



**Westungarische Universität Sopron**

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

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

---

**Thesenheft**

Tino Bensch, MBA

Sopron 2016

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

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

**Leiter der Doktoratsschule:** Prof. Dr. Székely Csaba DSc

**Betreuer der Dissertation:** Prof. Dr. Janos Herczeg & Prof. Dr. Stefan Heinemann

## **1 Forschungsfragen, Methode und Struktur**

Die Performance von börsennotierten Unternehmen generell und die Vergütung ihrer Vorstände korrelieren nicht zwangsläufig positiv, d.h. 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.

Allerdings sind börsennotierte Unternehmen in Deutschland in der deutlichen Minderheit. Ein Großteil der deutschen Unternehmen sind familien- oder eigentümergeführt. So können ca. die Hälfte der im CDAX vertretenen Unternehmen als Familienunternehmen klassifiziert werden. In diesem Zusammenhang ist die Fragestellung nach der Vergütung des Vorstandes auf der einen Seite und der Performance von börsennotierten Familienunternehmen auf der anderen Seite eine relevante Fragestellung. Dabei sind Verantwortungsbewusstsein und Nachhaltigkeit wesentliche Merkmale der Familienunternehmen.

Der Begriff der Nachhaltigkeit ist breit gefasst und umfasst z.B. Unternehmenskultur, Vergütung, Umweltschutz, soziales Engagement, Verantwortung usw. Wesentliche Steuerungs- und Einflussfaktoren auf die unternehmensbezogenen Nachhaltigkeitsaspekte sind die Vorstände. Sie entwickeln die Mission, Vision und langfristige Strategie und führen die operative Umsetzung. Dabei haben sie eine Vorbildfunktion inne, d.h. ihre entwickelten Werte sollen sie auch vorleben, in den Zielsystemen des Unternehmens verankern und im Controlling berücksichtigen. Sie handeln dem Grunde nach dabei rational.

Ein rational handelnder Manager wie der Homo Oeconomicus ist in der realen Welt allerdings kaum anzutreffen. Daher geht die Neue Institutionenökonomik von opportunistischem Verhalten der handelnden Personen aus. Ein Opportunist ist im allgemeinen Sprachgebrauch eine Person, die zweckmäßig handelt, um sich der jeweiligen Lage anzupassen und einen Vorteil daraus zu ziehen. Ein opportunistischer Manager wird somit unter Umständen eher kurzfristig gewinnorientiert handeln. Offenkundig kann es eine Spannung zwischen Mitteln, Zielen und Werten geben.

In börsenorientierten Familienunternehmen treffen wir eine Unternehmenskultur und ein Wertesystem an, das auf Nachhaltigkeit ausgelegt ist. Die Familie bzw. die Gründer halten hier wesentliche Anteile an der Firma bzw. sind in der Geschäftsführung aktiv. In diesem Kontext liegt das besondere Augenmerk auf dem langfristigen Fortbestand der Unternehmung und der Reputation. Kurzfristige Gewinnziele werden dem komplett untergeordnet.

Dementsprechend wird in Familienunternehmen ein ehrbares und integeres Verhalten vom Vorstand erwartet. Dabei kann das merkantile Konzept des Ehrbaren Kaufmanns im Rahmen der Diskussion um Nachhaltigkeit auch auf den Berufsstand des heutigen Managers übertragen werden. Hierin kann ein Konzept gesehen werden, das Nachhaltigkeit, Ethik und Verantwortung beinhaltet.

Der Manager eines notierten Unternehmens handelt nicht nur im eigenen Interesse, sondern auch immer im Auftrag der Shareholder. Die Ziele des Managers sollten daher mit den Zielen der Shareholder und der Vision und Mission der Unternehmung kongruent sein. Der Ehrbare Manager als ein Idealbild würde genau diese Ziele verfolgen, ohne sich opportunistisch zu verhalten. Darüber hinaus würde er auch die Stakeholder im Blick behalten.

Unter der Annahme, dass sich aber jeder Manager zu einem gewissen Grad opportunistisch verhält, müssen die persönlichen Performance-Ziele der Manager auch an langfristigen Unternehmenszielen ausgerichtet werden. Dies geschieht in der Praxis hauptsächlich über variable Gehaltsbestandteile. So kann beispielsweise das Gehalt eines Vorstandes aus einem fixen und einem variablen Anteil bestehen. Dieser variable Anteil kann ergo nur dann realisiert werden, wenn der Manager langfristig Wachstums- und Performanceziele erreicht.

Untersuchungen beschäftigten sich bereits mehrfach mit Vergütungen des Managements. Kaum Gegenstand von Untersuchungen in diesem Zusammenhang war aber bisher die Gruppe der Familienunternehmen.

## **2 Hypothesen**

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.

Die theoretische Einordnung diskutiert zunächst den Ehrbaren Manager auf Basis des Ehrbaren Kaufmanns. Lassen sich die Tugenden des Ehrbaren Kaufmanns auf den heutigen Manager im Kontext der Nachhaltigkeitsdebatte übertragen?

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. Sie sind durch ihre Eigentums- und Leitungsstrukturen charakterisiert und unterliegen keinerlei Größenbeschränkungen. Vor dem Hintergrund der verfügbaren Datenbasis wurden im Rahmen der Untersuchung grundsätzlich nur börsennotierte Familienunternehmen analysiert. Aufgrund der schwierigen Operationalisierbarkeit des Begriffs Familienunternehmen und der genutzten Datenbasis wurde darüber hinaus auf die Definition des DAXplus Family zurückgegriffen:

- die Gründerfamilie hält mindestens einen 25-prozentigen Stimmrechtsanteil am Unternehmen und verfügt somit über die Sperrminorität oder
- die Gründerfamilie ist in Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten und besitzt mindestens einen Stimmrechtsanteil am Unternehmen von 5 Prozent.

Performen börsennotierte Familienunternehmen besser als Nicht-Familienunternehmen? Spitzenverantwortlich für die Performance sind die Vorstände. Diese werden für ihre Leistung vergütet. Ist diese Vergütung für die gute oder schlechte Performance verantwortlich? Wird der Manager für gute oder schlechte Performance durch die Vergütungsmodelle gerecht entlohnt (Fair Pay) und ist die Managervergütung für das Unternehmen effizient und gerecht?

Die Datenbasis der Untersuchung bildeten die Unternehmen des DAX 30 und DAXplus Family 30, welche die Wertentwicklung der größten deutschen Familien- und Nicht-Familienunternehmen abbilden.

### 3 Forschungsergebnisse

#### 3.1 Vergütung der Vorstandsvorsitzenden

Bei Betrachtung der 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 die Gesamtdirektvergütungen der DAX 30-Unternehmen, die Gesamtdirektvergütungen der Familienunternehmen fielen von 84 Millionen Euro auf 78 Millionen Euro.

Die Pro-Kopf-Betrachtung der Vergütung liefert ähnliche Ergebnisse. 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 Million Euro. Die DAX 30-Vorstände verdienen im Mittel mindestens das Doppelte im Verhältnis zu dem Vorständen der Familienunternehmen.

**Tabelle 1: Vergütungsverhältnis der VV DAX 30 zu DAXplus Family 30**

		Vergütungsverhältnis VV DAX 30 zu DAXplus Family 30				
		2010	2011	2012	2013	2014
Prozent	(Mittelwert)	210,7	221,9	205,0	200,9	215,9
	(Median)	279,4	286,8	217,5	214,2	234,4

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. Demnach wäre eine Analyse der Vergütungsbestandteile nötig, welche aber im Rahmen der Theseformulierung nicht durchgeführt wurde.

#### 3.2 Performance der Indizes

Die Performancebetrachtung der Indices (2010-2015) bestätigt die bessere Kursentwicklung der Familienunternehmen. Die Entwicklung der Performanceindices (TR) von DAX 30 und DAXplus Family 30 zeigen eine leicht höhere Performance des DAX 30.

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 (Total Return) zweistellige Wachstumsraten, während der DAX 30 nur negative bzw. niedrige einstellige Wachstumsraten aufweisen konnte.

Beim Vergleich der operativen Performance anhand des Return on Equity, schneiden Familienunternehmen besser ab. Hier verzinsten die Familienunternehmen das Eigenkapital im Mittel mit 16,8 Prozent, wohingegen die DAX 30-Unternehmen nur 11,7 Prozent erwirtschafteten.

Beim Total Shareholder Return wiesen die Familienunternehmen eine deutlich höhere Performance auf. Hier lag der mittlere Total Shareholder Return der DAX 30-Unternehmen bei 13,4 Prozent, im Vergleich zu 23,6 Prozent bei Familienunternehmen.

Auch das Tobin's q kann die bessere Performance von Familienunternehmen bestätigen. Sowohl DAX 30-Unternehmen als auch die Familienunternehmen erzielten positive Werte. Auffällig ist das deutlich höhere Tobin's q der Familienunternehmen von 2,1 im Vergleich zu 1,3 der DAX 30-Unternehmen. Dies deutet auf eine bessere Performance sowie auf positive Ertragserwartungen der Investoren der Familienunternehmen hin.

### **3.3 Pay for Performance-Analyse**

Bei der Pay for Performance-Analyse werden zwei Performancemaße betrachtet: Nettowertschöpfung der Aktionäre und Nettoeigenkapitalrendite. Die Bezeichnungen netto bzw. brutto beziehen sich dabei auf die Bereinigung der Performance um die Eigenkapitalkosten. Die Eigenkapitalkosten werden in der Untersuchung mittels des CAPM dargestellt. Auffällig sind hier die höheren Eigenkapitalkosten der DAX 30-Unternehmen.

Das erste Performancemaß Nettowertschöpfung der Aktionäre repräsentiert die relative Wertschöpfung der Aktionäre nach Abzug der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber. Da sich in den Aktienkursen der Unternehmen die vom Markt eingepreisten Erwartungen widerspiegeln, kann die Nettowertschöpfung als ex ante-Indikator für die Performance betrachtet werden. Dabei wurde auf den Total Shareholder Return zurückgegriffen und dieser um die geschätzten unternehmensspezifischen Eigenkapitalkosten der Betrachtungsperiode korrigiert.

Der zweite Indikator, die Nettoeigenkapitalrendite, berechnet sich durch Division des Konzernjahresüberschuss durch das bilanzielle Eigenkapital. Es handelt sich um einen ex post Indikator der Unternehmensperformance, da er auf Rechnungslegungsdaten beruht. Der Return on Equity zeigt, wie sich das Eigenkapital eines Unternehmens in der Periode verzinst hat. Dieser wird um die geschätzten Eigenkapitalkosten der Periode korrigiert.

Die Methodik der Pay for Performance-Analyse 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. Die Nettowertschöpfung und die Nettoeigenkapitalrendite werden in der folgenden Tabelle dargestellt.

**Tabelle 2: Nettowertschöpfung und Nettoeigenkapitalrendite DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)**

<b>Nettowertschöpfung (TSR - CAPM) in Prozent</b>						
<b>Index</b>	<b>Parameter</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
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

  

<b>Nettoeigenkapitalrendite (RoE - CAPM) in Prozent</b>						
<b>Index</b>	<b>Parameter</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
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

Die Ergebnisse der Pay for Performance-Analyse der DAX 30-Unternehmen und der DAXplus Family 30-Unternehmen sind in den folgenden beiden Tabellen aufgeführt.



**Tabelle 3: Pay for Performance-Analyse DAX 30 (2010-2014)**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	PfP	Position	PP	Position	PfP	Position	PfP	Position	PP	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

**Tabelle 4: Pay for Performance-Analyse DAXplus Family 30 (2010-2014)**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	PfP	Position	PP	Position	PfP	Position	PfP	Position	PP	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
NEMETSCHEK 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 Relativer Performance-Gesamtwert (RPGW) und der Vergütungsabweichungsfaktor (VGAF) näher zu betrachten. Die Mittelwerte der RPGW der Familienunternehmen liegen in jedem Jahr des betrachteten Zeitraums über denen der Nicht-Familienunternehmen. Dadurch kann auf eine bessere Performance der Familienunternehmen geschlossen werden.

Der VGAF stellt nur die Abweichung der Gesamtdirektvergütung dar und berücksichtigt keine leistungsgerechten Bezahlungen. Insbesondere bei den Familienunternehmen ist kein homogenes Bild der Bezahlung der Vorstandsvorsitzenden zu erkennen. Die unterschiedlichen Vergütungshöhen der Familienunternehmen sind deutlich erkennbar. Diese spiegeln sich in der Standardabweichung des VGAF wider.

Die Mittelwerte des VGAF liegen bei den Familien- und Nicht-Familienunternehmen auf ähnlichem Niveau. Die Standardabweichung des VGAF bei den Familienunternehmen ist aber deutlich höher, was auf heterogene Vergütungen in dieser Gruppe schließen lässt.

Die Pay for Performance-Analyse zeigt, dass es deutliche Abweichungen bei der performancegerechten Entlohnung der Vorstandsvorsitzenden gibt.

### **3.4 Fair Pay-Analyse**

Die Fair Pay-Analyse überprüft, ob sich die Vergütungen an der Performance der Unternehmen im Sinne der Shareholder orientieren. Dabei wird die Summe der Vorstandsdirektvergütungen aller Unternehmen eines Indices, auf Basis der individuellen Wertschöpfung der Unternehmen, neu auf die Aktiengesellschaften verteilt.

Die folgenden beiden Tabellen fassen die Ergebnisse der Fair Pay-Analyse 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.

**Tabelle 5: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAX 30 (2010-2014)**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	Pay / Fair Pay in %	Ranking	Pay / Fair Pay in %	Ranking	Pay / Fair Pay in %	Ranking	Pay / Fair Pay in %	Ranking	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

**Tabelle 6: Fair Pay-Ranking nach Prinz & Schwalbach (2011) DAXplus Family 30 (2010-2014)**

Name	Pay / Fair		Pay / Fair		Pay / Fair		Pay / Fair		Pay / Fair	
	Pay in %	Ranking	Pay in %	Ranking	Pay in %	Ranking	Pay in %	Ranking	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
GRENKLEASING 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	271,8%	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
NEMETSCHEK 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

Zu hinterfragen ist, ob dieses Ranking dem Gerechtigkeitsempfinden aller tangierten Stakeholder gerecht wird. Aus Sicht der Aktionäre mag es durchaus sinnvoll sein, geringere Vergü-

tungen als ‚gerecht‘ zu betrachten. Die Leistung der Manager sollte aber nach dem ökonomischen Wert für das Unternehmen entlohnt, sowie außerbetriebliche Vergleiche berücksichtigt werden. Weiterhin können Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt die Vergütungshöhe beeinflussen.

Deshalb wurden im nächsten Schritt positive und negative Abweichungen vom Fair Pay berücksichtigt. Unternehmen die ihren Vorstandsvorsitzenden eine Gesamtdirektvergütung annähernd in Höhe der berechneten Fair Pay-Vergütung zahlten, finden sich nun auf den vorderen Positionen des Rankings wieder. Dadurch ergibt sich ein vom originären Ranking abweichendes Bild der Fair Pay-Betrachtung.

**Tabelle 7: Fair Pay-Abweichung DAX 30 (2010-2014)**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	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

**Tabelle 8: Fair Pay-Abweichung DAXplus Family 30 (2010-2014)**

Name	2010		2011		2012		2013		2014	
	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	Ranking	Fair Pay Abweichung	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 allein kann keine pauschale Aussage zur leistungsgerechten Bezahlung in Familienunternehmen getroffen werden. 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 als die Familienunternehmen auf. Somit scheinen die Vergütungen im DAX 30 eher der Fair Pay-Vergütung zu entsprechen, als die Vergütungen der Familienunternehmen. Dies wird auch von der Standardabweichungen gestützt.

**Tabelle 9: Minimum, Maximum, Spannweite und Standardabweichung der Fair Pay-Abweichung DAX 30 und DAXplus Family 30 (2010-2014)**

	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

### 3.5 Vergütung und Performance im Zeitablauf

Die Familienunternehmen performten im Zeitraum 2010-2014 deutlich besser. Sie erzielten mehr als die geforderte Mindestrendite der Eigenkapitalgeber (berechnet mittels CAPM). Demgegenüber erzielten die Nicht-Familienunternehmen maximal die geforderte Mindestverzinsung der Eigenkapitalgeber.

**Tabelle 10: Unternehmensperformance DAX 30 vs. DAXplus Family 30 (2010-2014)**

Index		Nettowertschöpfung (in Prozent)				Nettoeigenkapitalrendite (in Prozent)			
		Brutto	Kosten	Netto	p.a.	Brutto	Kosten	Netto	p.a.
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

Vor dem Hintergrund einer leistungsgerechten Bezahlung sollten die Vergütung und die Performance korrelieren. Jedoch stiegen bei den DAX 30- und den Familienunternehmen die Vergütungen von 2010-2013 kontinuierlich. Lediglich im Jahr 2014 sanken bzw. stagnierten die Gesamtdirektvergütungen. Demnach scheinen noch andere Faktoren die Vergütung zu beeinflussen, so zum Beispiel die Unternehmensgröße. 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.

Insgesamt kann also nicht von einer Pay for Performance-Relation gesprochen werden.

### 3.6 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.
- H3 Familienunternehmen haben angemessene Vergütungsstrukturen umgesetzt, welche die Unternehmensperformance berücksichtigen.

Basis der Untersuchung waren die 30 Unternehmen des DAX 30 (Nicht-Familienunternehmen) und die 30 Unternehmen des DAXplus Family 30. Im Rahmen der

fünffährigen Betrachtung der Preisindices generierten die Familienunternehmen eine deutlich höhere Performance als die Nicht-Familienunternehmen.

Die Ergebnisse der Analyse zeigen 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.

Beim Return on Equity erwirtschafteten die Familienunternehmen im Fünfjahreszeitraum eine durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität von 16,8 Prozent zu 11,7 Prozent der Nicht-Familienunternehmen. Auch der Total Shareholder Return zeigt die bessere Performance der Familienunternehmen.

Daher kann die Hypothese H1 bestätigt werden: ‚Börsennotierte Familienunternehmen performen besser als nicht-familiengeführte börsennotierte Unternehmen (Aktienkurs)‘.

Um Rückschlüsse zu erhalten, ob Familienunternehmen ihre Vorstandsvorsitzenden performancegerechter vergüten, wurden die beiden wesentlichen Einflussfaktoren des Pay for Performance-Indikators näher untersucht.

Als Ergebnis kann hier entgegen der Hypothese von keiner performancegerechten Vergütung der Vorstandsvorsitzenden bei Familienunternehmen gesprochen werden.

Im nächsten Schritt wurde geklärt, wie hoch die performancegerechte Vergütung ausfallen darf (Fair Pay). Dabei ergaben sich deutliche Abweichungen der leistungsgerechten Bezahlung sowohl bei den Familienunternehmen als auch bei den Nicht-Familienunternehmen.

Weiterhin wurden bezogen auf die Fair Pay-Abweichung Minimum, Maximum, Spannweite und die Standardabweichung berechnet. Demnach haben Nicht-Familienunternehmen Fair Pay-Vergütungsstrukturen besser umgesetzt.

Dementsprechend kann den 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‘, widersprochen werden.

### **3.7 Erkenntnisse der Arbeit und Fazit**

Auf der einen Seite performen Familienunternehmen besser als Nicht-Familienunternehmen, auf der anderen Seite zahlen sie ihren Vorstandsvorsitzenden im Durchschnitt deutlich niedrigere Gehälter als die betrachteten Nicht-Familienunternehmen.

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. 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 (gemessen am Total Shareholder Return und dem Return on Equity) vergütet. Sie erhalten eher eine zu geringe Gesamtdirektvergütung.

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), der Treiber der Performance der Familienunternehmen sind.

Vorstandsvergütungen werden in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert. Neben deren Höhe findet auch das Verhalten der Manager immer stärker Berücksichtigung. Aktuell versucht so z.B. die Politik Regelungen zu etablieren (z.B. Deutscher Corporate Governance Kodex), welche die relative Höhe der Vorstandsvergütungen vor dem Hintergrund des Gerechtigkeitsempfinden der Gesellschaft, aber auch der freien Marktwirtschaft berücksichtigen sollen. Dabei stehen vor allem Shareholder Value-Ziele im Vordergrund. Dies scheint bei den Familien-



unternehmen aber nicht der primäre Benchmark zu sein. Dementsprechend sollten Werte, wie sie von Familienunternehmen gelebt werden, stärker bei gesetzlichen Regelungen Berücksichtigung finden, da diese anscheinend eine hohe Akzeptanz in der Gesellschaft besitzen.

### **3.8 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.

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 ebenfalls 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 bestätigte die bessere Performance der Familienunternehmen im Untersuchungszeitraum. Da aber die Vergütungsstrukturen die Unternehmensperformance nicht in angemessener Weise berücksichtigen, wäre es sinnvoll weitere Performancetreiber zu identifizieren. Diese könnten sich z.B. in der einzigartigen Unternehmenskultur, dem Einfluss der Familie oder der Strukturierung der Vergütungssysteme der Familienunternehmen widerspiegeln. Eine weitere interessante Forschungsfrage wäre dann in diesem Kontext auch, ob diese Performancetreiber auf die Nicht-Familienunternehmen übertragbar wären.

## 4 Ausblick

Bei der Bewertung der Unternehmensperformance sowie der Managementperformance werden derzeit immer noch Modelle der Neoklassik genutzt. Insbesondere auf den Shareholder Value-Ansatz von Rappaport wird vielfach noch zurückgegriffen. Dieser ermöglicht zusätzliche Gehaltssteigerungen der Vorstände bei guter Unternehmensperformance. Im Gegenzug erfolgt eine Sanktionierung schlechter Unternehmensperformance in der Regel kaum. 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.

Im Wettbewerb um kompetente Führungskräfte argumentieren Unternehmen häufig für diese hohen Vergütungen. Andererseits zeigen gerade die Familienunternehmen, dass auch bei relativ geringen Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden gute Unternehmensentwicklungen erzielt werden.

Vor diesem Hintergrund erscheint die Diskussion der Begrenzung der Vorstandsgehälter auf das x-fache des Gehalts eines normalen Angestellten zumindest statthaft. Im Rahmen der Gerechtigkeitsdiskussion bezüglich Managerentlohnungen sind Ansätze vorhanden, gerecht empfundene Vergütungshöhen zu quantifizieren. So beziffert Kluckow die noch als gerecht empfundene Vergütung eines Vorstandes auf maximal 600.000 €pro Jahr.

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.

**Tabelle 11: Familienunternehmen mit durchschnittlicher Gesamtvergütung des VV <600.000 TEUR (2010-2014)**

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>
NEMETSCHEK 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 Managemententlohnungssys-

tems, interessant. Im zweiten Schritt sollten die Performanceauswirkungen berücksichtigt werden. Dabei könnte auch die Spreizung der Vorstandsvergütungen innerhalb des Vorstandes interessant sein. Sind große Vergütungsspreizungen performancefördernd?

Die größte Herausforderung ist 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 in 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. Bei anderen scheint die Betonung eher auf dem Bereich Familie zu liegen. Für weitere Untersuchungen im Feld der Familienunternehmen sollte daher eine klarere Trennung erfolgen. Herausforderungen werden hier in der Operationalisierbarkeit der Differenzierung sowie in der Datenverfügbarkeit bei der Gruppe der Familienunternehmen liegen.

## 5 Veröffentlichungen

- 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.
- Bensch, T., & Drescher, A. (2015). Nachhaltigkeitsforschung: Der Wertbeitrag von Corporate Social Responsibility auf den Erfolg von M&A-Transaktionen in Deutschland. In E. Frère & S. Reuse (Hrsg.), *Risk- und Investmanagement am Finanz- und Kapitalmarkt; 7. Forschungsforum Finance* (S. 84–94). Essen: MA Akademie Verlagsund Druck-Gesellschaft mbH.
- Bensch, T., Jäger, C., & Jäger, T. (2011). World Events Impact the German Stock Market: DAX Analysis January 2000 to October 2009. In J. Balázs & C. Székely (Hrsg.), *Shifting Environment - Innovative Strategies* (S. 1214–1233). Sopron: University of West Hungary Press.
- Bensch, T., Jäger, C., & Jäger, T. (2012). World Events Impact the German Stock Market: DAX Analysis January 2000 to October 2009. *Journal of Economy & Society*, 4(Special), 3–25.
- Bensch, T., Jäger, C., Jäger, T., & Holsiepe, H. (2012). Alternative Approaches of Corporate Valuation Methods for Small and Medium- Sized Enterprises. In J. Balázs & C. Székely (Hrsg.), *Driving Forces of the Economic Development* (S. 1067–1090). Sopron: University of West Hungary Press.
- Bensch, T., Jäger, C., Jäger, T., & Janßen, M. (2013). CSR-Reporting Under Special Consideration of Drivers and Quality Criteria. In C. Székely (Hrsg.), *Social Responsibility - Sustainable Economy* (S. 1052–1066). Sopron: University of West Hungary Press.
- Bensch, T., Jäger, T., Jäger, C., & Holsiepe, H. (2013). Alternative Approaches of Corporate Valuation Methods for Small and Medium- Sized Enterprises. *Journal of Economy & Society*, 5(1), 3–26.
- Bensch, T., Rojahn, J., & Zureck, A. (2014a). Rationalität und Emotionalität bei Transfers: Die Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von Spielertransfers. In *18. Jahrestagung Arbeitskreis Sportökonomie e.V. - Homo Oeconomicus und Homo Emotionalis der seltsame Fall des Dr. Jeckyll und Mr. Hyde im Sportmanagement* (S. 45–46). Arbeitskreis Sportökonomie.
- Bensch, T., Rojahn, J., & Zureck, A. (2014b). Rationalität und Emotionalität bei Transfers: Die Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von Spielertransfers. In *18. Jahrestagung Arbeitskreis Sportökonomie e.V. - Homo Oeconomicus und Homo Emotionalis der seltsame Fall des Dr. Jeckyll und Mr. Hyde im Sportmanagemen*. University of Bayreuth.
- Bensch, T., & Zureck, A. (2013). Banken müssen umdenken: Young Professionals sind kritisch. Abgerufen 7. Februar 2015, von <http://www.finanzen.net/nachricht/private-finanzen/DIPS-Kolumne-Banken-muessen-umdenken-Young-Professionals-sind-kritisch-2757779>
- Breitweg, N. (2015). *Analyse des kommunalen Zins- und Schuldenmanagements unter*

- besonderer Berücksichtigung von Zinsderivaten.* (C. Jäger, E. Frere, & T. Bensch, Hrsg.). Aachen: Shaker Verlag.
- Bürger, S., Zureck, A., & Bensch, T. (2013). Erfolgssteigerung durch Work-Family-Balance. *bdvb aktuell*, (119), 26–27.
- Grobbel, L., & Bensch, T. (2013). *DCF and behavioral finance: analysis considering managers and stock analysts* (1. Aufl.). Köln: VAWW - Verlag für angewandte Wirtschaftswissenschaften.
- Jäger, C., Jäger, T., Hofmann, D., & Bensch, T. (2011a). Scientific Evaluation of Sound Branding as an Integrative Part of Brand Management. *Journal of Economy & Society*, 3(3-4), 48–69.
- Jäger, C., Jäger, T., Hofmann, D., & Bensch, T. (2011b). Scientific Evaluation of Sound Branding as an Integrative Part of Brand Management. In J. Balázs & C. Székely (Hrsg.), *Shifting Environment - Innovative Strategies*. Sopron: University of West Hungary Press.
- 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.
- Reiter, J., Frère, E., Bensch, T., & Zureck, A. (2013). *Finanzberatung: Eine empirische Analyse bei Young Professionals* (1. Aufl.). Essen.
- Reiter, J., Frère, E., Zureck, A., & Bensch, T. (2013). *Finanzberatung: Eine empirische Analyse bei Young Professionals* (2. Aufl.). Essen.
- Reiter, J., Frère, E., Zureck, A., & Bensch, T. (2014a). *Finanzberatung: Eine empirische Analyse bei Young Professionals* (3. Aufl.). Essen.
- Reiter, J., Frère, E., Zureck, A., & Bensch, T. (2014b). Kritische und selbstbewusste Bankkunden. In C. Bala & K. Müller (Hrsg.), *Beiträge zur Verbraucherforschung - Band 2: Der verletzte Verbraucher* (S. 61–83). Düsseldorf: Verbraucherzentrale NRW.
- Reiter, J., Frère, E., Zureck, A., & Bensch, T. (2015). *Finanzberatung: Eine empirische Analyse bei Young Professionals* (4. Aufl.). Essen.
- Zureck, A., & Bensch, T. (2014). Krisenvorbeugung durch gezielte Finanzkommunikation im Mittelstand. *bdvb aktuell*, (124), 24–25. Abgerufen von <http://epaper.koellen.de/bdzb/124/#24>
- Zureck, A., Bensch, T., & Böker, T. (2012). Success Factors for Private Equity Investments. In J. Balázs & C. Székely (Hrsg.), *Driving Forces of the Economic Development* (S. 1193–1216). Sopron: University of West Hungary Press.