnte sich der Grenznutzen zusätzlicher Verdienstmöglichkeiten auf einen niedrigen Niveau bewegen.<sup>543</sup> Grundlage einer gerechten Vorstandsvergütung sollte eine Personalauswahl auf Basis eines vorab klar definierten Anforderungskataloges der Fähigkeiten und Fertigkeiten sein.<sup>544</sup> Hier könnten die Anforderungskataloge der Familienunternehmen einen Anhalt bieten. Dies könnte bei strategischer Implementierung in ein Ethik-Management-Systemen<sup>545</sup> auf Basis des Ehrbaren Managers münden.<sup>546</sup>

### **5.7.3 Kritische Würdigung und weiterer Forschungsbedarf**

Die vorliegende Analyse beschränkt sich auf die jeweils größten Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in Deutschland im Zeitraum von 2010-2014. Diese relativ enge Limitierung ist vor allem der Datenverfügbarkeit der Familienunternehmen geschuldet. So liegen insbesondere Daten zu den Gehältern und Gehaltsstrukturen der Vorstände der Familienunternehmen nur eingeschränkt vor. Daher ergibt sich weiterer Forschungsbedarf.

Die relativ geringe Gesamtzahl der betrachteten Unternehmen verhindert eine valide Analyse der Performance und der Vergütung hinsichtlich Unternehmensgrößen und Sektoren- bzw. Branchenzugehörigkeiten. Durch den Ausbau der Datenbasis könnte dies zu weiteren Erkenntnissen führen.

---

<sup>540</sup> Vgl. Kapitel 5.3, 5.5.

<sup>541</sup> Vgl. Kapitel 3.1.3.

<sup>542</sup> Vgl. Kapitel 3.2.2.

<sup>543</sup> Siehe hierzu das Ersten Gossensche Gesetz, welches einen abnehmenden Grenznutzen des Einkommens unterstellt. Vgl. Gossen, 1854, S. 4–5; Tebben, 2011, S. 158.

<sup>544</sup> Vgl. Becker, Brandt, & Ulrich, 2014, S. 43.

<sup>545</sup> Ethik-Management-Systeme beinhalten bspw. Verhaltensstandards und deren Kommunikation, Schulungsmaßnahmen, Personalauswahlverfahren, Entwicklung von Ethik-Barometern auf der Basis von Bottom-up-Beurteilungen. Vgl. Wieland & Grüninger, 2000, S. 165–166.

<sup>546</sup> Vgl. Tokarski, 2008, S. 303.

---

Im Rahmen der Thesis wurden darüber hinaus nur die Gesamtdirektvergütung der Vorstandsvorsitzenden berücksichtigt. Hier könnte ein detaillierter Vergleich der einzelnen Vergütungskomponenten von Managern in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen zu weiteren Erkenntnissen führen.

Familienunternehmen zeichnen sich unter anderem durch den Anteil der Familie in den Unternehmensgremien sowie deren Eigentumsanteil am Unternehmen aus. Inwiefern beeinflusst die Höhe des Eigentumsanteils der Familie oder deren Anteil in den Unternehmensgremien die Performance bzw. die Zusammensetzung und die Höhe der Vergütungen? Erhalten Fremdmanager eine höhere Vergütung als Manager aus dem Kreis der Familie?

Die Analyse zeigte die bessere Performance der Familienunternehmen im Untersuchungszeitraum. Da die Vergütungsstrukturen die Unternehmensperformance nicht in angemessener Weise berücksichtigen, sind weitere Performancetreiber zu identifizieren. Diese könnten sich in der Unternehmenskultur der Familienunternehmen finden. Einen weitere interessante Forschungsfrage wäre auch, ob diese Performancetreiber auf die Nicht-Familienunternehmen übertragbar sind.

## 6 Fazit und Ausblick

### 6.1 Fazit

Ausgangspunkt der Untersuchung war die Überlegung, dass die Performance von börsennotierten Unternehmen nicht zwangsläufig mit der Vergütung ihrer Vorstände korrelieren. Diese Überlegung wurde auf die Gruppe der Familienunternehmen übertragen.

In Deutschland sind börsennotierte Unternehmen in der deutlichen Minderheit, ein Großteil der deutschen Unternehmen wird durch kleine und mittelständische Unternehmen repräsentiert, welche oftmals Familien- oder eigentümergeführt sind, wobei Verantwortungsbewusstsein und Nachhaltigkeit als wesentliche Merkmale von Familienunternehmen gesehen werden.<sup>547</sup> Vor diesem Hintergrund wurde der Zusammenhang zwischen der Vergütung des Vorstandes und der Performance von börsennotierten Familienunternehmen bisher nicht ausreichend wissenschaftlich untersucht. Im Rahmen dieser Analyse sollte eruiert werden, ob Familienunternehmen besser performen als Nicht-Familienunternehmen und ob die Performance auf angemessene und nachhaltige Vergütungsmodelle zurückzuführen ist. Der Ehrbare Manager als Wiederbelebung des Leitbildes des Ehrbaren Kaufmanns bildete das Rahmenmodell der Analyse, womit eine nachhaltige Managervergütung mit einer leistungsgerechten Bezahlung (Fair Pay) einhergeht. Da die direkte Übertragung der Kaufmannstugenden auf die moderne, globalisierte Wirtschaft schwierig erscheint, wurde das Leitbild des Ehrbaren Managers in den größeren Rahmen von Wirtschaftsethik, Unternehmensethik und Corporate Social Responsibility eingeordnet.<sup>548</sup>

Im Rahmen der Umsetzung der wirtschaftsethischen Normen hat sich der Begriff Corporate Social Responsibility etabliert. Unternehmen sollen auch für die Gesellschaft Verantwortung übernehmen und deren Erwartungen, Ziele und Werte berücksichtigen.<sup>549</sup> Aufbauend auf diesen Grundwerten wurden in den letzten Jahrzehnten diverse Konzepte und Modelle entwickelt, sowie praktische Umsetzungen forciert.<sup>550</sup>

---

<sup>547</sup> Vgl. A.-K. Achleitner u. a., 2009, S. 11, 36–39; Haussmann, 2012, S. 11–14.

<sup>548</sup> Vgl. Jonas, 1979; Schneider & Schmidpeter, 2012.

<sup>549</sup> Vgl. Bowen, 2013.

<sup>550</sup> Vgl. Dubielzig & Schaltegger, 2005, S. 240–243.

Ausgehend vom geschichtlichen Begriff des Ehrbaren Kaufmanns, der unternehmensethischen Diskussionen, sowie der Umsetzung dieser Normen, kann vom Ehrbaren Manager als dem neuen „globalen Ehrbaren Kaufmann“ gesprochen werden. Neben den Tugenden des ehrbaren Kaufmanns zeichnet er sich durch nachhaltige, gesellschaftlich verantwortungsvolle Unternehmensführung aus. Vor diesem Hintergrund unterstützt er per se seine gerechte Vergütung, welche seine Obergrenze in der Verletzung der Verteilungs- und Tauschgerechtigkeit findet.<sup>551</sup>

Managervergütungen waren in der Vergangenheit immer wieder Anlass für öffentliche Diskussionen bzw. für gerichtliche Entscheidungen. Insbesondere bei der sofortigen Übertragung von Aktienpaketen im Rahmen von Abfindungszahlungen verlieren diese ihren Zweck, nachhaltiges Handeln vom Manager zu verlangen.<sup>552</sup>

Vorstandsvergütungen sind heute meist komplex gestaltet und werden als ein wichtiges Instrument der Anreizgestaltung gesehen. Der Manager soll im Sinne der Shareholder zur positiven Unternehmensentwicklung beitragen. Dabei setzen sich die Vergütungen neben einer fixen Grundvergütung aus variablen leistungsbezogenen Bestandteilen zusammen.<sup>553</sup> Der Ehrbare Manager würde hier nur seine „gerechte“ Vergütung verlangen, welche aber schwer zu quantifizieren ist. In der Praxis ist jedoch immer wieder opportunistisches Verhalten der Vorstände zu beobachten. Vor diesem Hintergrund sind Regelungstendenzen der Vorstandsvergütung in Deutschland vorhanden, welche sich z.B. anhand des Deutschen Corporate Governance Kodex,<sup>554</sup> dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung oder dem Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz konkretisieren.<sup>555</sup>

Zur Diskussion einer gerechten Managervergütung kann auf Ansätze der Wirtschaftsethik zurückgegriffen werden. Problematisch ist hierbei die Definition von absoluten Werten und ob Aussagen zu relativen Gerechtigkeiten ausreichend sind, um die Thematik gerechte Management Vergütung zu bestimmen.<sup>556</sup> Auch in der Literatur und Praxis

---

<sup>551</sup> Vgl. Heinemann, 2012, S. 150.

<sup>552</sup> Vgl. Endres, 2015.

<sup>553</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 17–18.

<sup>554</sup> Vgl. <http://www.dcgk.de>.

<sup>555</sup> Vgl. *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)*, 2009, o.S; Koch & Stadtmann, 2010, S. 2–28.

<sup>556</sup> Vgl. Heinemann, 2012, S. 144; Tokarski, 2008, S. 63.

werden sehr konträre Diskussionen zum Thema Gerechtigkeit und Entlohnung anhand von diversen Gerechtigkeitsprinzipien geführt.<sup>557</sup>

Die Vergütung von Vorständen war in den letzten Jahren regelmäßig Gegenstand des Forschungsinteresses, jedoch mit teils sehr heterogenen Fragestellungen.<sup>558</sup> Vorstände verdienen ein Vielfaches des Gehalts des normalen Mitarbeiters, jedoch soll die Vergütung ihre Leistung und die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens widerspiegeln. Vor dem Hintergrund der aktuellen Vergütungsdiskussion sind die aktienkursbasierten Vergütungsbestandteile von deutschen Vorständen jedoch gesunken. Dies kann zur Reduktion der Motivation der Vorstände, die langfristige Entwicklung der Unternehmen im Rahmen ihrer Entscheidungsfindung zu berücksichtigen, führen. Aufgrund dessen ist von der Zunahme opportunistischer Tendenzen beim Management auszugehen.<sup>559</sup>

Familienunternehmen besitzen für Deutschland einen hohen volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Stellenwert.<sup>560</sup> Trotzdem ist dieses Forschungsfeld noch relativ jung. Dies spiegelt sich in den vielfältigen Definitionsansätzen wider.<sup>561</sup> Aufgrund der schwierigen Operationalisierbarkeit des Begriffs und der genutzten Datenbasis wurde im weiteren Verlauf auf die Familienunternehmensdefinition des DAXplus Family zurückgegriffen.<sup>562</sup>

Auf Basis der Portfolio-Selektions-Theorie von Markowitz wurden die Größen Rendite und Risiko zur Performancemessung von Wertpapieren herangezogen.<sup>563</sup> Aufbauend auf der Portfoliotheorie entwickelten Sharp, Lindner und Mossin das CAPM, mithilfe dessen die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber abgeleitet werden können. Dieses Modell wurde im weiteren Verlauf zur Bestimmung der Nettowertschöpfung bzw. der Nettorendite eingesetzt, indem die erwirtschaftete Wertschöpfung und Rendite der Unternehmen um die Eigenkapitalkosten korrigiert wurden.<sup>564</sup>

---

<sup>557</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 110; Neumann, 2009, S. 66; Paul & Schaefer, 2009, S. 150; Reinisch, 2012, S. 55–56.

<sup>558</sup> Vgl. Kapitel 1.2.

<sup>559</sup> Vgl. Döscher, 2014, S. 37–81; Tüngler u. a., 2015.

<sup>560</sup> Vgl. Gottschalk u. a., 2014, S. 3, 18–22.

<sup>561</sup> Vgl. Kapitel 4.1.

<sup>562</sup> Vgl. Ann-Kristin Achleitner u. a., 2010, S. 7; Deutsche Börse, 2015.

<sup>563</sup> Vgl. Steiner u. a., 2012, S. 20–35.

<sup>564</sup> Vgl. Lintner, 1965; Mossin, 1966; Sharpe, 1964.

Die Performancemessung der Familienunternehmen und der Nicht-Familienunternehmen erfolgt über kapitalmarktorientierte Maße. Dazu wurden die Entwicklungen des DAX 30-Index dem DAXplus Family 30-Index gegenübergestellt. Weiterhin erfolgte die Berechnung des Tobin's q, des Total Shareholder Returns und des Return on Equity, welche in der Forschung häufig genutzte Maße der Performancemessung von Familienunternehmen sind.<sup>565</sup> Dabei konnte die bessere Performance der Familienunternehmen nachgewiesen und somit die Hypothese H1 bestätigt werden: ‚Börsennotierte Familienunternehmen performen besser als nicht-familiengeführte börsennotierte Unternehmen (Aktienkurs)‘.

Bei der Analyse der Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden der Familienunternehmen und der Nicht-Familienunternehmen ergaben sich deutlich höhere Gesamtdirektvergütungen der DAX 30-Unternehmen. Bei der Entwicklung der Gesamtdirektvergütung konnte hingegen keine direkte Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nachgewiesen werden.

Die durchgeführte Pay for Performance-Analyse zeigte, dass die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden sowohl bei den Familienunternehmen als auch bei den Nicht-Familienunternehmen zu großen Teilen nicht der Performance entsprechen. Werden die beiden Einflussfaktoren relative Performance-Gesamtwert und Vergütungsabweichungsfaktor betrachtet, ist hier die bessere Performance der Familienunternehmen gemessen am relativen Performance-Gesamtwert erkennbar. Die dabei gemessene Standardabweichung (größer als bei den Nicht-Familienunternehmen) spricht für die Heterogenität der Renditen in der Gruppe der Familienunternehmen. Bei näherer Betrachtung des Vergütungsabweichungsfaktors ergibt sich ein ähnliches Bild. Nicht-Familienunternehmen des DAX 30 vergüten performancegerechter als die Unternehmen im DAXplus Family 30.

Die anschließend durchgeführte Fair Pay-Analyse quantifizierte die leistungsgerechte Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und machte Vergütungsabweichungen sichtbar. Das von Prinz & Schwalbach vorgeschlagene Ranking, Unternehmen mit negativen Vergütungsabweichungen zu bevorzugen (Under Pay), berücksichtigt sicher die Interessen der Shareholder (Shareholder Value), jedoch nicht ausreichend den ökonomischen Wert der Vorstandsvorsitzenden für die Unternehmen. Vor diesem Hintergrund wurde

---

<sup>565</sup> Vgl. Kapitel 4.3.2.

das Ranking angepasst, und Unternehmen die annähernd eine Gesamtdirektvergütung in Höhe der berechneten Fair Pay-Vergütung zahlen, auf den vorderen Plätzen platziert.

Vergleicht man die Fair Pay-Vergütungen der Familienunternehmen und die der Nicht-Familienunternehmen anhand Minimum, Maximum, Spannweite und Standardabweichung, so weisen die DAX 30-Unternehmen deutlich geringere Werte auf. Somit haben die Nicht-Familienunternehmen eher angemessene Vergütungsstrukturen durchgesetzt als die Familienunternehmen. Die Hypothese H3 ‚Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen‘ musste hiermit verneint werden.

Dies scheint auf den ersten Blick erstaunlich, da in Familienunternehmen eher ein ehrbares und integeres Verhalten und somit angemessene Vergütungsstrukturen erwartet werden. Familienunternehmen definieren sich schwerpunktmäßig über den Anteilsbesitz der Familie, deren Tätigkeit im Aufsichtsrat oder Management, der Unternehmensnachfolge innerhalb der Familie, sowie den Einfluss der Familie auf das Unternehmen.<sup>566</sup> Doch scheinen sich in dieser Unternehmensgruppe die Vorstellungen über die Höhe der performancegerechten Vergütung der Vorstandsvorsitzenden zu unterscheiden. Die einzelnen Familien haben eigene Normen und Wertevorstellungen, die sich auch in der Vergütung des Managements widerspiegeln und bereits bei der Auswahl ihrer Topmanager Berücksichtigung finden. Weiterhin sind einige Familienunternehmen eigentümergeführt, wodurch die Vergütung nicht die einzige Einnahmequelle des Familienmanagers ist. Dieser generiert zusätzliche Einnahmen über Dividendenausüttungen und gegebenenfalls über Kurssteigerungen.

Bei den Nicht-Familienunternehmen fehlt die moralische Kontrolle der Familie, diese werden durch die Shareholder des Unternehmens und den Kapitalmarkt kontrolliert. Corporate Governance-Empfehlungen, sowie Investor Relations-Maßnahmen, dienen der Kontrolle des Unternehmens und somit auch des Managements durch die Öffentlichkeit bzw. den Kapitalmarkt als moralische Instanz.<sup>567</sup> Der Kapitalmarkt bzw. die Öffentlichkeit kann nicht als homogene Gruppe mit einheitlichen Wertevorstellungen betrachtet werden, die Familie mit Ihren Werten auf Basis des Ehrbaren Managers eher. Aufgrund dieser Heterogenität ist diese Gruppe gezwungen, andere Vergleichsmaßstäbe

---

<sup>566</sup> Vgl. J. J. Chrisman, Chua, & Sharma, 2005, S. 556–557; Sharma & Nordqvist, 2007, S. 1.

<sup>567</sup> Vgl. Köhler, 2015, S. 352–379.

für die Vergütung des Managements heranzuziehen. Dabei dient wiederum der Kapitalmarkt als Benchmark. Einmal als Bezugswert für die performanceabhängigen Vergütungsbestandteile, zum anderen als Orientierung der Höhe der Gesamtdirektvergütung. Eine einzelne moralische Instanz, wie die Familie mit ihren festen Wertvorstellungen, existiert hier nicht. Dies führt aber auch zu geringeren Spannweiten und Standardabweichungen der Gesamtdirektvergütung im Index und unter Zugrundelegung des Shareholder Value-Ansatzes zu einer performancegerechteren Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in dieser Unternehmensgruppe.

Bei der Betrachtung der Performance und Vergütung im Zeitablauf erwirtschafteten die Familienunternehmen höhere Wertschöpfungen und höhere Eigenkapitalrenditen. Weiterhin war die geforderte Mindestrendite der Eigenkapitalgeber bei Familienunternehmen geringer als bei den Nicht-Familienunternehmen. Insbesondere die geringeren Eigenkapitalkosten dürften unter Berücksichtigung der Effizienzmarkthypothese nicht existieren, da sämtliche Informationen in den Wertpapieren eingepreist sind.<sup>568</sup> Dies kann jedoch zum einen mit bekannten Renditeanomalien des CAPM erklärt werden. Der Unternehmensgrößeneffekt (Size-Effect) beschreibt, dass das CAPM die Eigenkapitalkosten für geringer marktkapitalisierte Unternehmen unterbewertet. Eine Erklärung dabei ist die Unterstellung eines hohen Wachstumsgrades, welcher eine höhere Risikovolatilität bedingt. Weiterhin sind diese Unternehmen geringer diversifiziert, was ein höheres unsystematisches Risiko impliziert. Zwangsläufig führt dies zu einem höheren Unternehmenswert.<sup>569</sup> Eine weitere Erklärungsthese wäre die Familie selbst. Die Kontinuität und Stabilität des Familieneinflusses im Unternehmen führt zu einer Risikoreduzierung in den Augen der Eigenkapitalgeber, da die nachhaltige und langfristige Ausrichtung des Unternehmens im Vordergrund steht.

Somit konnte im Verlauf der Untersuchung die Hypothese H1 ‚Börsennotierte Familienunternehmen performen besser als nicht-familiengeführte börsennotierte Unternehmen (Aktienkurs)‘ bestätigt werden, die Hypothesen H2 ‚Fair Pay/ Pay for Performance Vergütungsmodelle im Management korrelieren positiv mit der Performance von Familienunternehmen‘ und H3 ‚Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen‘ müssen abgelehnt werden.

---

<sup>568</sup> Vgl. E. F. Fama, 1970; Steiner u. a., 2012, S. 39–47.

<sup>569</sup> Vgl. Banz, 1981; Stahl, 2016, S. 21–22; Steiner u. a., 2012, S. 44.

## 6.2 Ausblick

Bei der Bewertung der Unternehmensperformance sowie der Managementperformance werden derzeit immer noch Modelle der Neoklassik genutzt.<sup>570</sup> Insbesondere auf den Shareholder Value-Ansatz von Rappaport<sup>571</sup> wird oft zurückgegriffen. Dieser ermöglicht zusätzliche Gehaltssteigerungen der Vorstände bei guter Unternehmensperformance. Im Gegenzug erfolgt eine Sanktionierung schlechter Unternehmensperformance in der Regel kaum. Beispielsweise erhielt der Vorstandsvorsitzende der Volkswagen AG Martin Winterkorn im Jahr 2014 eine Gesamtvergütung in Höhe von 15,0 Millionen € und war der Spitzenverdiener im DAX 30. Dabei bestanden 87,2 Prozent seiner Vergütung aus variablen Bestandteilen.<sup>572</sup> Solche Zahlen bewegen immer wieder die Gemüter. Grundsätzlich sollten Manager entsprechend ihrer Leistung entlohnt werden. So führen die teilweise steigenden Gehälter bei sinkenden Erträgen, als auch die hohen absoluten Zahlen zu Diskussionen.<sup>573</sup>

Im Wettbewerb um kompetente Führungskräfte argumentieren Unternehmen für diese hohen Vergütungen. Andernfalls wäre die knappe Ressource „Top-Führungskraft“ für deutsche Unternehmen nicht erreichbar. Andererseits zeigen gerade die Familienunternehmen, dass bei relativ geringen Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden ebenso gute Unternehmensentwicklungen erzielt wurden.<sup>574</sup>

Vor diesem Hintergrund erscheint die Diskussion der Begrenzung der Vorstandsgehälter auf das x-fache des Gehalts eines normalen Angestellten zumindest statthaft.<sup>575</sup> Im Rahmen der Gerechtigkeitsdiskussion bezüglich Managerentlohnungen sind bereits Ansätze vorhanden, gerecht empfundene Vergütungshöhen zu quantifizieren. So beziffert Kluckow die noch als gerecht empfundene Vergütung eines Vorstandes auf maximal 600.000 € pro Jahr.<sup>576</sup>

Bei den untersuchten Familienunternehmen finden sich allein sechs Unternehmen, die die durch Kluckow bezifferte gerechte Vergütungsgrenze einhalten. Vor diesem Hintergrund wäre es interessant zu analysieren, inwiefern diese relativ geringen Vergütungen zu einer besseren oder schlechteren Unternehmensperformance führen.

---

<sup>570</sup> Vgl. Schraml, 2010, S. 24–28.

<sup>571</sup> Vgl. Rappaport, 1986.

<sup>572</sup> Vgl. Friedl u. a., 2015, S. 36.

<sup>573</sup> Vgl. Tüngler u. a., 2015.

<sup>574</sup> Vgl. z.B. UTD.INTERNET AG oder STRATEC BIOMEDICAL.

<sup>575</sup> Vgl. K.-P. Müller, 2013.

<sup>576</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 325.

**Tabelle 18: Familienunternehmen mit durchschnittlicher Gesamtvergütung des VV <600.000 TEUR (2010-2014)<sup>577</sup>**

Name	2010	2011	2012	2013	2014	Mittelwert
GRENKELEASING AG NA O.N.	473.498	625.428	607.061	608.351	621.665	<b>587.201</b>
MANZ AG	442.000	412.000	309.000	516.000	489.000	<b>433.600</b>
NEMETSCHKE AG O.N.	546.000	477.000	279.000	363.000	721.000	<b>477.200</b>
SMA SOLAR TECHNOL.AG	522.000	648.000	497.000	365.000	1.226.000	<b>651.600</b>
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	166.400	445.000	452.000	613.000	666.000	<b>468.480</b>
UTD.INTERNET AG NA	538.000	549.000	452.000	537.000	547.000	<b>524.600</b>

Weiterhin scheint sich die Zusammensetzung der Bestandteile des Entlohnungssystems (fixe Vergütung, variable Vergütung und Nebenleistungen) auf das Gerechtigkeitsempfinden auszuwirken. Daher wäre im weiteren Schritt eine Analyse der Zusammensetzung der Gesamtvergütung, vor dem Hintergrund eines gerecht empfundenen Managemententlohnungssystems, interessant. Im zweiten Schritt sollten die Performanceauswirkungen berücksichtigt werden.<sup>578</sup> Dabei könnten auch die Spreizung der Vorstandsvergütungen innerhalb des Vorstandes interessant sein. Sind große Vergütungsspreizungen (zum Beispiel: der Vorstandsvorsitzenden verdient überproportional mehr als ein normales Vorstandsmitglied) performancefördernd?

Die größte Herausforderung ist sicher die Quantifizierung des Ehrbaren Managers. Dieser lässt sich auf Basis der Eigenschaften des Ehrbaren Kaufmanns skizzieren, jedoch scheint dieses Konzept bei den angestellten Managern noch nicht umgesetzt worden zu sein. Dies ist bei den Nicht-Familienunternehmen dem heterogenen Wertebild der Stakeholder geschuldet. In den Familienunternehmen ist dieses Konzept anscheinend stärker integriert, was sich an den negativen Fair Pay-Abweichungen widerspiegelt. Die Gruppe der Familienunternehmen ist selbst bei der ausgewählten Datenbasis (DAXplus Family 30-Unternehmen) sehr heterogen und erschwert Vergleiche. Bei einigen scheint eine deutlich stärkere Kapitalmarktorientierung, mit starker Shareholder Value-Fokussierung, vorzuherrschen (zum Beispiel SAP, Fresenius und Henkel). Bei anderen scheint die Betonung eher auf dem Bereich Familie zu liegen. Für weitere Untersuchungen im Feld der Familienunternehmen sollte daher eine klarere Trennung dieser beiden Gruppen erfolgen. Herausforderungen werden hier in der Operationalisierbarkeit der Definition Familienunternehmen sowie in der Datenverfügbarkeit bei der Gruppe der Familienunternehmen liegen.

<sup>577</sup> Eigene Berechnungen, Daten aus Bloomberg, Geschäftsberichte; Vergütungsabweichung max. + 10%.

<sup>578</sup> Vgl. Kluckow, 2014, S. 323–325.

## Anhang

Anhang 1: Zusammensetzung DAX (Dezember 2014)<sup>579</sup>

	<b>Preis-Index (PR)</b>	<b>DE0008467440</b>		
	<b>Performance-Index (TR)</b>	<b>DE0008469008</b>		
<b>Ticker</b>	<b>Name</b>	<b>ISIN</b>	<b>GICS Sektorname</b>	<b>GICS Industrie-Gruppenname</b>
ADS	ADIDAS AG NA O.N.	DE000A1EWWW0	Nicht-Basiskonsumgüter	Gebrauchsgüter & Bekleidung
ALV	ALLIANZ SE VNA O.N.	DE0008404005	Finanzwesen	Versicherungen
BAS	BASF SE NA O.N.	DE000BASF111	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
BMW	BAY.MOTOREN WERKE AG ST	DE0005190003	Nicht-Basiskonsumgüter	Automobile & Komponenten
BAYN	BAYER AG NA	DE000BAY0017	Gesundheitswesen	Pharmazeutika, Biotechnologie
BEI	BEIERSDORF AG O.N.	DE0005200000	Basiskonsumgüter	Haushaltsartikel & Körperpfle
CBK	COMMERZBANK AG	DE000CBK1001	Finanzwesen	Banken
CON	CONTINENTAL AG O.N.	DE0005439004	Nicht-Basiskonsumgüter	Automobile & Komponenten
DAI	DAIMLER AG NA O.N.	DE0007100000	Nicht-Basiskonsumgüter	Automobile & Komponenten
DBK	DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	DE0005140008	Finanzwesen	Diversifizierte Finanzdienste
DB1	DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	DE0005810055	Finanzwesen	Diversifizierte Finanzdienste
DPW	DEUTSCHE POST AG NA O.N.	DE0005552004	Industrie	Transportwesen
DTE	DT.TELEKOM AG NA	DE0005557508	Telekommunikationsdienste	Telekommunikationsdienste
EOAN	E.ON SE NA	DE000ENAG999	Versorgungsbetriebe	Versorgungsbetriebe
FME	FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	DE0005785802	Gesundheitswesen	Gesundheitswesen: Ausstattung
FRE	FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	DE0005785604	Gesundheitswesen	Gesundheitswesen: Ausstattung
HEI	HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	DE0006047004	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
HEN3	HENKEL AG+CO.KGAA VZO	DE0006048432	Basiskonsumgüter	Haushaltsartikel & Körperpfle
IFX	INFINEON TECH.AG NA O.N.	DE0006231004	IT	Halbleiter & Geräte zur Halbl
SDF	K+S AG NA O.N.	DE000KSAG888	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
LXS	LANXESS AG	DE0005470405	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
LIN	LINDE AG O.N.	DE0006483001	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
LHA	LUFTHANSA AG VNA O.N.	DE0008232125	Industrie	Transportwesen
MRK	MERCK KGAA O.N.	DE0006599905	Gesundheitswesen	Pharmazeutika, Biotechnologie
MUV2	MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	DE0008430026	Finanzwesen	Versicherungen
RWE	RWE AG ST O.N.	DE0007037129	Versorgungsbetriebe	Versorgungsbetriebe
SAP	SAP SE O.N.	DE0007164600	IT	Software & Dienste
SIE	SIEMENS AG NA	DE0007236101	Industrie	Investitionsgüter
TKA	THYSSENKRUPP AG O.N.	DE0007500001	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
VOW3	VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	DE0007664039	Nicht-Basiskonsumgüter	Automobile & Komponenten

<sup>579</sup>Vgl. Börse Frankfurt, 2015d.

## Anhang 2: Zusammensetzung DAXplus Family 30 (Dezember 2014)<sup>580</sup>

	<b>Preis-Index (PR)</b>	<b>DE000A0YKTP5</b>		
	<b>Performance-Index (TR)</b>	<b>DE000A0YKTN0</b>		
<b>Ticker</b>	<b>Name</b>	<b>ISIN</b>	<b>GICS Sektorname</b>	<b>GICS Industrie-Gruppenname</b>
SPR	A.SPRINGER SE VNA	DE0005501357	Nicht-Basiskonsumgüter	Medien
BC8	BECHTLE AG O.N.	DE0005158703	IT	Software & Dienste
CWC	CEWE STIFT.KGAA O.N.	DE0005403901	Industrie	Kommerzielle & professionelle
EVD	CTS EVENTIM KGAA	DE0005470306	Nicht-Basiskonsumgüter	Medien
DUE	DUERR AG O.N.	DE0005565204	Industrie	Investitionsgüter
ZIL2	ELRINGKLINGER AG NA O.N.	DE0007856023	Nicht-Basiskonsumgüter	Automobile & Komponenten
FIE	FIELMANN AG O.N.	DE0005772206	Nicht-Basiskonsumgüter	Groß- & Einzelhandel
FRE	FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	DE0005785604	Gesundheitswesen	Gesundheitswesen: Ausstattung
FPE	FUCHS PETROLUB SE O.N.	DE0005790406	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
GW11	GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	DE0003304101	Nicht-Basiskonsumgüter	Gebrauchsgüter & Bekleidung
GFT	GFT TECHNOLOGIES SE	DE0005800601	IT	Software & Dienste
GLJ	GRENKELEASING AG NA O.N.	DE000A161N30	Finanzwesen	Diversifizierte Finanzdienste
HEN	HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	DE0006048408	Basiskonsumgüter	Haushaltsartikel & Körperpfle
KRN	KRONES AG O.N.	DE0006335003	Industrie	Investitionsgüter
M5Z	MANZ AG	DE000A0JQ5U3	IT	Halbleiter & Geräte zur Halbl
MEO	METRO AG ST O.N.	DE0007257503	Basiskonsumgüter	Lebensmittel- & Basisartikelei
NEM	NEMETSCHKE AG O.N.	DE0006452907	IT	Software & Dienste
P1Z	PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	DE000PAT1AG3	Finanzwesen	Immobilien
QSC	QSC AG NA O.N.	DE0005137004	Telekommunikationsdienste	Telekommunikationsdienste
RAA	RATIONAL AG	DE0007010803	Industrie	Investitionsgüter
SAP	SAP SE O.N.	DE0007164600	IT	Software & Dienste
SIX2	SIXT SE ST O.N.	DE0007231326	Industrie	Transportwesen
S92	SMA SOLAR TECHNOL.AG	DE000A0DJ6J9	IT	Halbleiter & Geräte zur Halbl
SOW	SOFTWARE AG O.N.	DE0003304002	IT	Software & Dienste
SBS	STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	DE000STRA555	Gesundheitswesen	Gesundheitswesen: Ausstattung
SAX	STROEER SE	DE0007493991	Nicht-Basiskonsumgüter	Medien
SY1	SYMRISE AG INH. O.N.	DE000SYM9999	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
UTDI	UTD.INTERNET AG NA	DE0005089031	IT	Software & Dienste
WCH	WACKER CHEMIE O.N.	DE000WCH8881	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe
WAC	WACKER NEUSON NA O.N.	DE000WACK012	Industrie	Investitionsgüter

<sup>580</sup> Vgl. Börse Frankfurt, 2015e.

### Anhang 3: Bloomberg-Beschreibungen

#### Eigenkapitalrendite: RETURN\_COM\_EQY



#### EK Marktwert (HISTORICAL\_MARKET\_CAP)



## EK Buchwert (TOT\_COMMON\_EQY) oder TOTAL\_EQUITY

<Menu> schließen

Definition

RR010 - Gesamtes Stammkapital (TOT\_COMMON\_EQY)  
INDUSTRIE

Das ges. Stammkapital wird anhand folgender Formel berechnet:  
Aktienkapital & Eigenkapitalzuwachs aus sonst. Quellen + Gewinnrücklagen

BANKEN

Das ges. Stammkapital wird anhand folgender Formel berechnet:  
Aktienkapital & Eigenkapitalzuwachs aus sonst. Quellen + Gewinnrücklagen

FINANZWESEN

Das ges. Stammkapital wird anhand folgender Formel berechnet:

Close

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.  
SN 298888 EST GMT-5:00 H441-3089-0 27-Nov-2015 07:17:16

<Menu> schließen

Definition

RR007 - Gesamtes Eigenkapital (TOTAL\_EQUITY)  
Gesamtes Eigenkapital (auch als Buchwert oder Nettovermögen bezeichnet) wird wie folgt berechnet:  
Stammkapital + Minderheitsbeteiligung + Vorzugsaktien

Wobei:

Stammkapital ist RR010, TOT\_COMMON\_EQY  
Minderheitsbeteiligung ist BS062, BS\_MINORITY\_INT  
Vorzugsaktien ist BS061, BS\_PFD\_EQY

Stammkapital muss für die Berechnung des gesamten Eigenkapitals bestehen.

API:  
aktueller Wert verfügbar, historische Werte verfügbar

Close

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.  
SN 298888 EST GMT-5:00 H441-3089-0 27-Nov-2015 07:18:47

## GK Bilanzsumme (TOT\_LIAB\_AND\_EQY)



## Eigenkapitalkosten (WACC\_COST\_EQUITY)



## Gesamter Vergütungsbetrag (TOT\_COMP\_AW\_TO\_CEO\_&amp;\_EQUIV)

The screenshot shows the Bloomberg Finance L.P. interface for defining a field. The window title is 'D&T GY Equitv'. The main area is titled 'Feldkategorien/Suche' and contains a search box with the text '<Feld eingeben>'. Below the search box is a list of field categories, with 'An den CEO & Äquivalent gezahlte V' selected. To the right, the 'Beschreibung' section displays the following information:

**An den CEO & Äquivalent gezahlte Vergütung (CG001)**  
 Mnemonik: **TOT\_COMP\_AW\_TO\_CEO\_&\_EQUIV**

Gesamter Vergütungsbetrag, den das Unternehmen an den Chief Executive Officer (CEO) gezahlt hat, oder das von Bloomberg bestimmte Äquivalent. Der Betrag kann die Bezahlung von mehr als einem CEO beinhalten, wenn es einstweilige oder vorherige CEOs gab, die während des Geschäftsjahres gedient haben. Die Anzahl der CEOs oder Äquivalent ist (CG053, #\_CEO\_&\_EQUIV\_INC\_COMP\_PD\_DUR\_FY). Dieses Feld ist Teil der Gruppenfelder für Umwelt, Soziales oder Governance (ESG).

At the bottom of the window, there is a status bar with the following text: 'Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 298888 EDT GMT-4:00 H437-1177-0 16-Sep-2015 08:23:43'

## Gesamter Gehaltsbetrag (fixe Vergütung)

(TOT\_SALARIES\_PAID\_TO\_CEO\_&amp;\_EQUIV)

The screenshot shows the Bloomberg Finance L.P. interface for defining a field. The window title is 'D&T GY Equitv'. The main area is titled 'Feldkategorien/Suche' and contains a search box with the text '<Feld eingeben>'. Below the search box is a list of field categories, with 'An den CEO & Äquivalent gezahlte G' selected. To the right, the 'Beschreibung' section displays the following information:

**An den CEO & Äquivalent gezahlte Gehälter (CG002)**  
 Mnemonik: **TOT\_SALARIES\_PAID\_TO\_CEO\_&\_EQUIV**

Gesamter Gehaltsbetrag, den das Unternehmen an den Chief Executive Officer (CEO) gezahlt hat, oder das von Bloomberg bestimmte Äquivalent. Der Betrag kann die Bezahlung von mehr als einem CEO beinhalten, wenn es einstweilige oder vorherige CEOs gab, die während des Geschäftsjahres gedient haben. Die Anzahl der CEOs oder Äquivalent ist (CG053, #\_CEO\_&\_EQUIV\_INC\_COMP\_PD\_DUR\_FY). Dieses Feld ist Teil der Gruppenfelder für Umwelt, Soziales oder Governance (ESG).

At the bottom of the window, there is a status bar with the following text: 'Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 298888 EDT GMT-4:00 H437-1177-0 16-Sep-2015 08:21:54'

Gesamter Bonusbetrag (variable Vergütung)  
(TOT\_BONUSES\_PAID\_TO\_CEO\_&\_EQUIV)



Gesamtbetrag des bargeldlosen und Nicht-Bonusanteils  
(ALL\_OTHER\_COMP\_AW\_TO\_CEO\_&\_EQUIV)



## Anhang 4: Fair Pay-Analyse DAX 30 (2010-2014)

Name	2010		Over-/ Under Pay in €	Schwalbach Pay / Fair Pay	Position Schwalbach	Fair Pay	Position	Fair Pay Abweichung
	Fair Pay in €	Real Pay in €						
ADIDAS AG NA O.N.	4.688.407	4.833.000	144.593	103,1%	19	103,1%	1	3,1%
ALLIANZ SE VNA O.N.	4.134.247	6.599.000	2.464.753	159,6%	23	159,6%	15	59,6%
BASF SE NA O.N.	4.966.378	4.469.000	- 497.378	90,0%	17	111,1%	4	-10,0%
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	5.392.135	4.296.216	- 1.095.919	79,7%	14	125,5%	7	-20,3%
BAYER AG NA	4.082.693	6.924.000	2.841.307	169,6%	25	169,6%	17	69,6%
BEIERSDORF AG O.N.	4.236.013	1.101.000	- 3.135.013	26,0%	2	384,7%	29	-74,0%
COMMERZBANK AG	3.777.405	617.000	- 3.160.405	16,3%	1	612,2%	30	-83,7%
CONTINENTAL AG O.N.	4.677.403	2.718.000	- 1.959.403	58,1%	8	172,1%	18	-41,9%
DAIMLER AG NA O.N.	4.579.565	8.691.000	4.111.435	189,8%	29	189,8%	24	89,8%
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	3.371.866	6.304.449	2.932.583	187,0%	28	187,0%	22	87,0%
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	4.059.945	3.657.500	- 402.445	90,1%	18	111,0%	3	-9,9%
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	4.420.537	2.956.905	- 1.463.632	66,9%	9	149,5%	14	-33,1%
DT. TELEKOM AG NA	4.148.767	3.360.983	- 787.784	81,0%	15	123,4%	6	-19,0%
E.ON SE NA	4.110.121	5.565.691	1.455.570	135,4%	21	135,4%	11	35,4%
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	4.806.068	3.626.000	- 1.180.068	75,4%	11	132,5%	10	-24,6%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	5.163.633	2.762.000	- 2.401.633	53,5%	7	187,0%	21	-46,5%
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	3.681.203	3.885.714	204.511	105,6%	20	105,6%	2	5,6%
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	4.858.175	4.160.448	- 697.727	85,6%	16	116,8%	5	-14,4%
INFINEON TECH.AG NA O.N.	5.512.832	2.226.979	- 3.285.853	40,4%	5	247,5%	26	-59,6%
K+S AG NA O.N.	4.919.581	1.632.400	- 3.287.181	33,2%	3	301,4%	28	-66,8%
LANXESS AG	6.116.044	2.355.000	- 3.761.044	38,5%	4	259,7%	27	-61,5%
LINDE AG O.N.	4.760.636	6.953.933	2.193.297	146,1%	22	146,1%	13	46,1%
LUFTHANSA AG VNA O.N.	4.830.276	3.491.689	- 1.338.587	72,3%	10	138,3%	12	-27,7%
MERCK KGAA O.N.	4.122.466	3.189.000	- 933.466	77,4%	12	129,3%	9	-22,6%
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	4.385.585	2.337.475	- 2.048.110	53,3%	6	187,6%	23	-46,7%
RWE AG ST O.N.	4.365.762	8.665.000	4.299.238	198,5%	30	198,5%	25	98,5%
SAP SE O.N.	4.803.613	8.510.400	3.706.787	177,2%	26	177,2%	19	77,2%
SIEMENS AG NA	4.825.128	8.982.042	4.156.914	186,2%	27	186,2%	20	86,2%
THYSSENKRUPP AG O.N.	4.247.928	3.349.000	- 898.928	78,8%	13	126,8%	8	-21,2%
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	5.506.624	9.330.210	3.823.586	169,4%	24	169,4%	16	69,4%
<b>Mittelwert</b>	<b>4.585.034</b>	<b>4.585.034</b>						
<b>Summe</b>	<b>137.551.034</b>	<b>137.551.034</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>595.651</b>	<b>2.493.063</b>	<b>2.558.673</b>				<b>1,016</b>	<b>0,558</b>

Name	2011							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Schwalbach		Fair Pay		Abweichung
				Pay / Fair Pay	Position	Pay	Position	
ADIDAS AG NA O.N.	5.604.426	5.847.000	242.574	104,3%	19	104,3%	2	4,3%
ALLIANZ SE VNA O.N.	4.763.724	5.263.000	499.276	110,5%	20	110,5%	3	10,5%
BASF SE NA O.N.	5.709.053	6.908.000	1.198.947	121,0%	22	121,0%	7	21,0%
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	5.397.144	6.156.535	759.391	114,1%	21	114,1%	4	14,1%
BAYER AG NA	5.248.082	4.487.000	- 761.082	85,5%	16	117,0%	6	-14,5%
BEIERSDORF AG O.N.	5.650.467	1.440.000	- 4.210.467	25,5%	2	392,4%	29	-74,5%
COMMERZBANK AG	3.243.704	569.000	- 2.674.704	17,5%	1	570,1%	30	-82,5%
CONTINENTAL AG O.N.	5.124.948	3.022.000	- 2.102.948	59,0%	8	169,6%	18	-41,0%
DAIMLER AG NA O.N.	4.701.183	8.654.000	3.952.817	184,1%	27	184,1%	23	84,1%
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	4.534.955	6.298.214	1.763.259	138,9%	25	138,9%	12	38,9%
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	5.788.377	3.595.700	- 2.192.677	62,1%	10	161,0%	16	-37,9%
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	5.343.091	3.087.811	- 2.255.280	57,8%	7	173,0%	20	-42,2%
DT. TELEKOM AG NA	5.126.329	3.850.891	- 1.275.438	75,1%	14	133,1%	10	-24,9%
E.ON SE NA	4.364.393	4.542.611	178.218	104,1%	18	104,1%	1	4,1%
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	6.200.093	3.810.000	- 2.390.093	61,5%	9	162,7%	17	-38,5%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	5.973.097	2.111.000	- 3.862.097	35,3%	4	283,0%	26	-64,7%
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	4.295.005	3.232.000	- 1.063.005	75,3%	15	132,9%	9	-24,7%
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	5.535.526	4.794.940	- 740.586	86,6%	17	115,4%	5	-13,4%
INFINEON TECH.AG NA O.N.	5.676.756	3.721.184	- 1.955.572	65,6%	11	152,6%	15	-34,4%
K+S AG NA O.N.	4.857.767	2.766.900	- 2.090.867	57,0%	6	175,6%	21	-43,0%
LANXESS AG	5.028.501	3.378.000	- 1.650.501	67,2%	12	148,9%	14	-32,8%
LINDE AG O.N.	5.512.659	6.852.456	1.339.797	124,3%	23	124,3%	8	24,3%
LUFTHANSA AG VNA O.N.	3.997.759	2.259.890	- 1.737.869	56,5%	5	176,9%	22	-43,5%
MERCK KGAA O.N.	6.074.627	4.228.000	- 1.846.627	69,6%	13	143,7%	13	-30,4%
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	4.893.562	1.699.499	- 3.194.063	34,7%	3	287,9%	27	-65,3%
RWE AG ST O.N.	4.459.235	8.443.000	3.983.765	189,3%	29	189,3%	25	89,3%
SAP SE O.N.	6.385.480	12.052.200	5.666.720	188,7%	28	188,7%	24	88,7%
SIEMENS AG NA	5.144.774	8.738.227	3.593.453	169,8%	26	169,8%	19	69,8%
THYSSENKRUPP AG O.N.	3.335.605	4.582.000	1.246.395	137,4%	24	137,4%	11	37,4%
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	5.876.943	17.456.206	11.579.263	297,0%	30	297,0%	28	197,0%
<b>Mittelwert</b>	<b>5.128.242</b>	<b>5.128.242</b>						
<b>Summe</b>	<b>153.847.264</b>	<b>153.847.264</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>776.675</b>	<b>3.421.311</b>	<b>3.273.059</b>			<b>0,983</b>		<b>0,606</b>

Name	2012							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Schwalbach		Fair Pay		Abweichung
				Pay / Fair Pay	Position	Pay	Position	
ADIDAS AG NA O.N.	5.619.000	2.666.000	- 2.953.000	47,4%	6	210,8%	22	-52,6%
ALLIANZ SE VNA O.N.	5.572.469	6.622.000	1.049.531	118,8%	21	118,8%	7	18,8%
BASF SE NA O.N.	5.824.459	5.286.000	- 538.459	90,8%	16	110,2%	4	-9,2%
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	5.877.238	6.627.069	749.831	112,8%	20	112,8%	5	12,8%
BAYER AG NA	5.816.682	5.062.000	- 754.682	87,0%	15	114,9%	6	-13,0%
BEIERSDORF AG O.N.	5.973.519	3.021.000	- 2.952.519	50,6%	8	197,7%	20	-49,4%
COMMERZBANK AG	4.500.103	1.392.000	- 3.108.103	30,9%	1	323,3%	30	-69,1%
CONTINENTAL AG O.N.	6.706.644	2.934.000	- 3.772.644	43,7%	5	228,6%	24	-56,3%
DAIMLER AG NA O.N.	5.502.719	8.153.000	2.650.281	148,2%	25	148,2%	13	48,2%
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	4.633.205	11.005.103	6.371.898	237,5%	29	237,5%	26	137,5%
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	5.690.521	3.401.500	- 2.289.021	59,8%	11	167,3%	16	-40,2%
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	5.933.673	3.535.992	- 2.397.681	59,6%	10	167,8%	17	-40,4%
DT. TELEKOM AG NA	4.143.608	3.777.952	- 365.656	91,2%	17	109,7%	3	-8,8%
E.ON SE NA	4.614.430	5.712.703	1.098.273	123,8%	22	123,8%	9	23,8%
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	5.333.532	4.428.000	- 905.532	83,0%	14	120,5%	8	-17,0%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	5.674.113	2.191.000	- 3.483.113	38,6%	2	259,0%	28	-61,4%
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	5.213.535	3.755.000	- 1.458.535	72,0%	13	138,8%	11	-28,0%
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	5.959.072	6.175.454	216.382	103,6%	19	103,6%	2	3,6%
INFINEON TECH.AG NA O.N.	5.108.272	2.900.081	- 2.208.191	56,8%	9	176,1%	18	-43,2%
K+S AG NA O.N.	5.448.572	2.618.200	- 2.830.372	48,1%	7	208,1%	21	-51,9%
LANXESS AG	6.369.206	4.122.000	- 2.247.206	64,7%	12	154,5%	15	-35,3%
LINDE AG O.N.	5.321.660	6.920.482	1.598.822	130,0%	23	130,0%	10	30,0%
LUFTHANSA AG VNA O.N.	6.099.339	2.587.794	- 3.511.545	42,4%	4	235,7%	25	-57,6%
MERCK KGAA O.N.	5.426.303	5.549.000	122.697	102,3%	18	102,3%	1	2,3%
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	5.852.337	2.393.046	- 3.459.291	40,9%	3	244,6%	27	-59,1%
RWE AG ST O.N.	5.252.767	7.502.000	2.249.233	142,8%	24	142,8%	12	42,8%
SAP SE O.N.	6.220.718	17.024.200	10.803.482	273,7%	30	273,7%	29	173,7%
SIEMENS AG NA	5.303.788	7.871.173	2.567.385	148,4%	26	148,4%	14	48,4%
THYSSENKRUPP AG O.N.	2.098.252	3.847.000	1.748.748	183,3%	27	183,3%	19	83,3%
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	6.502.290	14.511.276	8.008.986	223,2%	28	223,2%	23	123,2%
<b>Mittelwert</b>	<b>5.453.068</b>	<b>5.453.068</b>						
<b>Summe</b>	<b>163.592.025</b>	<b>163.592.025</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>862.225</b>	<b>3.562.470</b>	<b>3.519.930</b>			<b>0,589</b>		<b>0,626</b>

Name	2013							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Schwalbach		Fair Pay		Abweichung
				Pay / Fair Pay	Position	Pay	Position	
ADIDAS AG NA O.N.	6.231.528	2.364.000	- 3.867.528	37,9%	4	263,6%	24	-62,1%
ALLIANZ SE VNA O.N.	5.811.311	6.047.000	235.689	104,1%	19	104,1%	1	4,1%
BASF SE NA O.N.	5.806.533	5.400.000	- 406.533	93,0%	18	107,5%	2	-7,0%
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	5.809.581	7.032.836	1.223.255	121,1%	24	121,1%	8	21,1%
BAYER AG NA	6.322.581	4.832.000	- 1.490.581	76,4%	16	130,8%	10	-23,6%
BEIERSDORF AG O.N.	6.048.399	2.657.000	- 3.391.399	43,9%	6	227,6%	22	-56,1%
COMMERZBANK AG	4.527.940	1.381.000	- 3.146.940	30,5%	1	327,9%	29	-69,5%
CONTINENTAL AG O.N.	7.159.770	3.981.000	- 3.178.770	55,6%	10	179,8%	18	-44,4%
DAIMLER AG NA O.N.	6.474.747	8.247.000	1.772.253	127,4%	25	127,4%	9	27,4%
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	4.995.989	14.949.194	9.953.205	299,2%	29	299,2%	27	199,2%
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	6.152.932	3.567.000	- 2.585.932	58,0%	12	172,5%	16	-42,0%
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	6.918.588	3.263.003	- 3.655.585	47,2%	8	212,0%	20	-52,8%
DT. TELEKOM AG NA	6.067.730	3.505.418	- 2.562.312	57,8%	11	173,1%	17	-42,2%
E.ON SE NA	5.149.397	5.686.238	536.841	110,4%	21	110,4%	4	10,4%
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	5.656.930	2.507.000	- 3.149.930	44,3%	7	225,6%	21	-55,7%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	6.120.354	2.456.000	- 3.664.354	40,1%	5	249,2%	23	-59,9%
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	5.463.181	3.941.000	- 1.522.181	72,1%	14	138,6%	12	-27,9%
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	6.273.688	6.784.058	510.370	108,1%	20	108,1%	3	8,1%
INFINEON TECH.AG NA O.N.	5.594.735	1.832.032	- 3.762.703	32,7%	2	305,4%	28	-67,3%
K+S AG NA O.N.	4.911.423	2.659.000	- 2.252.423	54,1%	9	184,7%	19	-45,9%
LANXESS AG	4.186.636	2.430.000	- 1.756.636	58,0%	13	172,3%	15	-42,0%
LINDE AG O.N.	5.718.347	6.919.170	1.200.823	121,0%	22	121,0%	6	21,0%
LUFTHANSA AG VNA O.N.	5.312.732	1.967.441	- 3.345.291	37,0%	3	270,0%	26	-63,0%
MERCK KGAA O.N.	6.041.005	7.311.000	1.269.995	121,0%	23	121,0%	7	21,0%
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	5.842.256	4.427.388	- 1.414.868	75,8%	15	132,0%	11	-24,2%
RWE AG ST O.N.	3.689.897	3.235.000	- 454.897	87,7%	17	114,1%	5	-12,3%
SAP SE O.N.	5.879.083	19.593.500	13.714.417	333,3%	30	333,3%	30	233,3%
SIEMENS AG NA	5.891.311	9.891.979	4.000.668	167,9%	27	167,9%	14	67,9%
THYSSENKRUPP AG O.N.	3.034.073	4.908.000	1.873.927	161,8%	26	161,8%	13	61,8%
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	5.688.441	15.005.862	9.317.421	263,8%	28	263,8%	25	163,8%
<b>Mittelwert</b>	<b>5.626.037</b>	<b>5.626.037</b>						
<b>Summe</b>	<b>168.781.119</b>	<b>168.781.119</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>878.526</b>	<b>4.296.515</b>	<b>4.309.703</b>			<b>0,723</b>		<b>0,772</b>

Name	2014							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Schwalbach		Fair Pay		Abweichung
				Pay / Fair Pay	Position	Pay	Position	
ADIDAS AG NA O.N.	4.736.147	4.348.477	- 387.670	91,8%	17	108,9%	4	-8,2%
ALLIANZ SE VNA O.N.	5.778.341	5.942.000	163.659	102,8%	19	102,8%	1	2,8%
BASF SE NA O.N.	5.669.804	5.400.000	- 269.804	95,2%	18	105,0%	2	-4,8%
BAY.MOTOREN WERKE AG ST	5.832.179	7.245.159	1.412.980	124,2%	24	124,2%	14	24,2%
BAYER AG NA	6.011.937	5.475.000	- 536.937	91,1%	16	109,8%	5	-8,9%
BEIERSDORF AG O.N.	5.685.369	2.424.000	- 3.261.369	42,6%	5	234,5%	24	-57,4%
COMMERZBANK AG	5.052.370	1.907.000	- 3.145.370	37,7%	3	264,9%	26	-62,3%
CONTINENTAL AG O.N.	6.195.787	4.409.000	- 1.786.787	71,2%	9	140,5%	17	-28,8%
DAIMLER AG NA O.N.	5.922.538	8.364.000	2.441.462	141,2%	26	141,2%	18	41,2%
DEUTSCHE BANK AG NA O.N.	4.667.501	13.323.916	8.656.415	285,5%	29	285,5%	29	185,5%
DEUTSCHE BOERSE NA O.N.	6.117.494	3.779.500	- 2.337.994	61,8%	8	161,9%	21	-38,2%
DEUTSCHE POST AG NA O.N.	6.038.757	9.587.598	3.548.841	158,8%	27	158,8%	19	58,8%
DT. TELEKOM AG NA	5.871.458	4.356.253	- 1.515.205	74,2%	10	134,8%	15	-25,8%
E.ON SE NA	5.003.130	4.309.826	- 693.304	86,1%	14	116,1%	10	-13,9%
FRESEN.MED.CARE KGAA O.N.	6.245.030	2.853.000	- 3.392.030	45,7%	6	218,9%	23	-54,3%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	6.159.099	2.536.000	- 3.623.099	41,2%	4	242,9%	25	-58,8%
HEIDELBERGCEMENT AG O.N.	5.453.783	6.139.000	685.217	112,6%	22	112,6%	8	12,6%
HENKEL AG+CO.KGAA VZO	5.948.155	6.874.752	926.597	115,6%	23	115,6%	9	15,6%
INFINEON TECH.AG NA O.N.	5.917.832	2.231.668	- 3.686.164	37,7%	2	265,2%	27	-62,3%
K+S AG NA O.N.	5.692.635	2.102.000	- 3.590.635	36,9%	1	270,8%	28	-63,1%
LANXESS AG	4.844.625	5.332.000	487.375	110,1%	21	110,1%	6	10,1%
LINDE AG O.N.	5.650.352	4.858.347	- 792.005	86,0%	13	116,3%	11	-14,0%
LUFTHANSA AG VNA O.N.	4.984.764	4.102.000	- 882.764	82,3%	12	121,5%	12	-17,7%
MERCK KGAA O.N.	4.870.715	7.765.000	2.894.285	159,4%	28	159,4%	20	59,4%
MUENCH.RUECKVERS.VNA O.N.	5.817.407	4.726.590	- 1.090.817	81,2%	11	123,1%	13	-18,8%
RWE AG ST O.N.	5.983.094	3.272.000	- 2.711.094	54,7%	7	182,9%	22	-45,3%
SAP SE O.N.	5.779.792	8.088.600	2.308.808	139,9%	25	139,9%	16	39,9%
SIEMENS AG NA	5.811.290	6.177.114	365.824	106,3%	20	106,3%	3	6,3%
THYSSENKRUPP AG O.N.	5.810.185	5.181.000	- 629.185	89,2%	15	112,1%	7	-10,8%
VOLKSWAGEN AG VZO O.N.	5.420.707	15.861.478	10.440.771	292,6%	30	292,6%	30	192,6%
<b>Mittelwert</b>	<b>5.632.409</b>	<b>5.632.409</b>						
<b>Summe</b>	<b>168.972.278</b>	<b>168.972.278</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>466.560</b>	<b>3.148.340</b>	<b>3.289.799</b>			<b>0,635</b>		<b>0,618</b>

## Anhang 5: Fair Pay-Analyse DAXplus Family 30 (2010-2014)

Name	2010							
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Schwalbach		Fair Pay	Position	Fair Pay
				Pay / Fair Pay	Position			
				Pay	Schwalbach			Abweichung
A.SPRINGER SE VNA	2.391.645	6.605.000	4.213.355	276,2%	29	276,2%	21	176,2%
BECHTLE AG O.N.	2.181.032	953.000	- 1.228.032	43,7%	12	228,9%	17	-56,3%
CEWE STIFT.KGAA O.N.	2.198.053	644.000	- 1.554.053	29,3%	6	341,3%	24	-70,7%
CTS EVENTIM KGAA	2.369.653	1.300.000	- 1.069.653	54,9%	14	182,3%	13	-45,1%
DUERR AG O.N.	1.958.454	1.400.000	- 558.454	71,5%	17	139,9%	4	-28,5%
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	2.140.524	796.724	- 1.343.800	37,2%	9	268,7%	20	-62,8%
FIELMANN AG O.N.	2.307.153	3.358.000	1.050.847	145,5%	23	145,5%	7	45,5%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	2.212.271	2.762.000	549.729	124,8%	19	124,8%	2	24,8%
FUCHS PETROLUB SE O.N.	2.513.112	1.691.000	- 822.112	67,3%	16	148,6%	9	-32,7%
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	2.534.986	3.742.000	1.207.014	147,6%	24	147,6%	8	47,6%
GFT TECHNOLOGIES SE	2.319.083	950.000	- 1.369.083	41,0%	11	244,1%	18	-59,0%
GRENKELEASING AG NA O.N.	2.080.225	473.498	- 1.606.727	22,8%	4	439,3%	27	-77,2%
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	2.070.199	4.160.448	2.090.249	201,0%	27	201,0%	15	101,0%
KRONES AG O.N.	1.930.671	1.880.000	- 50.671	97,4%	18	102,7%	1	-2,6%
MANZ AG	1.452.284	442.000	- 1.010.284	30,4%	7	328,6%	23	-69,6%
METRO AG ST O.N.	1.991.180	4.389.000	2.397.820	220,4%	28	220,4%	16	120,4%
NEMETSCHKE AG O.N.	2.549.477	546.000	- 2.003.477	21,4%	2	466,9%	29	-78,6%
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	1.798.085	723.500	- 1.074.585	40,2%	10	248,5%	19	-59,8%
QSC AG NA O.N.	2.374.415	850.000	- 1.524.415	35,8%	8	279,3%	22	-64,2%
RATIONAL AG	2.449.603	1.277.000	- 1.172.603	52,1%	13	191,8%	14	-47,9%
SAP SE O.N.	2.073.017	8.510.400	6.437.383	410,5%	30	410,5%	25	310,5%
SIXT SE ST O.N.	2.221.564	3.617.500	1.395.936	162,8%	26	162,8%	12	62,8%
SMA SOLAR TECHNOL.AG	2.427.591	522.000	- 1.905.591	21,5%	3	465,1%	28	-78,5%
SOFTWARE AG O.N.	2.300.812	3.294.548	993.736	143,2%	22	143,2%	6	43,2%
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	2.100.451	166.400	- 1.934.051	7,9%	1	1262,3%	30	-92,1%
STROEER SE	1.840.430	2.568.500	728.070	139,6%	20	139,6%	3	39,6%
SYMRISE AG INH. O.N.	2.109.630	1.296.556	- 813.074	61,5%	15	162,7%	11	-38,5%
UTD.INTERNET AG NA	2.278.425	538.000	- 1.740.425	23,6%	5	423,5%	26	-76,4%
WACKER CHEMIE O.N.	1.922.382	2.707.826	785.444	140,9%	21	140,9%	5	40,9%
WACKER NEUSON NA O.N.	2.008.235	3.105.000	1.096.765	154,6%	25	154,6%	10	54,6%
<b>Mittelwert</b>	<b>2.170.155</b>	<b>2.175.663</b>						
<b>Summe</b>	<b>65.104.644</b>	<b>65.269.900</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>246.760</b>	<b>1.945.886</b>	<b>1.954.032</b>			<b>2,168</b>		<b>0,905</b>

Name	2011							
			Schwalbach			Fair Pay		
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Pay / Fair Pay	Position Schwalbach	Fair Pay	Position	Abweichung
A.SPRINGER SE VNA	2.324.633	6.251.000	3.926.367	268,9%	29	268,9%	21	168,9%
BECHTLE AG O.N.	2.349.211	1.247.000	- 1.102.211	53,1%	14	188,4%	13	-46,9%
CEWE STIFT.KGAA O.N.	2.457.244	758.000	- 1.699.244	30,8%	8	324,2%	22	-69,2%
CTS EVENTIM KGAA	2.103.630	1.300.000	- 803.630	61,8%	15	161,8%	9	-38,2%
DUERR AG O.N.	2.975.752	2.456.641	- 519.111	82,6%	18	121,1%	4	-17,4%
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	2.116.439	947.472	- 1.168.967	44,8%	10	223,4%	18	-55,2%
FIELMANN AG O.N.	2.663.167	3.806.000	1.142.833	142,9%	22	142,9%	7	42,9%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	2.620.189	2.111.000	- 509.189	80,6%	17	124,1%	5	-19,4%
FUCHS PETROLUB SE O.N.	2.600.216	1.853.000	- 747.216	71,3%	16	140,3%	6	-28,7%
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	2.260.215	4.184.000	1.923.785	185,1%	26	185,1%	12	85,1%
GFT TECHNOLOGIES SE	2.082.125	985.000	- 1.097.125	47,3%	11	211,4%	17	-52,7%
GRENKELEASING AG NA O.N.	2.499.135	625.428	- 1.873.707	25,0%	4	399,6%	26	-75,0%
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	2.432.380	4.794.940	2.362.560	197,1%	27	197,1%	15	97,1%
KRONES AG O.N.	2.057.949	1.880.000	- 177.949	91,4%	20	109,5%	2	-8,6%
MANZ AG	1.619.551	412.000	- 1.207.551	25,4%	5	393,1%	25	-74,6%
METRO AG ST O.N.	1.872.269	3.194.000	1.321.731	170,6%	25	170,6%	11	70,6%
NEMETSCHKE AG O.N.	2.376.474	477.000	- 1.899.474	20,1%	3	498,2%	28	-79,9%
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	2.118.381	575.891	- 1.542.490	27,2%	6	367,8%	24	-72,8%
QSC AG NA O.N.	2.023.516	1.062.000	- 961.516	52,5%	13	190,5%	14	-47,5%
RATIONAL AG	2.816.285	1.377.000	- 1.439.285	48,9%	12	204,5%	16	-51,1%
SAP SE O.N.	2.789.177	12.052.200	9.263.023	432,1%	30	432,1%	27	332,1%
SIXT SE ST O.N.	1.757.446	4.430.000	2.672.554	252,1%	28	252,1%	20	152,1%
SMA SOLAR TECHNOL.AG	2.175.030	648.000	- 1.527.030	29,8%	7	335,7%	23	-70,2%
SOFTWARE AG O.N.	2.265.904	3.759.751	1.493.847	165,9%	24	165,9%	10	65,9%
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	2.558.833	445.000	- 2.113.833	17,4%	2	575,0%	29	-82,6%
STROEER SE	1.641.500	1.661.298	19.798	101,2%	21	101,2%	1	1,2%
SYMRISE AG INH. O.N.	2.530.514	1.033.870	- 1.496.644	40,9%	9	244,8%	19	-59,1%
UTD.INTERNET AG NA	3.284.287	549.000	- 2.735.287	16,7%	1	598,2%	30	-83,3%
WACKER CHEMIE O.N.	1.824.923	2.648.007	823.084	145,1%	23	145,1%	8	45,1%
WACKER NEUSON NA O.N.	2.120.121	1.792.000	- 328.121	84,5%	19	118,3%	3	-15,5%
<b>Mittelwert</b>	<b>2.310.550</b>	<b>2.310.550</b>						
<b>Summe</b>	<b>69.316.497</b>	<b>69.316.497</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>389.586</b>	<b>2.388.036</b>	<b>2.368.081</b>				<b>1,386</b>	<b>0,943</b>

Name	2012							
			Schwalbach			Fair Pay		
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Over-/ Under Pay in €	Pay / Fair Pay	Position Schwalbach	Fair Pay	Position	Abweichung
A.SPRINGER SE VNA	2.440.533	6.508.000	4.067.467	266,7%	29	266,7%	18	166,7%
BECHTLE AG O.N.	2.543.947	767.000	- 1.776.947	30,1%	9	331,7%	21	-69,9%
CEWE STIFT.KGAA O.N.	2.493.214	762.000	- 1.731.214	30,6%	10	327,2%	20	-69,4%
CTS EVENTIM KGAA	2.840.916	2.306.353	- 534.563	81,2%	17	123,2%	6	-18,8%
DUERR AG O.N.	4.903.218	3.662.035	- 1.241.183	74,7%	16	133,9%	7	-25,3%
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	2.601.954	1.067.341	- 1.534.613	41,0%	12	243,8%	17	-59,0%
FIELMANN AG O.N.	2.609.225	4.381.000	1.771.775	167,9%	26	167,9%	13	67,9%
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	2.653.232	2.191.000	- 462.232	82,6%	18	121,1%	5	-17,4%
FUCHS PETROLUB SE O.N.	3.231.596	2.293.000	- 938.596	71,0%	15	140,9%	8	-29,0%
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	3.013.915	4.551.000	1.537.085	151,0%	25	151,0%	11	51,0%
GFT TECHNOLOGIES SE	2.570.340	912.000	- 1.658.340	35,5%	11	281,8%	19	-64,5%
GRENKELEASING AG NA O.N.	2.675.739	607.061	- 2.068.678	22,7%	7	440,8%	23	-77,3%
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	2.790.688	6.175.454	3.384.766	221,3%	28	221,3%	16	121,3%
KRONES AG O.N.	2.510.992	2.109.000	- 401.992	84,0%	19	119,1%	4	-16,0%
MANZ AG	1.731.851	309.000	- 1.422.851	17,8%	5	560,5%	25	-82,2%
METRO AG ST O.N.	2.000.068	2.860.000	859.932	143,0%	23	143,0%	9	43,0%
NEMETSCHKE AG O.N.	2.745.893	279.000	- 2.466.893	10,2%	1	984,2%	30	-89,8%
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	2.932.517	650.236	- 2.282.281	22,2%	6	451,0%	24	-77,8%
QSC AG NA O.N.	2.359.140	340.000	- 2.019.140	14,4%	3	693,9%	28	-85,6%
RATIONAL AG	3.146.035	1.691.000	- 1.455.035	53,8%	13	186,0%	15	-46,2%
SAP SE O.N.	2.917.066	17.024.200	14.107.134	583,6%	30	583,6%	27	483,6%
SIXT SE ST O.N.	2.511.491	4.385.000	1.873.509	174,6%	27	174,6%	14	74,6%
SMA SOLAR TECHNOL.AG	1.961.339	497.000	- 1.464.339	25,3%	8	394,6%	22	-74,7%
SOFTWARE AG O.N.	2.535.107	3.798.312	1.263.205	149,8%	24	149,8%	10	49,8%
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	2.617.717	452.000	- 2.165.717	17,3%	4	579,1%	26	-82,7%
STROEER SE	1.782.639	1.778.450	- 4.189	99,8%	20	100,2%	1	-0,2%
SYMRISE AG INH. O.N.	2.781.234	1.822.486	- 958.748	65,5%	14	152,6%	12	-34,5%
UTD.INTERNET AG NA	3.421.671	452.000	- 2.969.671	13,2%	2	757,0%	29	-86,8%
WACKER CHEMIE O.N.	2.087.732	2.438.207	350.475	116,8%	22	116,8%	3	16,8%
WACKER NEUSON NA O.N.	2.375.626	2.717.500	341.874	114,4%	21	114,4%	2	14,4%
<b>Mittelwert</b>	<b>2.659.554</b>	<b>2.659.554</b>						
<b>Summe</b>	<b>79.786.635</b>	<b>79.786.635</b>						
<b>Standardabweichung</b>	<b>579.290</b>	<b>3.219.776</b>	<b>3.180.253</b>				<b>2,286</b>	<b>1,131</b>

Name	2013								
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Schwalbach			Fair Pay	Position	Fair Pay	Abweichung
			Over-/ Under Pay in €	Pay / Fair Pay	Position				
A.SPRINGER SE VNA	2.754.579	6.317.000	3.562.421	229,3%	28	229,3%	18	129,3%	
BECHTLE AG O.N.	2.888.072	1.085.500	- 1.802.572	37,6%	10	266,1%	20	-62,4%	
CEWE STIFT.KGAA O.N.	2.808.682	778.859	- 2.029.823	27,7%	7	360,6%	23	-72,3%	
CTS EVENTIM KGAA	2.986.206	2.511.805	- 474.401	84,1%	18	118,9%	5	-15,9%	
DUERR AG O.N.	2.670.957	3.207.153	536.197	120,1%	23	120,1%	6	20,1%	
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	2.564.822	1.686.719	- 878.103	65,8%	15	152,1%	10	-34,2%	
FIELMANN AG O.N.	2.779.455	4.586.000	1.806.545	165,0%	27	165,0%	15	65,0%	
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	2.666.784	2.456.000	- 210.784	92,1%	19	108,6%	4	-7,9%	
FUCHS PETROLUB SE O.N.	2.777.129	2.252.000	- 525.129	81,1%	16	123,3%	8	-18,9%	
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	2.394.158	3.755.000	1.360.842	156,8%	25	156,8%	12	56,8%	
GFT TECHNOLOGIES SE	3.230.214	1.072.000	- 2.158.214	33,2%	9	301,3%	21	-66,8%	
GRENKELEASING AG NA O.N.	2.707.095	608.351	- 2.098.744	22,5%	5	445,0%	25	-77,5%	
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	2.803.008	6.784.058	3.981.050	242,0%	29	242,0%	19	142,0%	
KRONES AG O.N.	2.708.043	1.775.000	- 933.043	65,5%	14	152,6%	11	-34,5%	
MANZ AG	3.875.391	516.000	- 3.359.391	13,3%	3	751,0%	27	-86,7%	
METRO AG ST O.N.	2.622.718	2.525.000	- 97.718	96,3%	20	103,9%	3	-3,7%	
NEMETSCHKE AG O.N.	2.979.294	363.000	- 2.616.294	12,2%	1	820,7%	30	-87,8%	
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	2.495.009	699.676	- 1.795.333	28,0%	8	356,6%	22	-72,0%	
QSC AG NA O.N.	3.203.576	1.444.000	- 1.759.576	45,1%	11	221,9%	17	-54,9%	
RATIONAL AG	2.987.180	1.701.000	- 1.286.180	56,9%	12	175,6%	16	-43,1%	
SAP SE O.N.	2.580.519	19.593.500	17.012.981	759,3%	30	759,3%	28	659,3%	
SIXT SE ST O.N.	2.814.499	3.748.500	934.001	133,2%	24	133,2%	9	33,2%	
SMA SOLAR TECHNOL.AG	2.143.662	365.000	- 1.778.662	17,0%	4	587,3%	26	-83,0%	
SOFTWARE AG O.N.	2.282.682	3.762.265	1.479.582	164,8%	26	164,8%	14	64,8%	
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	2.430.410	613.000	- 1.817.410	25,2%	6	396,5%	24	-74,8%	
STROEER SE	2.839.306	2.931.640	92.334	103,3%	22	103,3%	2	3,3%	
SYMRISE AG INH. O.N.	2.725.852	1.725.475	- 1.000.377	63,3%	13	158,0%	13	-36,7%	
UTD.INTERNET AG NA	4.271.682	537.000	- 3.734.682	12,6%	2	795,5%	29	-87,4%	
WACKER CHEMIE O.N.	2.622.259	2.150.383	- 471.876	82,0%	17	121,9%	7	-18,0%	
WACKER NEUSON NA O.N.	2.399.639	2.462.000	62.361	102,6%	21	102,6%	1	2,6%	
<b>Mittelwert</b>	<b>2.800.429</b>	<b>2.800.429</b>							
<b>Summe</b>	<b>84.012.884</b>	<b>84.012.884</b>							
<b>Standardabweichung</b>	<b>425.936</b>	<b>3.572.853</b>	<b>3.680.463</b>				<b>2,281</b>	<b>1,382</b>	

Name	2014								
	Fair Pay in €	Real Pay in €	Schwalbach			Fair Pay	Position	Fair Pay	Abweichung
			Over-/ Under Pay in €	Pay / Fair Pay	Position				
A.SPRINGER SE VNA	3.015.045	7.925.000	4.909.955	262,8%	28	262,8%	20	162,8%	
BECHTLE AG O.N.	2.723.855	1.761.000	- 962.855	64,7%	12	154,7%	13	-35,3%	
CEWE STIFT.KGAA O.N.	2.632.768	781.215	- 1.851.553	29,7%	7	337,0%	24	-70,3%	
CTS EVENTIM KGAA	2.455.954	2.512.115	56.161	102,3%	20	102,3%	1	2,3%	
DUERR AG O.N.	2.717.691	3.096.103	378.413	113,9%	21	113,9%	4	13,9%	
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	2.406.098	3.452.000	1.045.902	143,5%	23	143,5%	10	43,5%	
FIELMANN AG O.N.	2.445.693	4.922.000	2.476.307	201,3%	27	201,3%	17	101,3%	
FRESENIUS SE+CO.KGAA O.N.	2.605.066	2.536.000	- 69.066	97,3%	19	102,7%	2	-2,7%	
FUCHS PETROLUB SE O.N.	2.679.760	2.163.000	- 516.760	80,7%	15	123,9%	7	-19,3%	
GERRY WEBER INTERNAT.O.N.	2.582.638	3.955.000	1.372.362	153,1%	24	153,1%	12	53,1%	
GFT TECHNOLOGIES SE	3.325.451	1.044.000	- 2.281.451	31,4%	8	318,5%	22	-68,6%	
GRENKELEASING AG NA O.N.	2.722.583	621.665	- 2.100.918	22,8%	4	438,0%	27	-77,2%	
HENKEL AG+CO.KGAA ST O.N.	2.529.092	6.874.752	4.345.660	271,8%	29	271,8%	21	171,8%	
KRONES AG O.N.	2.742.491	1.292.000	- 1.450.491	47,1%	10	212,3%	18	-52,9%	
MANZ AG	1.694.265	489.000	- 1.205.265	28,9%	6	346,5%	25	-71,1%	
METRO AG ST O.N.	2.018.383	3.565.000	1.546.617	176,6%	25	176,6%	15	76,6%	
NEMETSCHKE AG O.N.	3.206.062	721.000	- 2.485.062	22,5%	3	444,7%	28	-77,5%	
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	2.850.572	1.113.000	- 1.737.572	39,0%	9	256,1%	19	-61,0%	
QSC AG NA O.N.	1.427.040	329.000	- 1.098.040	23,1%	5	433,8%	26	-76,9%	
RATIONAL AG	2.965.827	2.560.000	- 405.827	86,3%	17	115,9%	5	-13,7%	
SAP SE O.N.	2.466.308	8.088.600	5.622.292	328,0%	30	328,0%	23	228,0%	
SIXT SE ST O.N.	2.773.496	3.603.000	829.504	129,9%	22	129,9%	9	29,9%	
SMA SOLAR TECHNOL.AG	1.349.085	1.226.000	- 123.085	90,9%	18	110,0%	3	-9,1%	
SOFTWARE AG O.N.	2.260.240	4.403.224	2.142.984	194,8%	26	194,8%	16	94,8%	
STRATEC BIOMEDICAL NAM.ON	3.039.072	666.000	- 2.373.072	21,9%	2	456,3%	29	-78,1%	
STROEER SE	3.046.287	2.347.950	- 698.337	77,1%	14	129,7%	8	-22,9%	
SYMRISE AG INH. O.N.	2.941.935	1.921.632	- 1.020.303	65,3%	13	153,1%	11	-34,7%	
UTD.INTERNET AG NA	3.357.766	547.000	- 2.810.766	16,3%	1	613,9%	30	-83,7%	
WACKER CHEMIE O.N.	2.483.130	2.120.029	- 363.101	85,4%	16	117,1%	6	-14,6%	
WACKER NEUSON NA O.N.	2.792.634	1.620.000	- 1.172.634	58,0%	11	172,4%	14	-42,0%	
<b>Mittelwert</b>	<b>2.608.543</b>	<b>2.608.543</b>							
<b>Summe</b>	<b>78.256.285</b>	<b>78.256.285</b>							
<b>Standardabweichung</b>	<b>484.813</b>	<b>2.111.671</b>	<b>2.169.388</b>				<b>1,345</b>	<b>0,823</b>	

---

**Literaturverzeichnis**

- Achleitner, A.-C., Kaserer, C., Günther, N., & Volk, S. (2011). *Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen: Unternehmensfinanzierung über Schuldschein, Anleihe und Börsengang*. (Stiftung Familienunternehmen & PricewaterhouseCoopers Wirtschaftsprüfungsgesellschaft AG, Hrsg.). München: Stiftung Familienunternehmen.
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Kauf, T., Günther, N., & Ampenberger, M. (2009). *Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland*. (Stiftung Familienunternehmen, Hrsg.). München: Stiftung Familienunternehmen.
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Kauf, T., & Volk, S. (2010). *DAXplus Family – Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen* (No. 5). *Corporate Governance*. München.
- Alewell, D. (1993). Lohngerechtigkeit und Lohndifferenzierung. *Das Wirtschaftsstudium*, 22(7), 591–598.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2009). *Capital Structure Decisions in Family Firms - Empirical Evidence from a Bank-Based Economy* (No. 5). München.
- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Ravindran, S. (2000). Executive Compensation in the Information Technology Industry. *Management Science*, 46(4), 530–547.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003a). Founding Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *Journal of Law and Economics*, 46(2), 653–684. Abgerufen von <http://www.jstor.org/stable/10.1086/377115>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003b). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328. Abgerufen von <http://www.jstor.org/stable/3094581>
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445.
- Andres, C. (2009). *Family ownership, financing constraints and investment decisions*. Mannheim.
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, 15(1), 45–58.
- Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. (2003). Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16(3), 211–219.
- Baloglou, C. P., & Peukert, H. (1996). *Zum antiken ökonomischen Denken der Griechen (800 - 31 v.u.Z.): Eine kommentierte Bibliographie* (2. Aufl.). Marburg: Metropolis-Verl.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- Bassen, A., Jastram, S., & Meyer, K. (2005). Corporate Social Responsibility - Eine Begriffserläuterung. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 6(2), 231–236.

- Bauer, O. (1906). *Der ehrbare Kaufmann und sein Ansehen*. Dresden: Steinkopff & Springer.
- Bebchuk, L., & Grinstein, Y. (2005). The growth of executive pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283–303.
- Becker, W., Brandt, B., & Ulrich, P. (2014). Wie gerecht sind Vorstandsbezüge? *Controlling & Management Review*, 58(1), 38–44.
- Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647–691.
- Bensch, T., Büscher, A., Hellwig, G., Jäger, T., & Reuse, S. (2013). Sustainable Investments Under Consideration of Their Diversification Effects in a Portfolio. In C. Székely (Hrsg.), *Social Responsibility - Sustainable Economy* (S. 1067–1074). Sopron: University of West Hungary Press.
- Berthel, J., & Becker, F. G. (2010). *Personal-Management: Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit* (10. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Betsch, O., Groh, A. P., & Lohmann, L. G. E. (1998). *Corporate Finance: Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung*. München: Vahlen.
- Binz, M. K. (2014, November). Verschnaufpause bei Familienunternehmen. *Markenartikel*, 75–77.
- Blackwell, D. W., Dudney, D. M., & Farrell, K. A. (2007). Changes in CEO compensation structure and the impact on firm performance following CEO turnover. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(3), 315–338.
- Bloomberg. (2015). Abgerufen 25. November 2015, von <http://www.bloomberg.com/europe>
- Boatright, J. R. (1999). DOES BUSINESS ETHICS REST ON A MISTAKE? *Business Ethics Quarterly*, 9(4), 583–591. Abgerufen von <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=2532536&lang=de&site=ehost-live>
- Bönning, M., & Haßler, R. (2007). Nachhaltigkeitsrating. In H. E. Büschgen & O. Everling (Hrsg.), *Handbuch Rating* (2. Aufl., S. 363–404). Wiesbaden: Gabler.
- Börse Frankfurt (Hrsg.). (2015a). CDAX (Performance): Zugehörige Werte. Abgerufen 28. September 2015, von <http://www.boerse-frankfurt.de/de/aktien/indizes/cdax+performance+DE0008469602/zugehoerige+werte>
- Börse Frankfurt (Hrsg.). (2015b). CDAX Definition. Abgerufen 1. Juli 2015, von <http://www.boerse-frankfurt.de/de/boersenlexikon/c/cdax+626>
- Börse Frankfurt (Hrsg.). (2015c). Dax Definition. Abgerufen 25. September 2015, von <http://www.boerse-frankfurt.de/de/boersenlexikon/d/dax+647>
- Börse Frankfurt (Hrsg.). (2015d). DAX: Zugehörige Werte. Abgerufen 9. Oktober 2015, von <http://www.boerse-frankfurt.de/de/aktien/indizes/dax+DE0008469008/zugehoerige+werte>

- Börse Frankfurt (Hrsg.). (2015e). DAXplus Family 30: Zugehörige Werte. Abgerufen 23. November 2015, von <http://www.boerse-frankfurt.de/de/aktien/indizes/daxplus+fam+30+tr+eur+DE000A0YKTN0/zugehoerige+werte>
- Börse Frankfurt (Hrsg.). (2015f). Entry Standard: Wissen rund um die Börse. Abgerufen 15. Mai 2015, von <http://www.boerse-frankfurt.de/de/wissen/marktsegmente/entry+standard>
- Boschen, J. F., & Smith, K. J. (1995). You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance. *The Journal of Business*, 68(4), 577–608.
- Bowen, H. R. (2013). *Social Responsibilities of the Businessman*. Iowa City: University of Iowa Press.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10. Aufl.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brenner, S., & Schwalbach, J. (2003). Management Quality, Firm Size, and Managerial Compensation: A Comparison between Germany and the UK. *Schmalenbach Business Review*, 55(4), 280–293.
- Budäus, D. (2005). Public Corporate Governance Kodex - ein Beitrag zur Bildung von Vertrauen in Politik und Management? In R. X. Ruter, K. Sahr, & G. G. Waldersee (Hrsg.), *Public corporate governance: ein Kodex für öffentliche Unternehmen* (1. Aufl., S. 15–25). Wiesbaden: Gabler.
- Bültel, N. (2011). *Starmanager: Medienprominenz, Reputation und Vergütung von Top-Managern*. (K.-F. Ackermann & D. Wagner, Hrsg.). Wiesbaden: Gabler.
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS) (Hrsg.). (2016). Unternehmenswerte: CSR Made in Germany. Abgerufen 1. März 2016, von <http://www.csr-in-deutschland.de/DE/Startseite/start.html>
- Bundesregierung (Hrsg.). (2012). *Erster Engagementbericht – Für eine Kultur der Mitverantwortung: Bericht der Sachverständigenkommission und Stellungnahme der Bundesregierung* (Bd. 2009). Berlin.
- Burgman, R., & Van Clieaf, M. (2012). Total Shareholder Return (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? *Rotman International Journal of Pension Management*, 5(2), 26–33.
- Burkhart, D. (2006). *Eine Geschichte der Ehre*. Darmstadt: Wissenschaftliche Buchgesellschaft.
- Cao, J., Lemmon, M. L., Pan, X., Qian, M., & Tian, G. G. (2011). Political Promotion, CEO Incentives, and the Relationship between Pay and Performance. *SSRN Electronic Journal*, (November).
- Carlock, R. S., & Ward, J. L. (2001). *Strategic Planning for the Family Business - Parallel Planning to Unify the Family and the Business*. Houndsmill: Palgrave.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295.
- Chahed, Y., & Müller, H.-E. (2006). *Unternehmenserfolg und Managervergütung: Ein internationaler Vergleich*. München und Mering: Reiner Hampp.

- Chrisman, J., Chua, J., & Sharma, P. (2003). Current trends and future directions in family business management studies: Toward a theory of the family firm. *Coleman White Paper Series, 0710(4)*, 1–63.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice, 36(2)*, 267–293.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice, 29(5)*, 555–575.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. (2005). Sources and consequences of distinctive familiness: An introduction. *Entrepreneurship: Theory and Practice, 29*, 237–247.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. P. (2003). An introduction to theories of family business. *Journal of Business Venturing, 18(4)*, 441–448.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship: Theory & Practice, 23(4)*, 19–39.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance, 57(6)*, 2741–2771.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. . (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics, 58(1-2)*, 81–112.
- Commerzbank AG (Hrsg.). (2013). *Commerzbank: Geschäftsbericht 2012*. Frankfurt am Main. Abgerufen von [https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2013\\_3/Geschaeftsbericht\\_2012\\_Konzern\\_DE.pdf](https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2013_3/Geschaeftsbericht_2012_Konzern_DE.pdf)
- Cooper, M., Gulen, H., & Rau, R. P. (2009). Performance for pay? The relationship between CEO incentive compensation and future stock price performance. *Academy of Management Journal, 33*, 663–691.
- Cooper, M., Gulen, H., & Rau, R. P. (2015). Performance for pay? The relation between CEO incentive compensation and future stock price performance. *SSRN Electronic Journal, 1*.
- Corbetta, G. (1995). Patterns of Development of Family Businesses in Italy. *Family Business Review, 8(4)*, 255–265.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. The financial support of Nomura Securities and Ernst & Young LLP is gratefully acknowledged. We appreciate the able research assistance of Dan Nunn. We acknowledge the helpfu. *Journal of Financial Economics, 51(3)*, 371–406.
- Crane, A., Matten, D., McWilliams, A., Moon, J., & Siegel, D. S. (Hrsg.). (2008). *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford: Oxford Univ. Press.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(4)*, 695–719.

- Davis, J. A., Pitts, E. L., & Cormier, K. (2000). Challenges Facing Family Companies in the Gulf Region. *Family Business Review*, 13(3), 217–238.
- De Wet, J. H. V. H., & Du Toit, E. (2007). Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial performance. *South African Journal of Business Management*, 38(1), 59–69. Abgerufen von <http://ezproxy.lib.monash.edu.au/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=24327418&site=ehost-live&scope=site>
- Decker, S. (2005). *Investorspezifische Performancemessung für die Auswahl von Investmentfonds*. (H. M. zu Selhausen, Hrsg.). Wiesbaden: Gabler.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233.
- Deutsche Börse. (2015). DAXplus Family/DAXplus Family 30. Abgerufen 29. August 2015, von [https://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/de/listcontent/navigation/xetra/200\\_listing/Content\\_Files/Index\\_Infos/News/DAXplus\\_Family.htm](https://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/de/listcontent/navigation/xetra/200_listing/Content_Files/Index_Infos/News/DAXplus_Family.htm)
- Deutsche Börse Xetra (Hrsg.). (2015). Xetra: Liste der handelbaren Aktien.
- Deutsches Global Compact Netzwerk (DGCN) (Hrsg.). (2016). Der United Nations Global Compact. Abgerufen 1. März 2016, von <http://www.globalcompact.de/de/ueber-uns/dgcn-ungc.php?navid=1243194933573>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
- Donckels, R., & Frohlich, E. (1991). Are Family Businesses Really Different? European Experiences from STRATOS. *Family Business Review*, 4(2), 149–160.
- Döscher, T. (2014). *Stand und Entwicklung der Vorstandsvergütung in Deutschland und Europa: Eine Analyse der Ausgestaltung der Vergütungssysteme in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien und deren Implikationen für die Forschung zur Vorstandsvergütung*. Technische Universität, München.
- Dotson, J. (2002). Fourteenth Century Merchant Manuals and Merchant Culture. In M. A. Denzel, J. C. Hocquet, & H. Witthöft (Hrsg.), *Kaufmannsbücher und Handelspraktiken vom Spätmittelalter bis zum beginnenden 20. Jahrhundert* (S. 75–88). Stuttgart: Franz Steiner.
- Dubielzig, F., & Schaltegger, S. (2005). Corporate Citizenship. In M. Althaus, M. Geffken, & S. Rawe (Hrsg.), *Handlexikon Public Affairs* (S. 240–243). Münster: LIT.
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130–141. Abgerufen von <http://scholar.google.com/scholar?q=intitle:The+Business+Case+for#0>
- Edelman. (2014). *Edelman Trust Barometer 2014. Germany Results*.
- EKD-Vorsitzender kritisiert Managergehälter. (2015). Abgerufen 25. April 2015, von <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/menschen-wirtschaft/unterschiede-zu-gross-ekd-vorsitzender-kritisiert-managergehaelter-13559621.html>
- Enderle, G. (1987). Ethik als unternehmerische Herausforderung. *Die Unternehmung*,

- 41(6), 433–450. Abgerufen von <http://www.jstor.org/stable/24178992>
- Endres, H. (2015). Vorstandsgehälter: Millionen-Abfindungen für US-Bosse. Abgerufen 17. Januar 2015, von <http://www.managermagazin.de/unternehmen/vorstandsgehaelter/hohe-abfindungen-fuer-chefs-millionen-fuer-den-abgang-a-1013309.html>
- Enste, D. H. (2006). *Marktwirtschaft und Moral: eine ordnungsethische Reflexion* (No. 24, 1. Aufl.). Köln: Dt. Inst.-Verl.
- Enste, D. H. (2010). Moralische Risiken – Mit Ordnungs-, Unternehmens- und Individualethik Krisen bewältigen und vermeiden. In *Corporate Governance, Risk Management und Compliance* (S. 213–236). Wiesbaden: Gabler.
- Enste, D. H. (2015). *Markt und Moral: Eine ordnungsethische Reflexion* (2. Aufl.). Köln: Inst. der Dt. Wirtschaft.
- Enste, D. H., & Hüther, M. (2012). Bürgerschaftliches Engagement der Unternehmen im öffentlichen Raum. *Ordo: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 63, 293–323.
- Enste, D. H., & Wildner, J. (2014). *Mitverantwortung und Moral. Eine unternehmensethische Reflexion* (text No. 63, 1. Aufl.). Köln: Inst. der Dt. Wirtschaft, Medien-GmbH.
- Enste, D. H., & Wildner, J. (2015). *Mensch und Moral: Eine individualethische Reflexion* (2. Aufl.). Köln: Inst. der Dt. Wirtschaft.
- Europäische Kommission (Hrsg.). (2001). *Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen: Grünbuch* (No. 2001,366). Luxemburg: Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften.
- Europäische Kommission. (2009). *Overview of Family – Business – Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies - Final Report of the Expert Group. Challenges*.
- Europäische Kommission (Hrsg.). (2011). *Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR)*. Brüssel.
- Evers, H. (1995). Entgeltpolitik für Führungskräfte. In A. Kieser (Hrsg.), *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre: Handwörterbuch der Führung, Bd. 10* (S. 297–306). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Evers, H. (2001). Stand und Entwicklung variabler Vergütungssysteme für Führungskräfte in Deutschland. In D. von Eckardstein (Hrsg.), *Handbuch variable Vergütung für Führungskräfte* (S. 27–45). München: Vahlen.
- Evers, H., Köstler, R., Seyboth, M., Thannisch, R., & Weckes, M. (2010). *Angemessene Vorstandsvergütung: Informationen zur Bemessung der Vorstandsvergütungen durch den Aufsichtsrat*. (Hans-Böckler-Stiftung, Hrsg.) (4. Aufl.). Düsseldorf.
- Exenberger, A., & Cian, C. (2006). *Der weite Horizont: Globalisierung durch Kaufleute*. Innsbruck: Studien-Verlag.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395.
- Fahlenbrach, R. (2009). Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of*

*Finance*, 13(1), 81–113.

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. Abgerufen von <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x/full>
- Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Felden, B., & Hack, A. (2014). *Management von Familienunternehmen: Besonderheiten - Handlungsfelder - Instrumente*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Amsterdam u.a.: Academic Press.
- Fernández, P., Carabias, J. M., Aznarez, J. L., & Carbonell López, Ó. E. (2007). *Euro Stoxx 50: 1997-2006 Shareholder value creation in Europe*. Madrid. Abgerufen von <http://ssrn.com/abstract=968714>
- Fernández, P., & Villanueva, A. (2005). *EuroStoxx 50: 1997-2004. Shareholder value creation in Europe* (No. 583). Barcelona.
- Flören, R. H. (2002). *Crown princess in the clay: An empirical study on the tackling of succession challenges in Dutch family farms*. Assen: Van Gorcum. Abgerufen von <http://www.worldcat.org/title/crown-princes-in-the-clay-an-empirical-study-on-the-tackling-of-succession-challenges-in-dutch-family-farms/oclc/51751499/viewport>
- Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2009). *The life cycle of family ownership: A comparative study of France, Germany, Italy and the U.K.* London.
- Friedl, G., Hocker, U., Christiane Hölz, Pfeiffer, I., & Klink, C. (2014). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2013*. Düsseldorf. Abgerufen von [http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW\\_Verguetungsstudie\\_Vorstaende\\_2011\\_alle\\_Charts.pdf](http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW_Verguetungsstudie_Vorstaende_2011_alle_Charts.pdf)
- Friedl, G., Hocker, U., Hojer, C., Hölz, C., Pfeiffer, I., & Scheubel, C. (2013). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2012*. Düsseldorf. Abgerufen von [http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW\\_Verguetungsstudie\\_Vorstaende\\_2011\\_alle\\_Charts.pdf](http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW_Verguetungsstudie_Vorstaende_2011_alle_Charts.pdf)
- Friedl, G., Hölz, C., Klink, C., & Pfeiffer, I. (2015). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2014*. Düsseldorf. Abgerufen von [http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW\\_Verguetungsstudie\\_Vorstaende\\_2011\\_alle\\_Charts.pdf](http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW_Verguetungsstudie_Vorstaende_2011_alle_Charts.pdf)
- Friedman, M. (1970, September 13). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, (33), 122–126.
- Gabriela Jaecker GmbH, & Institut für Mittelstandsforschung Mannheim (Hrsg.). (2014). *Gehaltsindex Familienunternehmen 2014: Ergebnisse der Studie*. Frankfurt am Main, Mannheim.
- Gehrke, N. (1994). *Gehrke Tobins q: Die Beziehung zwischen Buch- und Marktwerten*

- deutscher Aktiengesellschaften*. Wiesbaden: Springer.
- Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) (2009). Deutschland: Bundesgesetzblatt.
- Giersberg, M. (2014). *Analyse der Zukunftsfähigkeit von Anleihen als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand*. FOM Hochschule.
- Giesecke, M. (2014). *Vorstandsvergütung in deutschen Großkonzernen: Eine empirische Analyse möglicher Determinanten der Entlohnung und Bemessungsgrundlagen kurzfristiger Vergütungsbestandteile*. Gottfried Wilhelm Leibniz Universität, Hannover.
- Global Reporting Initiative. (2014). *GRI G4 Guidelines and ISO 26000 : 2010 How to use the GRI G4 Guidelines and ISO 26000 in conjunction*. Amsterdam.
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105. Abgerufen von <http://www.jstor.org/stable/1927792>
- Gossen, H. H. (1854). *Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln*. Braunschweig: Friedrich Vieweg & Sohn.
- Gottschalck, A. (2015). Vorstandsbezüge: Warum Profianleger den Dax-Chefs ins Portemonnaie schauen. Abgerufen 1. Mai 2015, von <http://www.managermagazin.de/finanzen/boerse/was-das-gehalt-der-bosse-mit-der-boerse-zu-tun-hat-a-961021.html>
- Gottschalk, S., Niefert, M., Licht, G., Hauer, A., & Keese, D. (2011). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*. (Stiftung Familienunternehmen, Hrsg.). München: Stiftung Familienunternehmen.
- Gottschalk, S., Niefert, M., Licht, G., Wagner, S. C., Hauer, A., Keese, D., & Woywode, M. (2014). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*. (Stiftung Familienunternehmen, Hrsg.). München: Stiftung Familienunternehmen.
- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1–25.
- Habisch, A. (2003). *Corporate Citizenship: Gesellschaftliches Engagement von Unternehmen in Deutschland* (1. Aufl.). Berlin u.a.: Springer.
- Hammermann, A., & Stettes, O. (2013). Qualität der Arbeit – zum Einfluss der Arbeitsplatzmerkmale auf die Arbeitszufriedenheit im europäischen Vergleich. *IW-Trends*, 40(2), 93–109.
- Hanlon, M., Rajgopal, S., & Shevlin, T. (2003). Are executive stock options associated with future earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 3–43.
- Hansen, U., & Schrader, U. (2005). Corporate social responsibility als aktuelles Thema der Betriebswirtschaftslehre. *Die Betriebswirtschaft: DBW*, 65(4), 373–395.
- Harms, H. (2014). Review of Family Business Definitions: Cluster Approach and Implications of Heterogeneous Application for Family Business Research. *International Journal of Financial Studies*, 2(3), 280–314.

- Haßler, R. (2003). Perspektive des Nachhaltigkeitsratings. In A.-K. Achleitner & E. O. (Hrsg.), *Rating Advisory – Mit professioneller Beratung zum optimalen Bonitätsurteil* (S. 179–188). Wiesbaden: Gabler.
- Haunschild, L., & Wolter, H.-J. (2010). *Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familien- und Frauenunternehmen* (No. 199). Bonn.
- Hauser, H.-E., & Wolter, H.-J. (2007). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen* (No. 172). (F. Wallau & L. Haunschild, Hrsg.). Bonn.
- Haussmann, H. (2012). *Verantwortungsbewusstsein und Nachhaltigkeit – Das Familienunternehmen als Vorbild. GEMINI Report*. Bad Homburg. Abgerufen von [http://www.helmut-haussmann.de/fileadmin/hhaussmann/dateien/GEMINI\\_Report\\_I\\_Verantwortungsbewusstsein.pdf](http://www.helmut-haussmann.de/fileadmin/hhaussmann/dateien/GEMINI_Report_I_Verantwortungsbewusstsein.pdf)
- Heinemann, S. (2012). Vergütung des Vorstands: Überlegungen zur ethischen, ökonomischen und rechtlichen Dimension und der besonderen Verantwortung des Aufsichtsrats. In J. Grundei & P. Zaumseil (Hrsg.), *Der Aufsichtsrat im System der Corporate Governance* (S. 113–161). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Hetzer, J., Palan, D., & Papendick, U. (2002). Die Methode des Rankings. Abgerufen 2. Dezember 2015, von <http://www.manager-magazin.de/finanzen/euro500/a-219281.html>
- hkp group AG (Hrsg.). (2015). *DAX-Vorstandsvergütung 2014: Zeitenwende in der Transparenz, Rekord in der Höhe*. Zürich. Abgerufen von <http://www.hkp.com/de/presse/20150325-presseinformation-vorstandsverguetung-dax-2014.html>
- Holt, D. T., Rutherford, M. W., & Kuratko, D. F. (2010). Advancing the Field of Family Business Research: Further Testing the Measurement Properties of the F-PEC. *Family Business Review*, 23(1), 76–88.
- Homann, K. (2007). *Ehtik in der Marktwirtschaft* (No. 3). München.
- Homann, K., & Blome-Drees, F. (1992). *Wirtschafts- und Unternehmensethik* (No. 1721, 1. Aufl.). Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Homann, K., & Lütge, C. (2005). *Einführung in die Wirtschaftsethik* (2. Aufl.). Münster: Lit.
- Hostettler, S. (2010). *Managersaläre: Wertorientierte Vergütung - Entscheidungsgrundlagen für Führungskräfte*. Zürich: Orell Füssli.
- Hotz-Hart, B., & Rohner, A. (2014). *Nationen im Innovationswettbewerb: Ökonomie und Politik der Innovation. The effects of brief mindfulness intervention on acute pain experience: An examination of individual difference* (Bd. 1). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Hudson, R., & Mandelbrot, B. (2005). *Fraktale und Finanzen – Märkte zwischen Risiko, Rendite und Ruin* (2. Aufl.). München: Piper.
- Hurtmanns, F. (2008). Gesamtvergütungssysteme für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung: keine Effizienz ohne Gerechtigkeit. In S. Sackmann (Hrsg.), *Mensch und Ökonomie: Wie sich Unternehmen das Innovationspotenzial dieses Wertespagats erschließen* (S. 380–393). Wiesbaden: Gabler.

- Ihlau, S., Duscha, H., & Gödecke, S. (2013). *Besonderheiten bei der Bewertung von KMU: Planungsplausibilisierung, Steuern, Kapitalisierung*. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Industrie- und Handelskammer für München und Oberbayern (Hrsg.). (2012). *Den Ehrbaren Kaufmann leben - Mit Tradition zur Innovation*. München. Abgerufen von <https://www.muenchen.ihk.de/de/standortpolitik/Anhaenge/grundsatzbroschueren-ehrbaren-kaufmann-leben-mit-tradition-zur-innovation-3.pdf>
- Institut für Mittelstandsforschung Bonn. (2008). *Overview of Family Business Relevant Issues: Country fiche Germany*. Wien. Abgerufen von [http://familienunternehmen.de/media/public/pdf/veranstaltungen/expertengruppe/abschlussbericht\\_eu\\_expertgroup\\_family\\_business.pdf](http://familienunternehmen.de/media/public/pdf/veranstaltungen/expertengruppe/abschlussbericht_eu_expertgroup_family_business.pdf) <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Overview+of+Family+Business+Relevant+Issues#0>
- ISO Internationale Organisation für Normung. (2010). *ISO 26000: Leitfaden zur gesellschaftlichen Verantwortung*. Genf.
- Jäger, T., Jäger, C., Hofmann, D., & Bensch, T. (2011). Bewertung von Humankapital bei M&A Transaktionen (Human Capital Evaluation under Special Consideration of M&A Transactions). In J. Balázs & C. Székely (Hrsg.), *Shifting Environment - Innovative Strategies* (S. 1257–1269). Sopron: University of West Hungary Press.
- Janocha, M. (2014). *Vergütung mittels Bonusbanken: Eine agency-theoretische Perspektive* (1. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Jaskiewicz, P. (2006). *Performance-Studie börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland, Frankreich und Spanien*. Eul, Lohmar.
- Jonas, H. (1979). *Das Prinzip Verantwortung: Versuch einer Ethik für die technologische Zivilisation*. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Kalveram, W. (1951). Ethik und Ethos in Wirtschaftspraxis und Wirtschaftstheorie. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB)*, 21(1), 15–22.
- Kaufert, E. (1998). *Spiegelungen wirtschaftlichen Denkens im Mittelalter*. Innsbruck: Studien-Verlag.
- Kirchhoff, K. R. (2006). CSR als strategische Herausforderung. In K. Gazdar, A. Habisch, K. R. Kirchhoff, & S. Vaseghi (Hrsg.), *Erfolgsfaktor Verantwortung: Corporate Social Responsibility professionell managen* (S. 13–33). Berlin Heidelberg: Springer.
- Klein, S. B. (2000). Family Businesses in Germany: Significance and Structure. *Family Business Review*, 13(3), 157–183.
- Klein, S. B. (2004). *Familienunternehmen: Theoretische und empirische Grundlagen* (2. Aufl.). Wiesbaden: Gabler.
- Klein, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29(3), 321–339.
- Kliemt, H., & Schwalbach, J. (2008). Managergehälter - Ein Problem? *WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 37(12), 649–653.

- Klink, D. (2007, Juli 14). Vom Ehrbaren Kaufmann zum ehrbaren Manager. *Handelsblatt*, S. B4. Düsseldorf.
- Klink, D. (2008). Der Ehrbare Kaufmann-- – Das ursprüngliche Leitbild der Betriebswirtschaftslehre und individuelle Grundlage für die CSR-Forschung. *ZfB-Special Issue*, (3), 57–79.
- Kluckow, N. (2014). *Managerentlohnung: Distributives, prozedurales und interaktionales (Un-)Gerechtigkeitsempfinden* (1. Aufl.). Wiesbaden: Springer.
- Knoepffler, N. (2006). *Projekt „Wirtschaftsethik“*. Zur Aufhebung des Ansatzes von Karl Homann (No. 6). Halle.
- Koch, R., & Stadtmann, G. (2010). *Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung* (No. 288). Frankfurt/Oder.
- Köhler, K. (2015). *Investor Relations in Deutschland: Institutionalisierung - Professionalisierung - Kapitalmarktentwicklung - Perspektiven*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Kosiol, E. (1962). *Leistungsgerechte Entlohnung* (2. Aufl.). Wiesbaden: Gabler.
- Koster, S. (1999). C. Cilnius Maecenas: Vom Namen zum Begriff. In H. Neuhaus (Hrsg.), *Mäzenatentum - Stiftungswesen - Sponsoring* (S. 55–80). Erlangen: Univ.-Bibliothek.
- Kuhr, D. (2010). Klaus Esser und die Käuflichkeit. Abgerufen 1. Januar 2015, von <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/2.220/millionenpraemien-klaus-esser-und-die-kaeufllichkeit-1.906345>
- Lang, A.-S., & Kohl, M. (2013, Mai 16). Eine Chronik der Euro-Krise. *Zeit Online*. Hamburg. Abgerufen von <http://www.zeit.de/wirtschaft/2011-09/chronologie-eurokrise>
- Lansberg, I., Perrow, E. L., & Rogolsky, S. (1988). Family business as an emerging field. *Family Business Review*, 1(1), 1–8.
- Largani, M. S., Kaviani, M., & Abdollahpour, A. (2012). A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 490–497.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006). Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 30(6), 731–746.
- Le Goff, J. (2005). *Kaufleute und Bankiers im Mittelalter*. Berlin: Wagenbach.
- Leiber, M. (2008). *Performance-Studie deutscher Familienunternehmen*. Universität Augsburg, Augsburg.
- Leisinger, K. M. (1997). *Unternehmensethik: Globale Verantwortung und modernes Management*. München: C.H.Beck.
- Leone, A. J., Wu, J. S., & Zimmerman, J. L. (2004). *Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns* (No. FR 06-04). Rochester.
- Leone, A. J., Wu, J. S., & Zimmerman, J. L. (2006). Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 167–192.

- Lichtblau, K. H. (2009). *Das IW-Zukunftspanel. Ziele, Methoden, Themen und Ergebnisse*. Köln: Dt. Inst.-Verl. Abgerufen von <http://www.gbv.de/dms/zbw/590973150.pdf>; <http://d-nb.info/992290082/04>
- Liebig, S., & May, M. (2009). Dimensionen sozialer Gerechtigkeit. *Aus Politik und Zeitgeschichte*, 47(November), 3–8.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The review of economics and statistics*, 47(1), 13–37.
- Littunen, H., & Hyrsky, K. (2000). The Early Entrepreneurial Stage in Finnish Family and Nonfamily Firms. *Family Business Review*, 13(1), 41–54.
- Litz, R. A. (1995). The Family Business: Toward Definitional Clarity. *Family Business Review*, 8(2), 71–81.
- Loew, T., Ankele, K., Braun, S., & Clausen, J. (2004). *Bedeutung der CSR-Diskussion für Nachhaltigkeit und die Anforderungen an Unternehmen: Kurzfassung*. Münster, Berlin.
- Luhmann, N. (1991). *Paradigm lost: Über die ethische Reflexion der Moral* (2. Aufl.). Frankfurt am Main: Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft.
- Luhmann, N. (1993). *Gesellschaftsstruktur und Semantik: Studien zur Wissenschaftssoziologie der modernen Gesellschaft*, 3. Bd. Frankfurt am Main: Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft.
- Lütge, C. (2014). Moral in der Marktwirtschaft: Hat der „ehrbare Kaufmann“ ausgedient? In R. M. Hilty & F. Henning-Bodewig (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility* (Bd. 22, S. 33–39). Berlin, Heidelberg: Springer.
- Mandl, I. (2008). *Overview of Family Business Relevant Issues: Final Report*. (Austrian Institute for SME Research, Hrsg.). Wien. Abgerufen von [http://familienunternehmen.de/media/public/pdf/veranstaltungen/expertengruppe/abschlussbericht\\_eu\\_expertgroup\\_family\\_business.pdf](http://familienunternehmen.de/media/public/pdf/veranstaltungen/expertengruppe/abschlussbericht_eu_expertgroup_family_business.pdf) <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Overview+of+Family+Business+Relevant+Issues#0>
- Mannesmann/Vodafone: Chronik einer Übernahmeaffäre. (2004, Oktober 18). *Manager Magazin*. Abgerufen von <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-242161-6.html>
- Mannheimer Unternehmenspanel (MUP). (2015). Abgerufen 10. Oktober 2015, von <http://www.zew.de/de/publikationen/gruendungsplattform/mannheimerunternehmenpanel.php>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The journal of finance*, 7(1), 77–91.
- Marsden, C. (2000). The New Corporate Citizenship of Big Business: Part of the Solution to Sustainability? *Business and Society Review*, 105(1), 9–25.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163–184.
- Mietzner, M., & Tyrell, M. (2012). Das Verhalten von Familienunternehmen gegenüber ihren Stakeholdern. *Familienunternehmen und Stiftungen (FuS)*, 3, 108–113.

- Mikula, G. (1980). Zur Rolle der Gerechtigkeit in Aufteilungsentscheidungen. In G. Mikula (Hrsg.), *Gerechtigkeit und soziale Interaktion. Experimentelle und theoretische Beiträge aus der psychologischen Forschung* (S. 141–183). Bern, Stuttgart, Wien: Huber.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367–382.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.
- MSCI Inc. (Hrsg.). (2016). GICS. Abgerufen 24. Februar 2016, von <https://www.msci.com/gics>
- Müller, G. F., & Hassebrauck, M. (1993). Gerechtigkeitstheorien. In D. Frey & M. Irle (Hrsg.), *Theorien der Sozialpsychologie, Bd.1, Kognitive Theorien* (2. Aufl., S. 217–240). Bern: Huber.
- Müller, K.-P. (2013). Das zerstört das Vertrauen in die Marktwirtschaft. Abgerufen 28. Dezember 2015, von <http://www.spiegel.de/karriere/berufsleben/managergehaelter-verdienen-topmanager-zu-viel-a-897945.html>
- Neumann, F. (2009). *Gerechtigkeit und Grundeinkommen: Eine gerechtigkeitstheoretische Analyse ausgewählter Grundeinkommensmodelle*. Münster: LIT.
- Niefert, M., Heger, D., Licht, G., Hauer, A., Keese, D., & Schramm, T. (2009). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*. (Stiftung Familienunternehmen, Hrsg.). München: Stiftung Familienunternehmen.
- Nöhamme, B. (2009). Gesellschaftliche Verantwortung zwischen Sein und Schein. *Transfer, Werbeforschung & Praxis: Zeitschrift für Werbung, Kommunikation und Markenführung*, 55(3), 48–52.
- Pacioli, L. (1494). *Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalita*. Venedig: Paganini.
- Palan, D., & Papendick, U. (2007). So entsteht der Pay-Performance-Index des manager magazins. Abgerufen 30. August 2015, von <http://www.manager-magazin.de/magazin/artikel/a-489378.html>
- Palia, D. (2001). The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution. *Review of Financial Studies*, 14(3), 735–764.
- Pape, U. (2011). *Grundlagen der Finanzierung und Investition* (2. Aufl.). München: Oldenburg.
- Paul, C., & Schaefer, S. (2009). Gerechtigkeit im Entgeltfindungsprozess. *WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 38(3), 149–152.
- Perridon, L., & Steiner, M. (1999). *Finanzwirtschaft der Unternehmung* (10. Aufl.). München: Vahlen.
- Pies, I. (2008). *Unternehmensethik für die Marktwirtschaft: Moral als Produktionsfaktor* (No. 2008-1). Halle.
- Pommerening, T. (2005). *Gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen: Eine*

- Abgrenzung der Konzepte Corporate Social Responsibility (CSR) und Corporate Citizenship (CC)*. Berlin. Abgerufen von [http://www.upj.de/fileadmin/user\\_upload/MAIN-dateien/Infopool/Forschung/pommerening\\_thilo.pdf](http://www.upj.de/fileadmin/user_upload/MAIN-dateien/Infopool/Forschung/pommerening_thilo.pdf)
- Porta, R. La, Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Prinz, E., & Schwalbach, J. (2011). Zum Stand der Managervergütung in Deutschland und Europa: Ein aktuelles Porträt. In M. Osterloh & K. Rost (Hrsg.), *Der Anstieg der Management-Vergütung: Markt oder Macht?* (S. 133–154). Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges.
- Prügl, R., & Hauck, J. (2015). *Deutschlands nächste Unternehmergeneration - Werte, Untersuchung Der Zukunftspläne, Einstellungen*. (Stiftung Familienunternehmen, Hrsg.). München. Abgerufen von [http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie\\_Stiftung\\_Familienunternehmen\\_Deutschlands-naechste-Unternehmergeneration-2015.pdf](http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Deutschlands-naechste-Unternehmergeneration-2015.pdf)
- Rapp, M. S., & Wolff, M. (2010). Determinanten der Vorstandsvergütung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 80(10), 1075–1112.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York: Free Press.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (Hrsg.). (2015). *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 05. Mai 2015)*. Frankfurt am Main. Abgerufen von [http://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/2015-05-05\\_Deutscher\\_Corporate\\_Governance\\_Kodex.pdf](http://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/2015-05-05_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex.pdf)
- Reichmann, L. (2004). Lohngerechtigkeit. In E. Gaugler, W. A. Oechsler, & W. Weber (Hrsg.), *Handwörterbuch des Personalwesens* (3. Aufl., S. 1114–1120). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Reinisch, D. C. (2012). *CEO-Compensation: Vergütungssysteme zwischen Effizienz und Gerechtigkeit*. (F. L. Sell, Hrsg.). Münster: LIT.
- Röhl, C. W. (2015). Zinsfreies Risiko statt risikofreier Zins. In E. Frère & S. Reuse (Hrsg.), *Einflussgrößen und regulatorische Anforderungen am Finanz- und Kapitalmarkt; 6. Forschungsforum Finance* (S. 45–54). Essen: MA Akademie Verlagsund Druck-Gesellschaft mbH.
- Rutherford, M. W., Kuratko, D. F., & Holt, D. T. (2008). Examining the Link Between “Familiness” and Performance: Can the F-PEC Untangle the Family Business Theory Jungle? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1089–1109.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., & Achleitner, A.-K. (2008). *Family Firms, Agency Costs and Risk Aversion - Empirical Evidence from Diversification and Hedging Decisions* (No. 13). *Business*. München.
- Schmidt, R. (2004). Die Methode: So entstand der Pay-Performance-Index. Abgerufen 28. Juli 2015, von <http://www.manager-magazin.de/magazin/artikel/a-310485.html>
- Schneider, A., & Schmidpeter, R. (Hrsg.). (2012). *Corporate Social Responsibility:*

- Verantwortungsvolle Unternehmensführung in Theorie und Praxis*. Berlin Heidelberg: Springer Gabler.
- Schraml, S. C. (2010). *Finanzierung von Familienunternehmen: Eine Analyse spezifischer Determinanten des Entscheidungsverhaltens*. (A.-K. Achleitner & C. Kaserer, Hrsg.). München: Gabler.
- Schulz, A. (2010). *Aktienkursorientierte Vergütungssysteme für Führungskräfte: Eine Analyse aus rechtlicher und betriebswirtschaftlicher Sicht*. (C.-C. Freidank, Hrsg.) (1. Aufl.). Wiesbaden: Gabler.
- Schuster, T., & Uskova, M. (2015). *Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen*. Berlin Heidelberg: Springer Gabler.
- Schwalbach, J. (2011). *Vergütungsstudie 2011: Vorstandsvergütung, Pay-for-Performance und Fair Pay DAX30-Unternehmen 1987-2010*.
- Schwalbach, J., Baerns, B., & Raupp, J. (2000). *Image, Reputation und Unternehmenswert. Information und Kommunikation in Europa*. Berlin.
- Schwalbach, J., & Grasshoff, U. (1997). Managervergütung und Unternehmenserfolg. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 67(2), 203–217.
- Schwalbach, J., & Klink, D. (2012). Der Ehrbare Kaufmann als individuelle Verantwortungskategorie der CSR-Forschung. In A. Schneider & R. Schmidpeter (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility: Verantwortungsvolle Unternehmensführung in Theorie und Praxis* (S. 219–240). Berlin Heidelberg: Springer Gabler.
- Schwarze, J. (2009). *Grundlagen der Statistik: Band 1: Beschreibende Verfahren* (11. Aufl.). Herne: NWB-Verl.
- Schwerk, A. (2007). *Corporate Governance und Corporate Social Responsibility Integrative Betrachtung für eine „gute“ Corporate Governance*. Berlin. Abgerufen von [http://www.academia.edu/653710/Corporate\\_Governance\\_und\\_Corporate\\_Social\\_Responsibility\\_Integrative\\_Betrachtung\\_fur\\_eine\\_gute\\_Corporate\\_Governance](http://www.academia.edu/653710/Corporate_Governance_und_Corporate_Social_Responsibility_Integrative_Betrachtung_fur_eine_gute_Corporate_Governance)
- Schwinger, T. (1980). Gerechte Güter-Verteilungen: Entscheidungen zwischen drei Prinzipien. In G. Mikula (Hrsg.), *Gerechtigkeit und soziale Interaktion. Experimentelle und theoretische Beiträge aus der psychologischen Forschung* (S. 107–140). Bern, Stuttgart, Wien: Huber.
- Shanker, M. C., & Astrachan, J. H. (1996). Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy-A Framework for Assessing Family Business Statistics. *Family Business Review*, 9(2), 107–123.
- Sharma, P. (2002). Stakeholder mapping technique: Toward the development of a family firm typology. In *Academy of Management - annual conference*. Denver. Abgerufen von <https://webaccess.wlu.ca/documents/842/2003-01-MOB.pdf>
- Sharma, P., & Nordqvist, M. (2007). A Typology for Capturing the Heterogeneity of Family Firms. In *Academy of Management Annual Meeting Proceedings* (S. 1–6).
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Siebenhüner, B. (2000). Homo sustinens als Menschenbild für eine nachhaltige

- Ökonomie. *sowi-onlinejournal*, H. 1, 1–13. Abgerufen von <http://www.sowi-online.de/sites/default/files/siebenhuener.pdf>
- Smith, G. S., & Swan, P. L. (2008). *The Road to Riches: CEO Incentives and Firm Performance*. Sydney. Abgerufen von <http://ssrn.com/abstract=1089968>
- Smyrnios, K., Tanewski, G., & Romano, C. (1998). Development of a Measure of the Characteristics of Family Business. *Family Business Review*, 11(1), 49–60.
- Sombart, W. (1920). *Der Bourgeois – Zur Geistesgeschichte des modernen Wirtschaftsmenschen* (2. Aufl.). München und Leipzig: Duncker und Humblot. Abgerufen von <https://archive.org/stream/derbourgeoiszurg00sombuoft#page/n3/mode/2up>
- Sommer, F., Lachmann, M., & Judith, A. (2013). Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung in der Finanz- und Wirtschaftskrise – eine Analyse fixer und variabler Vergütungskomponenten unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Mechanismen. In M. Welge & P. Witt (Hrsg.), *Corporate Governance in mittelständischen Unternehmen* (S. 89–122). Wiesbaden: Springer.
- Spremann, K. (2006). *Portfoliomanagement* (3. Aufl.). München: Oldenbourg.
- Sprenger, R. K. (2010). *Mythos Motivation: Wege aus einer Sackgasse* (19. Aufl.). Frankfurt am Main: Campus Verlag.
- Spufford, P. (2004). *Kaufleute im Mittelalter: Handel, Macht und Reichtum*. Stuttgart: Theiss.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709–751.
- Stahl, R. (2016). *Capital Asset Pricing Model und Alternativkalküle: Analyse in der Unternehmensbewertung mit empirischem Bezug auf die DAX-Werte*. (S. Zeranski & S. Reuse, Hrsg.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.). (2015a). Anzahl der Unternehmen in Deutschland nach Rechtsform und Anzahl der Beschäftigten im Jahr 2013 (Stand Mai 2015). Abgerufen 30. März 2016, von <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/237346/umfrage/unternehmen-in-deutschland-nach-rechtsform-und-anzahl-der-beschaefigten/>
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.). (2015b). Bruttoinlandsprodukt. Abgerufen 1. Dezember 2015, von <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Methoden/BIP.html>
- Statistisches Bundesamt (Hrsg.). (2015c). Bruttoinlandsprodukt in Deutschland in jeweiligen Preisen von 1970 bis 2014 (in Milliarden Euro). Abgerufen 9. Dezember 2015, von <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/14397/umfrage/deutschland-bruttoinlandsprodukt-bip/>
- Steiner, M., Bruns, C., & Stöckl, S. (2012). *Wertpapiermanagement: professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung* (10. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Steinmann, H., & Löhr, A. (1991). *Grundlagen der Unternehmensethik*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Steinmann, H., Schreyögg, G., & Koch, J. (2013). *Management: Grundlagen der Unternehmensführung Konzepte - Funktionen - Fallstudien* (7. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Stietencron, P. von. (2013). *Zielorientierung deutscher Familienunternehmen: Der Zusammenhang zwischen Familieneinfluss, Zielorientierung und Unternehmenserfolg*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Stiftung Familienunternehmen. (2014). *Anteile der Familienunternehmen in Deutschland an allen Unternehmen, an der Gesamtbeschäftigung und am gesamten Umsatz*. Abgerufen von <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/234891/umfrage/familienunternehmen-in-deutschland-anteil-an-unternehmen-beschaeftigten-und-umsatz/>
- Struck, O., Dütsch, M., Gückelhorn, C., Hay, S., & Stephan, G. (2014). *Bonuszahlungen an Manager: Gerechtigkeitsurteile und betriebliche Folgewirkungen* (No. 12). Bamberg. Abgerufen von [https://www.uni-bamberg.de/fileadmin/arbeitswiss/Arbeitspapiere/Soziologie-Arbeitswissenschaft-WP-12-Bonus\\_-\\_Gerechtigkeit\\_-\\_Folgewirkungen.pdf](https://www.uni-bamberg.de/fileadmin/arbeitswiss/Arbeitspapiere/Soziologie-Arbeitswissenschaft-WP-12-Bonus_-_Gerechtigkeit_-_Folgewirkungen.pdf)
- Sun, J., & Cahan, S. (2009). The effect of compensation committee quality on the association between CEO cash compensation and accounting performance. *Corporate Governance*, 17(2), 193–207.
- Tebben, T. (2011). *Vergütungsanreize und opportunistische Bilanzpolitik*. PhD Proposal. Wiesbaden: Gabler.
- Tobin, J. (1958). Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2), 65–86.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Tokarski, K. O. (2008). *Ethik und Entrepreneurship: Eine theoretische sowie empirische Analyse junger Unternehmen im Rahmen einer Unternehmensethikforschung*. *Ethik und Entrepreneurship*. Wiesbaden: Gabler.
- Tüngler, M., Friedl, G., & Hölz, C. (2015). DSW-Vorstandsvergütungsstudie 2014.
- Ulrich, P. (1997). *Integrative Wirtschaftsethik: Grundlagen einer lebensdienlichen Ökonomie*. Bern: Haupt.
- Ulrich, P. (2011). Führungskräfteincentivierung in Familienunternehmen. *Controlling & Management*, 55(3), 51–58.
- Veliyath, R., & Bishop, J. W. (1995). Relationship between CEO Compensation and Firm Performance: Empirical Evidence of Labor Market Norms. *International Journal of Organizational Analysis*, 3(3), 268–283.
- Verband der Vereine Creditreform e.V. (o. J.). Definition MARKUS-Datenbank.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are U.S. family firms controlled. *Review of*

- Financial Studies*, 22(8), 3047–3091.
- VW-Abgas-Affäre: Management fehlt offenbar Gespür für Ernst der Lage. (2016, April 7). Abgerufen 30. April 2016, von <http://www.welt.de/wirtschaft/article154095369/Management-fehlt-offenbar-Gespuer-fuer-Ernst-der-Lage.html>
- Waibl, E. (2005). *Angewandte Wirtschaftsethik*. Wien: UTB.
- WBGU. (2011). *Welt im Wandel: Gesellschaftsvertrag für eine Große Transformation*. Berlin: Wiss. Beirat d. Bundesregierung Globale ... (Bd. 2). Berlin. Abgerufen von <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Gesellschaftsvertrag+für+eine+Große+Transformation#3>
- Weißberger, B. E. (2009). *Shareholder Value und finanzielle Zielvorgaben im Unternehmen* (No. 2). Gießen. Abgerufen von [https://wiwi.uni-giessen.de/dl/down/open/bwl4/97a58b245c83480c19ecc9d52050d2494020b9d7a91bf0f596c58f68bd89c221b692330dd92159afbf5f1cec328a95ef/AP\\_2\\_2009\\_Shareholder-Value\\_und\\_finanzielle\\_Zielvorgaben\\_im\\_Unternehmen\\_Version\\_2-0.pdf](https://wiwi.uni-giessen.de/dl/down/open/bwl4/97a58b245c83480c19ecc9d52050d2494020b9d7a91bf0f596c58f68bd89c221b692330dd92159afbf5f1cec328a95ef/AP_2_2009_Shareholder-Value_und_finanzielle_Zielvorgaben_im_Unternehmen_Version_2-0.pdf)
- Welfens, P. J. J. (2008). *Grundlagen der Wirtschaftspolitik* (3. Aufl.). Berlin/Heidelberg: Springer-Verlag.
- Welker, S. A. (2012). *Managementvergütung, Anreize und Kapitalmarkterwartungen: Experimentelle Evidenz* (1. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Westhead, P., & Cowling, M. (1998). Family firm research: The need for a methodological rethink. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(1), 31.
- Wieland, J. (1999). *Die Ethik der Governance*. Marburg: Metropolis-Verl.
- Wieland, J., & Grüniger, S. (2000). EthikManagementSysteme und ihre Auditierung - theoretische Einordnung und praktische Erfahrungen. In T. Bausch, A. Kleinfeld, & H. Steinmann (Hrsg.), *Unternehmensethik in der Wirtschaftspraxis* (S. 155–189). München: Hampp.
- Wilke, P., Priessner, C., Schmid, K., Schütze, K., & Wolff, A. (2011). *Kriterien für die Vorstandsvergütung in deutschen Unternehmen nach Einführung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*. Hans-Böckler-Stiftung Arbeitspapier. Düsseldorf. Abgerufen von [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_arbp\\_239.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_239.pdf)
- Williamson, O. E. (1993). Opportunism and its critics. *Managerial and decision economics*, 14(1993), 97–107.
- Wolter, H.-J., & Hauser, H.-E. (2001). *Die Bedeutung des Eigentümerunternehmens in Deutschland* (No. 90 NF). *Jahrbuch zur Mittelstandsforschung*. Bonn.
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future (The Brundtland Report)* (Bd. 4).
- Zöllner, C. (2007). *Interne Corporate Governance: Entwicklung einer Typologie*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.

---

**JOGI NYILATKOZAT**  
**NYILATKOZAT**

Alulírott **TINO BENSCH** jelen nyilatkozat aláírásával kijelentem, hogy a(z) **DER EHRBARE  
MANAGER: NACHHALTIGE MANAGERVERGÜTUNG UND PERFORMANCE IN DEUTSCHEN  
FAMILIENUNTERNEHMEN** című

**PhD értekezésem**

önálló munkám, az értekezés készítése során betartottam *a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. tv.* szabályait, valamint a Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola által előírt, a doktori értekezés készítésére vonatkozó szabályokat, különösen a hivatkozások és idézések tekintetében.<sup>581</sup>

Kijelentem továbbá, hogy az értekezés készítése során az önálló kutatómunka kitétel tekintetében a programvezetőt illetve a témavezetőt nem tévesztettem meg.

Jelen nyilatkozat aláírásával tudomásul veszem, hogy amennyiben bizonyítható, hogy az értekezést nem magam készítettem, vagy az értekezéssel kapcsolatban szerzői jogsértés ténye merül fel, a Nyugat-magyarországi Egyetem megtagadja az értekezés befogadását.

Az értekezés befogadásának megtagadása nem érinti a szerzői jogsértés miatti egyéb (polgári jogi, szabálysértési jogi, büntetőjogi) jogkövetkezményeket.

Sopron, .....

.....  
doktorjelölt

---

<sup>581</sup> **1999. ÉVI LXXVI. TV. 34. § (1)** A MŰ RÉSZLETÉT – AZ ÁTVEVŐ MŰ JELLEGE ÉS CÉLJA ÁLTAL INDOKOLT TERJEDELEMBEN ÉS AZ EREDETIHEZ HÍVEN – A FORRÁS, VALAMINT AZ OTT MEGJELÖLT SZERZŐ MEGNEVEZÉSÉVEL BÁRKI IDÉZHETI.  
36. § (1) nyilvánosan tartott előadások és más hasonló művek részletei, valamint politikai beszédek tájékoztatás céljára – a cél által indokolt terjedelemben – szabadon felhasználhatók. Ilyen felhasználás esetén a forrást – a szerző nevével együtt – fel kell tüntetni, hacsak ez lehetetlennek nem bizonyul.