Entrepreneurial and Financial Studies
Hrsg.: Ann-Kristin Achleitner und Christoph Kaserer



Markus Ampenberger

Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen

Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen



RESEARCH

Markus Ampenberger

Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen

GABLER RESEARCH

Entrepreneurial and Financial Studies



Herausgeber:

Professor Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
und Professor Dr. Christoph Kaserer

Die Schriftenreihe präsentiert aktuelle Forschungsergebnisse aus dem Gebiet der Entrepreneurial und Corporate Finance. Sie greift an der Schnittstelle von Wissenschaft und Praxis innovative Fragestellungen der Unternehmensfinanzierung auf.

This series presents research results from the fields of entrepreneurial and corporate finance. Its focus lies on innovative research topics at the interface of science and practice.

Markus Ampenberger

Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen

Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

GABLER RESEARCH

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Dissertation Technische Universität München, 2009

Die Reihe erschien von 2003 bis 2007 im Verlag Wissenschaft & Praxis Dr. Brauner.

1. Auflage 2010

Alle Rechte vorbehalten
© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2010

Lektorat: Ute Wrasmann | Britta Göhrisch-Radmacher

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.
Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.
www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier
Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-2436-0

Geleitwort

Familienunternehmen sind weltweit von herausragender volkswirtschaftlicher und gesellschaftlicher Bedeutung. Sie sorgen für Wirtschaftswachstum, liefern Innovationen und schaffen Arbeitsplätze. Umso überraschender ist es, dass bisher wenig darüber bekannt ist, wie sich Familienunternehmen in ihren unternehmerischen Entscheidungen von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden. Diese Fragestellung greift die vorliegende Arbeit von Markus Ampenberger auf.

Herr Ampenberger geht zunächst im theoretischen Teil der Arbeit auf die im Kontext von Familienunternehmen relevanten ökonomischen Theorien ein. Im empirischen Teil der Arbeit zeigt er dann im ersten Schritt anhand eines interessanten und großen Datensatzes, den er aus verschiedenen Quellen zusammengestellt hat, dass – entgegen der öffentlichen Wahrnehmung – Familienunternehmen in Deutschland auch an der Börse eine bedeutende Rolle spielen. In einem zweiten Schritt analysiert Herr Ampenberger in einer Längsschnittstudie unter Verwendung fortgeschrittener ökonometrischer Verfahren, wie sich die Familiencharakteristika auf unternehmerische Entscheidungen, insbesondere die Investitionspolitik, Geschäftsfelddiversifikation und Kapitalstrukturpolitik, auswirken. Es gelingt ihm dabei nicht nur eine tiefgehende Analyse mit interessanten Resultaten, sondern auch eine anschauliche Darstellung der Ergebnisse, die das spezifische institutionelle Umfeld in Deutschland und den Bezug zur Praxis nie aus den Augen verliert.

Die an der Technischen Universität München vorgelegte Dissertation trägt in pionierhafter Weise zu einer ersten Bearbeitung der skizzierten Forschungslücke bei. Ich wünsche der Arbeit daher sowohl in der Wissenschaft wie in der Praxis eine weite Verbreitung, Anerkennung und Erfolg.

München, im März 2010

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance und am Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München entstanden. Hierbei habe ich ein optimales Umfeld vorgefunden, das erheblich zum Gelingen meiner Doktorarbeit beigetragen hat.

In erster Linie bin ich meiner Doktormutter Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner zu sehr großem Dank verpflichtet. Sie hat nicht nur großes Vertrauen in mich gesetzt und mich bei der Erstellung der Arbeit zu jeder Zeit in fachlicher Hinsicht optimal begleitet, sondern war mir aufgrund ihrer vielseitigen Erfahrungen auch ein guter und fürsorglicher Ratgeber für die Planung meiner Doktorandenzeit und darüber hinaus. Ein besonders glücklicher Umstand war es sicherlich, an einem Forschungsinstitut zu arbeiten, das von zwei Lehrstuhlinhabern gemeinsam geleitet wird. Dies hat es mir erlaubt, mit meinem Zweitgutachter, Herrn Prof. Dr. Christoph Kaserer, in nahezu ebenso engem Kontakt zu stehen wie mit meiner Doktormutter. Herr Prof. Kaserer hat dabei durch seine ständige Diskussionsbereitschaft und seine sehr guten Anregungen ebenfalls maßgeblich zum Gelingen der vorliegenden Arbeit beigetragen. Frau Prof. Dr. Isabell Welpe danke ich dafür, dass sie den Vorsitz der Prüfungskommission übernommen hat.

Darüber hinaus bin ich insbesondere Herrn Prof. Josh Lerner für seine Unterstützung bei der Vorbereitung und Durchführung meines Forschungsaufenthalts an der Harvard University zu großem Dank verpflichtet. Dieser Forschungsaufenthalt hat sicherlich durch den Besuch von PhD-Kursen, dem intensiven Austausch von Ideen in Seminarvorträgen und nicht zuletzt durch anregende Diskussionen mit verschiedenen Professoren in Harvard, neben Josh Lerner unter anderem mit Belen Villalonga, Effraim Benmelech und David Scharfstein, äußerst wertvolle Impulse für die Erstellung meiner Doktorarbeit gegeben. Zahlreiche andere PhD-Studenten, wie z.B. Dr. Daniel Hobohm, Reimo Juks, Konstantin Kosenko und Dr. Oliver Alexy haben diese Zeit nicht nur durch den ein oder anderen fachlichen Hinweis, sondern vor allem durch zahlreiche gemeinsame Aktivitäten sehr bereichert. Der Kurt-Fordan-Stiftung für herausragende Begabungen danke ich für die großzügige finanzielle Unterstützung dieses Aufenthalts.

Ein Teil der in dieser Arbeit dargestellten Ergebnisse basiert auf gemeinsam mit Kollegen am CEFS durchgeführten Forschungsprojekten. Hierbei sind meine Ansichten zur Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen sicherlich durch zahlreiche Diskussionen mit Thomas Schmid, meinem Koautor bei mehreren Artikeln, in besonderer Weise geprägt worden. Weiterhin haben aber viele andere Kollegen in den vier Jahren am CEFS durch Diskussionen oder Korrekturlesen einzelner Kapitel wertvolle Hinweise zur Verbesserung der Arbeit gegeben, unter anderem Bernhard Gegenfurtner, Florian Tappeiner, Svenja Jarchow, Nico Engel, Nina Günther, Tobias Kauf, Dr. Stephanie Schraml, Dr. Oliver Klöckner und Dr. Jörn Block. Zu besonderem Dank bin ich auch meinen Freunden Heidi Kieweg und Georg Huber verpflichtet, die beide mehr oder weniger fertige Fassungen des gesamten Manuskripts unter größtem Zeitdruck Korrektur gelesen haben. Schließlich hätte ich ohne die Hilfe von meinem Kollegen Marko Bender die Hürden der elektronischen Datenverarbeitung im Zusammenhang mit der Endformatierung der Arbeit sicherlich nur sehr schwer bewältigen können.

Während meiner Zeit am CEFS habe ich nicht nur mit fachlich hervorragenden Kollegen zusammengearbeitet, sondern einige tiefe Freundschaften geschlossen. Stellvertretend seien diejenigen erwähnt, mit denen ich während der vier Jahre an der ein oder anderen Stelle das Büro teilen durfte: Peter Heister, Svenja Jarchow und Henry Lahr. Mein besonderer Dank gilt auch Tina Schönfeld und Monika Paul. Beide haben mir mit ihrer hilfsbereiten und humorvollen Art bei den vielen kleinen, administrativen Dingen des Universitätsalltags sehr geholfen. Das ausgesprochen professionelle, gleichzeitig so kollegiale und herzliche Arbeitsklima an unserem Forschungsinstitut habe ich dabei jederzeit genossen und werde ich in Zukunft sicherlich sehr vermissen.

Meinen Freunden, meiner Familie sowie insbesondere meiner Lebensgefährtin, Iris Bundschuh, danke ich für ihre moralische Unterstützung und die Geduld in den vielen Stunden, in denen ich nicht in ihrer Nähe war.

Gewidmet ist diese Arbeit in Liebe und tiefer Dankbarkeit meinen Eltern, Ingrid und Georg Ampenberger, ohne deren kontinuierliche Unterstützung meine gesamte Ausbildung in dieser Form niemals möglich gewesen wäre.

München, im März 2010

Markus Ampenberger

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis ..... **IX**

Abbildungsverzeichnis ..... **XIII**

Tabellenverzeichnis ..... **XV**

Abkürzungsverzeichnis ..... **XIX**

1 Einleitung **1**

1.1 Corporate Governance, Familienunternehmen und Unternehmenspolitik 1

1.2 Ziele der vorliegenden Untersuchung 7

1.3 Struktur der Untersuchung 8

2 Definition von Familienunternehmen **13**

2.1 Abgrenzung von insider ownership und founding family ownership 14

2.2 Herausforderungen bei der Definition von Familienunternehmen 16

2.3 Definition eines Familienunternehmens in der vorliegenden Arbeit 24

3 Corporate Governance **29**

3.1 Definition von Corporate Governance 30

3.2 Theoretische Grundlagen 35

3.2.1 Prinzipal-Agenten-Theorie 36

3.2.2 Stewardship-Theorie 50

3.2.3 Vergleich der beiden Theorien 52

3.3 Corporate-Governance-Mechanismen 58

3.3.1 Interne Corporate-Governance-Mechanismen 58

3.3.2 Externe Corporate-Governance-Mechanismen 67

3.4 Finanzsysteme bzw. Corporate-Governance-Systeme 78

3.4.1 Begriff des Finanzsystems 78

3.4.2 Marktorientiertes und bankorientiertes Finanzsystem ... 81
3.4.3 Finanzsysteme und Familienunternehmen ... 87
3.4.4 Entwicklung des deutschen Finanzsystems ... 90
3.4.5 Effizienz- und Konvergenzdebatte ... 98

4 Überblick über den Stand der Forschung ... 103

4.1 Unternehmensperformance ... 104
4.1.1 Theoretische Überlegungen ... 104
4.1.2 Empirische Untersuchungen ... 105
4.2 Investitionsentscheidungen ... 117
4.2.1 Theoretische Überlegungen ... 117
4.2.2 Empirische Untersuchungen ... 123
4.3 Diversifikationsentscheidungen ... 135
4.3.1 Theoretische Überlegungen ... 135
4.3.2 Empirische Untersuchungen ... 141
4.4 Kapitalstrukturentscheidungen ... 148
4.4.1 Theoretische Überlegungen ... 148
4.4.2 Empirische Untersuchungen ... 155

5 Hypothesen für die empirische Analyse ... 165

5.1 Hypothesen zu Investitionsentscheidungen ... 165
5.1.1 Hypothesen zu Investitionen in Sachanlagen ... 165
5.1.2 Hypothesen zu Investitionen in Forschung und Entwicklung ... 167
5.2 Hypothesen zu Diversifikationsentscheidungen ... 169
5.3 Hypothesen zu Kapitalstrukturentscheidungen ... 171

6 Empirische Untersuchung ... 175

6.1 Forschungsdesign der empirischen Untersuchung ... 175
6.1.1 Rahmenbedingungen der empirischen Untersuchung ... 175

6.1.2 Datengrundlage der empirischen Untersuchung ... 178
6.1.3 Methodische Überlegungen ... 182
6.2 Auswahl und Konstruktion der Stichprobe ... 186
6.3 Daten und Datenquellen ... 195
6.3.1 Daten zu Unternehmensgründern ... 195
6.3.2 Daten zur Eigentümer- und Organstruktur ... 195
6.3.3 Jahresabschluss- und Kapitalmarktdaten ... 197
6.4 Definition von Variablen ... 197
6.4.1 Eigentümer- und Organstruktur ... 197
6.4.2 Familienunternehmen ... 203
6.4.3 Unternehmenspolitik ... 205
6.4.4 Kontrollvariablen ... 205
6.5 Zusammensetzung der Eigentümer- und Organstrukturen in Deutschland ... 210
6.5.1 Entwicklung der Eigentümerstrukturen ... 210
6.5.2 Entwicklung von Vorstand und Aufsichtsrat ... 230
6.5.3 Deskriptive Analyse von Familienunternehmen ... 236
6.5.4 Zwischenfazit ... 250
6.6 Unternehmenspolitik in Familienunternehmen ... 252
6.6.1 Investitionsentscheidungen ... 252
6.6.1.1 Exkurs: Bilanzierung von Forschung und Entwicklung ... 253
6.6.1.2 Investitionen in Sachanlagen ... 259
6.6.1.3 Investitionen in Forschung und Entwicklung ... 267
6.6.2 Diversifikationsentscheidungen ... 274
6.6.3 Kapitalstrukturentscheidungen ... 290
6.7 Einschränkungen der empirischen Ergebnisse ... 326
7 Schlussbetrachtung ... 337
7.1 Zusammenfassung der Hauptergebnisse ... 337

7.1.1 Ergebnisse aus der theoretischen Analyse 337
7.1.2 Ergebnisse aus der empirischen Analyse 339
7.1.2.1 Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen 339
7.1.2.2 Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland 341
7.1.2.3 Unternehmenspolitik in Familienunternehmen 342
7.2 Implikationen der empirischen Untersuchung 345
7.3 Ausblick und weiterer Forschungsbedarf 354
Anhang 357
A Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen 357
B Investitionen in Sachanlagen 365
C Kapitalstrukturentscheidungen 369
D Übersicht über alle verwendeten Variablen inklusive Quellen 373
Literaturverzeichnis 377

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit 9
Abbildung 2: *Insider ownership* und *founding family ownership* 15
Abbildung 3: F-PEC Scale 22
Abbildung 4: Annahmen und Denkansätze der Neuen Institutionenökonomik 38
Abbildung 5: Prinzipal-Agenten-Theorie und Stewardship-Theorie 53
Abbildung 6: Eigentümer-Manager-Konflikte 56
Abbildung 7: Interne und externe Corporate-Governance-Mechanismen 58
Abbildung 8: Gesetzesreformen in Deutschland (Kapitalmarktregulierung) 95
Abbildung 9: Hypothesen zu Familienunternehmen 173
Abbildung 10: Hypothesen zu den Komponenten von Familienunternehmen 174
Abbildung 11: Übersicht über die verwendeten Stichproben 180
Abbildung 12: Übersicht über die durchgeführten Analysen und Robustheitstests ... 181
Abbildung 13: Anzahl der Börsengänge in Deutschland 1995 bis 2006 190
Abbildung 14: Gründe für Zugänge zum CDAX 1995 bis 2006 191
Abbildung 15: Gründe für Abgänge aus dem CDAX 1995 bis 2006 192
Abbildung 16: Übersicht über verwendete Datentypen und Datenquellen 196
Abbildung 17: Bedeutende Kontrollschwellen in Deutschland 201
Abbildung 18: Unternehmensinsider und strategische Investoren 223
Abbildung 19: Unternehmensinsider und strategische Investoren (Robustheitstest) . 224
Abbildung 20: *Insider ownership* und *founding family ownership* 225
Abbildung 21: Stimmrechte der Gründerfamilien 226
Abbildung 22: Vorstands- und Aufsichtsratsgröße 231
Abbildung 23: Familienunternehmen im CDAX 237
Abbildung 24: Stichprobe nach Industriesektoren (absolut) 238

Abbildung 25: Stichprobe nach Industriesektoren (relativ) 239
Abbildung 26: Einfluss der Gründerfamilie in den Familienunternehmen 249
Abbildung 27: Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie 250
Abbildung 28: Bilanzierung selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände 259
Abbildung 29: Investitionsintensität in Sachanlagen 260
Abbildung 30: Investitionsintensität in Forschung und Entwicklung 268
Abbildung 31: Beispiele zu den unterschiedlichen Diversifikationsformen 276
Abbildung 32: Fremdkapitalquote I (Buchwerte) 294
Abbildung 33: Fremdkapitalquote I (Marktwerte) 295

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Definitionen von Familienunternehmen 19
Tabelle 2: Zusammensetzung des CDAX 1995 bis 2006 189
Tabelle 3: Zugänge zum CDAX 1995 bis 2006 191
Tabelle 4: Abgänge aus dem CDAX 1995 bis 2006 193
Tabelle 5: Empirische Studien zur Eigentümerstruktur in Deutschland 213
Tabelle 6: Entwicklung der Eigentümerkonzentration 215
Tabelle 7: Entwicklung der Blockaktionäre 218
Tabelle 8: Entwicklung der Kontrollschwellen 220
Tabelle 9: Eigentümerstruktur (Stimmrechte) 228
Tabelle 10: Identität des größten Aktionärs 229
Tabelle 11: Entwicklung des Vorstands 231
Tabelle 12: Entwicklung des Aufsichtsrats 232
Tabelle 13: Entwicklung der Arbeitnehmervertretung 234
Tabelle 14: Zusammensetzung der Stichprobe (Datensatz A) 236
Tabelle 15: Industriezusammensetzung der Stichprobe (1995 bis 2006) 240
Tabelle 16: Industriezusammensetzung der Stichprobe (1995) 242
Tabelle 17: Industriezusammensetzung der Stichprobe (2006) 243
Tabelle 18: Deskriptive Statistiken zu Unternehmenscharakteristika I 245
Tabelle 19: Deskriptive Statistiken zu Unternehmenscharakteristika II 248
Tabelle 20: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen I 262
Tabelle 21: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen II 264
Tabelle 22: Regressionsanalysen zu Investitionen in F&E 270
Tabelle 23: Zusammensetzung der Stichprobe (Datensatz C) 274
Tabelle 24: Deskriptive Statistiken zu unterschiedlichen Diversifikationsmaßen 280

Tabelle 25: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen I 282
Tabelle 26: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen II 283
Tabelle 27: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen III 285
Tabelle 28: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen IV 286
Tabelle 29: Deskriptive Statistiken zu unterschiedlichen Fremkapitalquoten 293
Tabelle 30: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Ia (Buchwerte) 297
Tabelle 31: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Ib (Buchwerte) 298
Tabelle 32: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Ic (Marktwerte) 300
Tabelle 33: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Id (Marktwerte) 301
Tabelle 34: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIa (Buchwerte) 302
Tabelle 35: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIb (Buchwerte) 303
Tabelle 36: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIc (Marktwerte) 304
Tabelle 37: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IId (Marktwerte) 305
Tabelle 38: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIIa (Buchwerte) 306
Tabelle 39: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIIb (Buchwerte) 307
Tabelle 40: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIIc (Marktwerte) 308
Tabelle 41: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIId (Marktwerte) 309
Tabelle 42: Robustheitstest zur Eigentümerkonzentration 357
Tabelle 43: Robustheitstest zu den Blockaktionären 358
Tabelle 44: Robustheitstest zu den Kontrollschwellen 359
Tabelle 45: Robustheitstest zur Eigentümerstruktur (Stimmrechte) 360
Tabelle 46: Entwicklung der Eigentümerstruktur (Vermögensrechte) 361
Tabelle 47: Robustheitstest zur Vorstandsentwicklung 362
Tabelle 48: Robustheitstest zur Aufsichtsratsentwicklung 363
Tabelle 49: Robustheitstest zur Entwicklung der Arbeitnehmervertretung 364
Tabelle 50: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen I 365
Tabelle 51: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen II 366

Tabelle 52: Robustheitstests zu Investitionen in Sachanlagen III 367
Tabelle 53: Robustheitstests zu Investitionen in Sachanlagen IV 368
Tabelle 54: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen I 369
Tabelle 55: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen II..... 370
Tabelle 56: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen III 371
Tabelle 57: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen IV 372
Tabelle 58: Übersicht über die verwendeten Variablen..... 373

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel
BilKoG	Bilanzkontrollgesetz
BilReg	Bilanzrechtsreformgesetz
BilMog-RegE	Regierungsentwurf zum Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BS	Bilanzsumme
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CEO	Chief Executive Officer
C1	Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs
C3	Stimmrechtsanteile der drei größten Aktionäre
c.p.	ceteris paribus
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
d.h.	das heißt
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EK	Marktwert des Eigenkapitals
EU	Europäische Union
evtl.	eventuell

EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
FASB	Financial Accounting Standards Board
F&E	Forschung und Entwicklung
FK	Fremdkapital
GEX	German Entrepreneurial Index
GoB	Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
ggf.	gegebenenfalls
HAFix	Hauck & Aufhäuser Familienindex
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
i.e.S.	im engeren Sinn
IFRS	International Financial Reporting Standards
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
InvModG	Investmentmodernisierungsgesetz
IPO	Initial Public Offering
InsO	Insolvenzordnung
Jg.	Jahrgang
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KontraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
kVbk	kurzfristige Verbindlichkeiten
LBO	Leveraged Buyout

lS	latente Steuern
LuL	Lieferung und Leistung
MDAX	Mid-Cap DAX
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
MontanMitbestG	Montan-Mitbestimmungsgesetz
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
RegE	Regierungsentwurf
RS	Rückstellungen
S	Schulden
SDAX	Small-Cap DAX
SEC	Securities Exchange Commission
SEEG	Gesetz zur Einführung der europäischen Gesellschaft
SEX	Swiss Entrepreneurial Index
SOX	Sarbanes-Oxley-Act
SFI	Substantial Family Index
SFI_{mod}	modifizierter Substantial Family Index
TecDAX	Börsensegment für Technologiewerte an der Deutschen Börse
TUG	Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VbkLL	Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
vgl.	vergleiche
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
WpHG	Werpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Corporate Governance, Familienunternehmen und Unternehmenspolitik

Das Thema der *Corporate Governance*, d.h. die Frage nach geeigneten Führungs- und Kontrollstrukturen in (börsennotierten) Unternehmen, hat in den letzten Jahren zunehmend an Aufmerksamkeit in der akademischen, politischen und gesellschaftlichen Diskussion gewonnen. Dazu haben einige von den Medien viel beachtete Unternehmensskandale (z.B. Parmalat, Enron oder Worldcom) genauso beigetragen wie etwa die öffentliche Diskussion in Deutschland um eine angemessene Höhe der Managementvergütung.[1] Ein weiteres politisches Signal für die zunehmende Bedeutung der Corporate Governance war auch die Einrichtung der Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance Kodex" im Jahr 2001, die einen Verhaltenskodex für gute Unternehmensführung (den Deutschen Corporate Governance Kodex) entwickelt hat. Dieser Kodex wird durch die Kommission bis heute kontinuierlich weiter entwickelt und besitzt über die Entsprechungserklärung gemäß § 161 AktG eine gesetzliche Grundlage.[2]

Der Begriff Corporate Governance taucht hierbei in zwei ganz unterschiedlichen Kontexten auf: Zunächst werden in der öffentlichen Debatte die angesprochenen Unternehmensskandale – die in der Regel mit kriminellem Verhalten der Manager einhergehen – häufig auf ein Versagen der Corporate Governance zurückgeführt.[3] Im Zentrum

---

[1] Eine Suche in einer Pressedatenbank (LexisNexis) nach den Begriffen „Managergehälter" oder „Managervergütung" lieferte allein für den Zeitraum der letzten beiden Jahre mehr als 3.000 bzw. 566 Treffer. Vgl. zur öffentlichen Diskussion über dieses Thema beispielsweise o.A. (2006) in der Börsen-Zeitung vom 17. Oktober 2006, Wefers (2007) in der Börsen-Zeitung vom 11. Dezember 2007 oder Wilsing und Berger (2009) in der Börsen-Zeitung vom 15. Juli 2009. Vgl. darüber hinaus die Beiträge von Lindstädt et al. (2008), Rapp et al. (2008b) oder Ernst et al. (2009). Der Gesetzgeber hat mit dem Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) im Jahr 2005 und mit dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) im Jahr 2009 binnen kurzer Zeit zwei einschlägige Gesetze zur Verbesserung der Transparenz und Angemessenheit von Vorstandsgehältern verabschiedet. Zu den angesprochenen Unternehmensskandalen vgl. die in Fußnote 3 zitierten Quellen.

[2] Vgl. Kaserer und Bress (2003), S. 89-92; Rudolph (2006), S. 592-594 oder Bernhardt (2008).

[3] An dieser Stelle soll darauf hingewiesen werden, dass die diesen Skandalen zugrunde liegenden Probleme und Motive vollkommen unterschiedlicher Natur sind. Im Parmalat-Fall, einem börsennotierten Familienunternehmen mit konzentrierter Eigentümerstruktur, hat die Gründerfamilie Tanzi ihren dominierenden Einfluss massiv dazu genutzt, sich auf Kosten der Minderheitsaktionäre persönlich zu bereichern. Hierzu hat sie unterschiedliche Mittel, wie z.B. das Verbergen von Verlusten, die Überbewertung von Vermögensgegenständen oder die Fälschung von Bankdokumenten

der wissenschaftlichen Diskussion steht dagegen die Frage, wie Kapitalgeber (d.h. diejenigen, die einem Unternehmen Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung stellen) und ggf. andere Anspruchsgruppen sicherstellen können, dass das Management eines Unternehmens in ihrem Interesse handelt. Hierbei geht man davon aus, dass Manager zwar im rechtlichen Sinn korrekt handeln (d.h. sich im Gegensatz zu den beispielhaft erwähnten Unternehmensskandalen nicht illegal verhalten), aber trotzdem versuchen, ihren eigenen Nutzen zu maximieren. Daraus können sich – bei ggf. divergierenden Interessen – Konflikte zwischen Management und Kapitalgebern sowie anderen Anspruchsgruppen ergeben. Im Fokus der vorliegenden Arbeit liegt die Beleuchtung der Corporate Governance im Sinn des zweiten Aspekts (also aus dem Blickwinkel des Konflikts zwischen dem Management und den Kapitalgebern). Insbesondere wird dabei die Corporate Governance in börsennotierten Familienunternehmen und deren Einfluss auf die Unternehmenspolitik beleuchtet.

Die wirtschaftswissenschaftliche Forschung hat sich – ausgehend von einem angelsächsischen Kapitalmarktverständnis – über Jahrzehnte hinweg auf ein fundamentales Problem der Corporate Governance fokussiert: Auf die Konflikte zwischen Management und Aktionären, die sich aus der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle in börsennotierten Unternehmen mit atomisierter Eigentümerstruktur ergeben. Erst in den letzten zehn Jahren haben einige Untersuchungen gezeigt, dass solche Publikumsgesellschaften mit diversifizierten Aktionärsstrukturen jedoch außerhalb der USA und Großbritannien eher die Ausnahme als die Regel darstellen. Stattdessen sind Eigentümerstrukturen in Kontinentaleuropa, Japan oder auch in vielen Entwicklungsländern wesentlich konzentrierter.[4] Tatsächlich haben selbst die größten börsennotierten Un-

---

eingesetzt. Dagegen haben in den Fällen von Enron und Worldcom, zwei Publikumsgesellschaften mit atomisierter Aktionärsstruktur, angestellte Manager Unternehmensgewinne und Bilanzkennzahlen gefälscht. Dieses kriminelle Verhalten hatte das Ziel, die Aktienkurse und damit die Managementbeteiligung und aktienorientierte Vergütung in die Höhe zu treiben. Vgl. zum Parmalat-Fall z.B. Enriques und Volpin (2007), S. 123-125 oder Ferrarini und Giudici (2005), S. 5-18 und zu Enron und Worldcom z.B. Brickey (2003).

[4] La Porta et al. (1998) zeigen, dass in den von ihnen untersuchten 49 Ländern die drei größten Aktionäre zusammen durchschnittlich 46% der Eigentumsanteile halten. Vgl. La Porta et al. (1998), S. 1147 f. Die Autoren schreiben explizit dazu: "The finance textbook model of management faced by multitudes of dispersed shareholders is an exception and not the rule" (La Porta et al. (1998), S. 1146). Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch die Studie von La Porta et al. (1999). Die Autoren untersuchen in 27 Ländern die – gemessen an der Marktkapitalisierung – jeweils 20 größten und zehn kleinsten Unternehmen eines Landes (mit einer Mindestmarktkapitalisierung von 500 Mio. US-Dollar). Wenn man solche Unternehmen als Publikumsgesellschaften mit diversifizierter Aktionärsstruktur ansieht, die keinen Kontrollaktionär mit mindestens 20% der Stimmrechte haben

ternehmen in diesen Ländern zumeist einen Großaktionär, bei dem es sich überwiegend um die Gründerfamilie handelt.[5] Letztlich bedeutet dies, dass nicht Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur, sondern Familienunternehmen die tatsächlich vorherrschende Unternehmensform in vielen Ländern darstellen. In diesem Zusammenhang schreibt *der Economist* über Familienunternehmen:

„…they [family firms] are easily the commonest kind of corporate structure on the planet, and they show no signs of disappearing. Whether the company is Wal-Mart, Gucci, Cargill, Hyundai or most of Germany's Mittelstand and Latin America's grupos, a family firm is different in important ways from a firm in which a family plays no significant part."[6]

Zum einen stellt der Economist fest, dass Familienunternehmen die weltweit dominierende Unternehmensform darstellen. Zum anderen weist er darauf hin, dass sich Familienunternehmen deutlich von solchen Unternehmen unterscheiden, in denen die (Gründer)Familie keinen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen hat. Dies lässt vermuten, dass sich bezüglich der zentralen Fragestellung dieser Arbeit – der Unternehmenspolitik – Unterschiede herauskristallisieren sollten, wenn man (börsennotierte) Familienunternehmen und (börsennotierte) Nicht-Familienunternehmen miteinander vergleicht.

Typische Charakteristika von Familienunternehmen ergeben sich aus einer Reihe von Aspekten, die im Lauf der vorliegenden Arbeit noch näher beleuchtet werden.[7] Zum Beispiel investieren Gründerfamilien einen Großteil ihres eigenen finanziellen Vermögens in das Familienunternehmen. Dadurch sind sie – im Gegensatz zu Kleinaktionären, die ihr Vermögen in der Regel in ein Portfolio unterschiedlicher Anlageformen und Wertpapiere investieren – undiversifizierte Großaktionäre. Mit ihrer signifikanten

---

sowie von den angelsächsischen Kapitalmärkten in den USA und Großbritannien abstrahiert, sind in den Stichproben aller anderen 25 Länder im Durchschnitt nur 33% aller Unternehmen ohne einen solchen Kontrollaktionär. Wenn man die zugrunde gelegte Kontrollschwelle auf lediglich 10% reduziert, sinkt der Anteil der anonymen Publikumsgesellschaften mit atomisierter Aktionärsstruktur weiter. Lediglich 19% der Unternehmen in den 25 Ländern weisen dann keinen Kontrollaktionär auf. Vgl. La Porta et al. (1999), S. 492 f.

[5] La Porta et al. (1999) schließen aus ihrer Untersuchung, dass selbst die Mehrheit der größten börsennotierten Unternehmen in der Regel einen dominierenden Eigentümer hat. Zumeist handelt es sich hierbei um den Staat oder eine Gründerfamilie. Vgl. La Porta et al. (1999), S. 511.

[6] o.A. (2000) im Economist vom 2. Dezember 2000.

[7] Vgl. zur Definition von Familienunternehmen Kapitel 2. Zu den spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen vgl. Kapitel 3.2.

Beteiligung am stimmberechtigten Kapital des Familienunternehmens verfolgen sie nicht nur rein finanzielle Motive, sondern wollen das Unternehmen in der Regel an zukünftige Generationen weitergeben. Deshalb spricht man davon, dass Unternehmerfamilien in der Regel geduldiges Kapital bereitstellen und langfristig orientierte Aktionäre darstellen. Die Reputation der Gründerfamilie hängt dabei stark mit der Reputation des Familienunternehmens zusammen. Dies zeigt sich nicht zuletzt darin, dass viele Familienunternehmen den Namen der Gründerfamilie in ihrer Firmenbezeichnung führen. Weiterhin besetzt die Gründerfamilie in der Regel Schlüsselpositionen im Management des Familienunternehmens mit Familienmitgliedern. Dadurch entsteht häufig eine Einheit aus Eigentum und Kontrolle. Diese für Familienunternehmen typischen Eigenschaften wirken sich auf die Risikoeinstellung und das Ausmaß der Konflikte zwischen den relevanten Akteuren (*stakeholdern*) des Familienunternehmens aus.

Innerhalb der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung hat sich daher in den letzten Jahren ein neues, noch immer junges, Forschungsfeld gebildet, das sich mit dem Phänomen der börsennotierten Familienunternehmen beschäftigt.[8] Innerhalb dieses Forschungsfeldes haben sich die meisten empirischen Untersuchungen zunächst mit der Frage beschäftigt, ob börsennotierte Familienunternehmen erfolgreicher agieren als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.[9] Die Mehrzahl der empirischen Untersuchungen kommt zum Ergebnis, dass börsennotierte Familienunternehmen eine bessere Unternehmensperformance aufweisen als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen, vor allem wenn der Unternehmensgründer noch im Unternehmen aktiv ist. Hierbei scheint die Unternehmensnachfolge ein besonders kritisches Ereignis für das Famili-

[8] Das Forschungsfeld der Familienunternehmen hat in den letzten Jahren insgesamt an Bedeutung gewonnen. Dies zeigt nicht zuletzt die Etablierung einer wissenschaftlichen Zeitschrift, die sich ausschließlich mit Forschungsfragen zu diesem Themenfeld auseinandersetzt: die Family Business Review. Die eigene Untersuchung beschäftigt sich jedoch ausschließlich mit börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland. Dies hängt neben der vergleichsweise guten Datenverfügbarkeit für solche Unternehmen auch damit zusammen, dass der für diese Arbeit grundlegende Konflikt zwischen Eigentümern und Management in börsennotierten Unternehmen besonders ausgeprägt ist. Nachfolgend wird daher überwiegend einschlägige Literatur zu börsennotierten Familienunternehmen zitiert. Vgl. zum Design der eigenen Untersuchung im Detail auch Kapitel 6.1.

[9] Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 4.1 mit dem Literaturüberblick zur Unternehmensperformance in eigentümerdominierten Unternehmen und den dort zitierten Quellen. Die hohe akademische Bedeutung dieses Themas in Deutschland zeigt sich auch darin, dass sich in den letzten Jahren einige Dissertationen mit der Fragestellung, wie sich die Eigentümerstruktur auf die Unternehmensperformance auswirkt, beschäftigt haben. Vgl. hierzu Ruhwedel (2003), Jaskiewicz (2006), Moldenhauer (2007), Groß (2007) und Leiber (2008). Weiterhin gibt es einige akademische Aufsätze zu diesem Thema, z.B. Edwards und Weichenrieder (2004), Ehrhardt et al. (2006), Kaserer und Moldenhauer (2008) und Andres (2008b).

enunternehmen darzustellen. So konnten zahlreiche Studien zeigen, dass eine familieninterne Nachfolge – in erster Linie, wenn keine selektive Auswahl eines geeigneten Nachfolgers innerhalb der Familie stattfindet – einen negativen kausalen Effekt auf die Unternehmensperformance hat. Diese Untersuchungen kommen mehrheitlich zu dem Schluss, dass zwar der Unternehmensgründer im Vergleich zu externen Managern ein überlegenes Talent für die Unternehmensführung (*managerial oder entrepreneurial talent*) hat, dies aber auf andere Familienmitglieder (bzw. Nachkommen des Unternehmensgründers) nicht unbedingt zutrifft. Im Gegenteil, die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass in der Regel externe Manager für die Unternehmensführung besser qualifiziert sind als Mitglieder der Gründerfamilie (mit Ausnahme des Gründers selbst).[10] Obwohl in der Literatur ein Konsens zu diesen Unterschieden im Unternehmenserfolg zu bestehen scheint, sind die dafür verantwortlichen ökonomischen Gründe nach wie vor unklar. Daher ist die Analyse unternehmerischer Entscheidungen bzw. der Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen aus akademischer Sichtweise interessant und eine in vielerlei Hinsicht bisher unbeantwortete Forschungsfrage. Es ist das Ziel der vorliegenden Arbeit, einen Beitrag zur Schließung dieser Forschungslücke zu leisten.

Das Thema der vorliegenden Arbeit ist aber darüber hinaus auch aus einer volkswirtschaftlichen Perspektive relevant: Nach einer Untersuchung von Klein (2004) sind 66,8% bzw. 83,9% der größeren deutschen Unternehmen in den Jahren 1995 bzw. 2000 Familienunternehmen.[11] In diesem Zusammenhang wird außerdem darauf verwiesen, dass Familienunternehmen das Rückgrat der deutschen Volkswirtschaft darstellen. Die Analysen von Faccio und Lang (2002) bzw. Franks et al. (2009) zeigen zudem, dass selbst die Mehrheit der börsennotierten Unternehmen in Deutschland Fa-

---

[10] Vgl. hierzu ausführlich die Darstellung in Kapitel 4.1 und die dort zitierten Quellen.

[11] Vgl. Klein (2004), S. 42. Die Ergebnisse basieren hierbei auf einer Befragung der größeren deutschen Unternehmen ab einem Umsatz von einer Millionen Euro. Insofern handelt es sich hierbei um eine konservative Schätzung bezüglich der Anzahl an Familienunternehmen. Familienunternehmen werden in der Literatur häufig auch als kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) bezeichnet. Wenn man diese KMU in die Betrachtung einbezieht, dürfte der Anteil der Familienunternehmen noch wesentlich höher liegen. Dies belegt eine Studie des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn, nach der rund 95% aller deutschen Unternehmen Familienunternehmen sind. Deren herausgehobene volkswirtschaftliche Bedeutung zeigt sich darin, dass sie für 41,5% der in Deutschland erzielten Umsätze und 57,3% der gesamten Beschäftigung verantwortlich sind. Vgl. hierzu Wallau et al. (2007), S. VIII.

milienunternehmen sind.[12] Aufgrund der hohen volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen ist es auch aus einer praxisorientierten Sichtweise für die Familienunternehmer selbst, deren Kapitalgeber[13] oder auch Entscheidungsträger in der Politik interessant, das Phänomen „Familienunternehmen" und die Einflussfaktoren auf deren unternehmerische Entscheidungen besser zu verstehen. Gerade für den Gesetzgeber ist es aufgrund der besonderen volkswirtschaftlichen Bedeutung essenziell, günstige Rahmenbedingungen für Familienunternehmer zu schaffen. Beispielsweise könnten die spezifischen Eigenschaften von Familienunternehmen unter Umständen ein Grund zur Schaffung von Ausnahmetatbeständen in der Corporate-Governance-Regulierung börsennotierter Unternehmen sein.[14]

---

[12] Faccio und Lang (2002) untersuchen die Eigentümerstrukturen börsennotierter Unternehmen in Europa. Sie kommen zum Ergebnis, dass mehr als 60% der Unternehmen in Deutschland, Italien und Frankreich einen kontrollierenden Familienaktionär haben. Vgl. Faccio und Lang (2002), S. 379. Schließlich zeigen Franks et al. (2009), dass selbst unter den größten 1.000 (börsennotierten und privaten) Unternehmen in Deutschland im Jahr 1996 mehr als 40% unter der Kontrolle von Familien stehen. Zudem zeigen sie, dass diese Familienkontrolle in den darauf folgenden 10 Jahren relativ stabil bleibt. Vgl. Franks et al. (2009), S. 2 bzw. S. 54. Beide Studien beziehen sich ausschließlich auf die Präsenz der Familie in der Aktionärsstruktur und vernachlässigen daher den potenziellen Familieneinfluss über die Geschäftsführung bzw. das Kontrollgremium.

[13] Die Bedeutung dieses Themas für Investoren zeigt sich unter anderem darin, dass die Deutsche Börse seit 2005 einen Aktienindex zur Messung der Performance von eigentümergeführten Unternehmen eingeführt hat, den German Entrepreneurial Index (GEX). Vgl. Achleitner et al. (2005), Kaserer et al. (2006) oder Achleitner und Ampenberger (2006). Mit dem HAFixD und dem HAFixE sowie dem Credit Suisse Family Index existieren darüber hinaus später eingeführte Indizes, deren Aufnahmekriterien die Familienkontrolle berücksichtigen. Vgl. hierzu Junker (2008) in der Börsen-Zeitung vom 2. Juli 2008 bzw. Zschäpitz (2009) in der Welt vom 19. August 2009. Vor diesem Hintergrund ist es auch für Kapitalgeber von Interesse, die Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen besser zu verstehen.

[14] Zum Beispiel hat der Gesetzgeber mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen im Juni 2009 beschlossen, den direkten Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat eines börsennotierten Unternehmens mit der Einführung einer zweijährigen Karenzzeit zu beschränken. Dies soll eine Maßnahme zur Verbesserung der Corporate Governance darstellen. Sofern sich jedoch der Einfluss des Gründers (nicht nur im Vorstand, sondern auch im Aufsichtsrat) positiv auf die Unternehmenspolitik und die Unternehmensperformance auswirkt, könnte das ein ökonomisch relevanter Grund sein, börsennotierte Familienunternehmen von dieser gesetzlichen Regelung zu befreien. Dem hat der Gesetzgeber Rechnung getragen, indem Vorstandsmitglieder nach wie vor direkt in das Kontrollorgan wechseln können, sofern dies auf Vorschlag eines Eigentümers mit mindestens 25% der Stimmrechte erfolgt. Vgl. hierzu Clifford Chance (2009).

1.2 Ziele der vorliegenden Untersuchung

Die vorliegende Arbeit verfolgt im Wesentlichen folgende fünf Ziele: Der Begriff der Familienunternehmen ist in der Literatur nicht einheitlich definiert. Erstens hat die Arbeit daher das Ziel, den Begriff der (börsennotierten) Familienunternehmen durch einen umfassenden Literaturüberblick klar abzugrenzen und den relevanten theoretischen Bezugsrahmen für die empirische Untersuchung zu erläutern. Dieser theoretische Bezugsrahmen umfasst im Wesentlichen die Prinzipal-Agenten-Theorie, die Stewardship-Theorie sowie eine Diskussion der institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland. Zweitens soll ein Überblick über den aktuellen Stand der Forschung zur Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen gegeben werden. Dabei ist es das Ziel, neben theoretischen Überlegungen empirische Untersuchungen zu dem Einfluss von Unternehmensinsidern[15] bzw. Gründerfamilien auf die Unternehmenspolitik zu berücksichtigen. Aus diesen theoretischen Überlegungen bzw. empirischen Befunden werden anschließend testbare Hypothesen für die vorliegende Untersuchung abgeleitet. Drittens soll im empirischen Teil der Arbeit zunächst ein Überblick über die Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen börsennotierter Unternehmen im Zeitraum 1995 bis 2006 gegeben werden. Dieser Zeitraum ist im Hinblick auf das sich wandelnde Kapitalmarktumfeld mit einigen gesetzlichen Änderungen, z.B. der Einführung zur steuerfreien Veräußerung von Kapitalbeteiligungen oder der Einführung strengerer Regulierung von Insidergeschäften, von besonderem Interesse. Darüber hinaus ist die vorliegende Untersuchung sowohl hinsichtlich der untersuchten Zeitperiode als auch bezüglich der betrachteten Stichprobe (nämlich alle Unternehmen des breitesten deutschen Aktienindex CDAX mit Ausnahme von Unternehmen der Finanzbranche) sicherlich unter den umfangreichsten und aktuellsten Analysen für den deutschen Kapitalmarkt. Viertens sollen auf Basis dieser Stichprobe Erkenntnisse zur Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen gewonnen werden.

[15] Unternehmensinsider sind Entscheidungsträger im Topmanagement (d.h. in Deutschland Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats bzw. in angelsächsischen Ländern Mitglieder des *board of directors*), die am Eigenkapital des Unternehmens beteiligt sind. Die Eigentumsanteile dieser Unternehmensinsider bezeichnet man als *insider ownership*, Käufe und Verkäufe dieser Personengruppe als Insiderhandel oder Insidergeschäfte. Die beiden Konzepte *insider ownership* und *founding family ownership* werden in Kapitel 2 ausführlich erläutert und voneinander abgegrenzt. Die unterschiedlichen Strukturen der Unternehmensorgane in Deutschland und den angelsächsischen Ländern werden ausführlich in Kapitel 3.4 diskutiert. Aufgrund des großen Überschneidungsbereichs zwischen *insider ownership* und *founding familiy ownership* bezieht sich der Literaturüberblick in Kapitel 4 auf den Einfluss beider Eigentümerkonzepte auf die Unternehmenspolitik und die Performance.

Hierbei stehen drei Aspekte der Unternehmenspolitik im Fokus: Investitionsentscheidungen (Investitionen in Sachanlagen und Forschungs- und Entwicklungsprojekte), Entscheidungen zur Diversifikation auf Geschäftsfeldebene und Kapitalstrukturentscheidungen. Schließlich sollen fünftens auf Basis der theoretischen Überlegungen und empirischen Ergebnisse der Untersuchung Implikationen für die Forschung zu Familienunternehmen, für den Gesetzgeber sowie für Investoren in Familienunternehmen und nicht zuletzt für die Familienunternehmer selbst abgeleitet werden.

1.3 Struktur der Untersuchung

Die Arbeit untergliedert sich in einen theoretischen und empirischen Teil und besteht insgesamt aus sieben Kapiteln. Zur besseren Illustration ist der Aufbau der Arbeit in Abbildung 1 dargestellt.

Ziel des **zweiten Kapitels** ist es, den Begriff der Familienunternehmen zu definieren. Dabei werden zunächst die beiden Konzepte *insider ownership* und *founding family ownership* voneinander abgegrenzt (Kapitel 2.1). Nach einem kurzen Überblick zu den Herausforderungen bei der Definition von Familienunternehmen (Kapitel 2.2) soll schließlich das für die vorliegende Arbeit zugrunde liegende Verständnis von Familienunternehmen geschaffen werden (Kapitel 2.3).

Im Allgemeinen thematisiert die vorliegende Arbeit – unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Familienunternehmen – den Einfluss der Corporate Governance auf unternehmerische Entscheidungen. Daher verfolgt das **dritte Kapitel** das Ziel, den Begriff der Corporate Governance zu erläutern (Kapitel 3.1) und auf Basis der Prinzipal-Agenten-Theorie die wesentlichen Konflikte zwischen Aktionären und Unternehmensführung (Agency Konflikt I) sowie zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären (Agency Konflikt II) darzustellen (Kapitel 3.2). Darauf aufbauend gibt Kapitel 3.3 einen kurzen Überblick über unterschiedliche interne und externe Mechanismen der Corporate Governance. Schließlich wird das Spektrum unterschiedlicher Finanzsysteme (bzw. Corporate-Governance-Systeme) im internationalen Vergleich (Kapitel 3.4) im Allgemeinen erläutert und im Speziellen auf die Besonderheiten und aktuellen Entwicklungen im deutschen Finanzsystem eingegangen. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil das institutionelle Umfeld einen großen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen hat und sich die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland gerade

während der vorliegenden Untersuchungsperiode von 1995 bis 2006 besonders stark verändert haben.

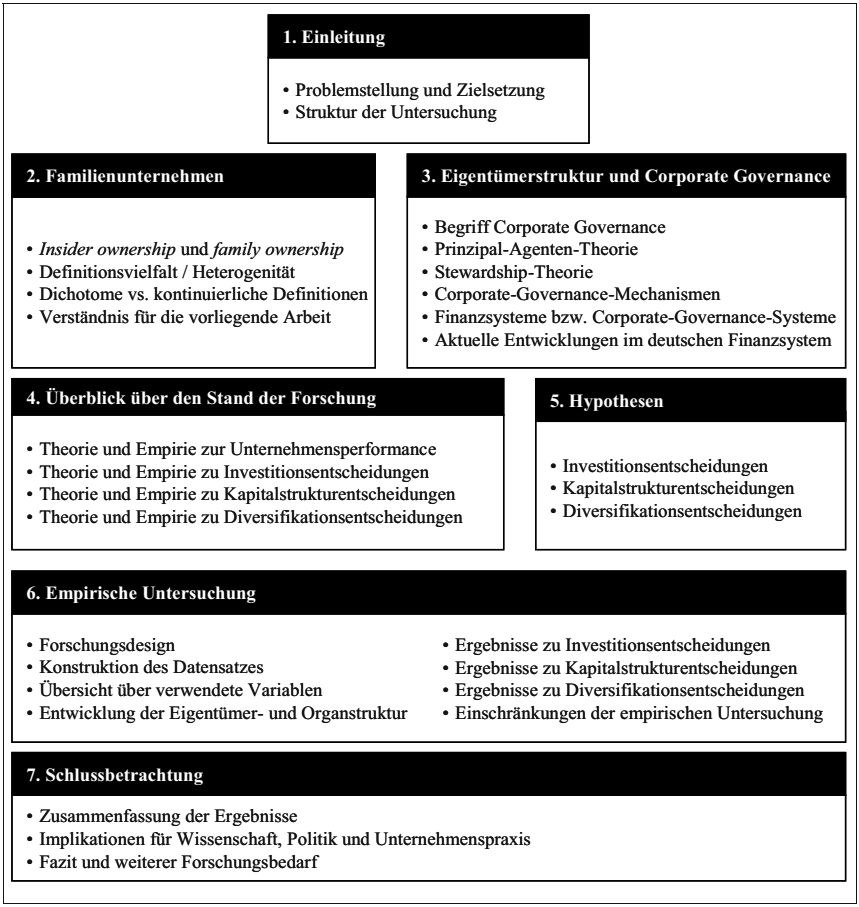


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit
Quelle: Eigene Darstellung

Das **vierte Kapitel** gibt einen ausführlichen Überblick über den aktuellen Stand der empirischen Forschung. Aufgrund des großen Überschneidungsbereichs zwischen den Konzepten *insider ownership, managerial ownership* und *founding family ownership* werden dabei in diesem Teil der Arbeit empirische Ergebnisse zu allen drei Konzepten

eigentümerdominierter Unternehmen gleichermaßen berücksichtigt. Aus einer akademischen Sichtweise sind die bisher beobachteten Unterschiede zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Unternehmensperformance der Ausgangspunkt der vorliegenden Untersuchung. Daher werden zunächst die bisherigen Befunde zur Unternehmensperformance in eigentümerdominierten Unternehmen in Kapitel 4.1 zusammengefasst. Anschließend wird ein Überblick über den Stand der Forschung zu den in der eigenen Untersuchung betrachteten Dimensionen der Unternehmenspolitik gegeben: Investitionsentscheidungen (Kapitel 4.2), Diversifikationsentscheidungen (Kapitel 4.3) und Kapitalstrukturentscheidungen (Kapitel 4.4).

Im **fünften Kapitel** werden zum Teil aus theoretischen Modellen, zum Teil aber auch aus bestehenden empirischen Befunden testbare Hypothesen für die vorliegende empirische Untersuchung hergeleitet. Dabei bezieht sich Kapitel 5.1 auf Investitionsentscheidungen, Kapitel 5.2 auf Diversifikationsentscheidungen und Kapitel 5.3 auf Kapitalstrukturentscheidungen.

Das **sechste Kapitel** mit der eigenen empirischen Untersuchung zur Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen in Deutschland zwischen 1995 und 2006 sowie den Unterschieden zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich verschiedener finanzpolitischer Entscheidungen bildet den Schwerpunkt der vorliegenden Dissertation. Kapitel 6.1 erklärt das Forschungsdesign der empirischen Untersuchung, während Kapitel 6.2 die Auswahl der Stichprobe und die Konstruktion des Datensatzes erläutert. Kapitel 6.3 gibt einen Überblick über die genutzten Datenquellen, Kapitel 6.4 über die verwendeten Variablen. Ziel des Kapitels 6.5 ist es, anhand deskriptiver Befunde die aktuelle Entwicklung der Aktionärsstrukturen sowie der Organzusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat in Deutschland aufzuzeigen. Darauf aufbauend werden in Kapitel 6.6 Unterschiede zwischen der Gruppe der Familienunternehmen und einer Kontrollgruppe von Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich unterschiedlicher Aspekte der Unternehmenspolitik bzw. finanzpolitischer Entscheidungen untersucht. Hierbei liegt das Ziel der Arbeit darin, auch den Einfluss unterschiedlicher Komponenten eines Familienunternehmens, wie z.B. Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung, herauszuarbeiten. Inhaltlich stehen folgende Aspekte der Unternehmenspolitik bzw. folgende unternehmerische Entscheidungen im Mittelpunkt der Analyse: Investitionsentscheidungen, Entscheidungen über die Geschäftsfelddiversifikation sowie Kapital-

strukturentscheidungen. In Kapitel 6.7 werden schließlich die Einschränkungen der eigenen Untersuchung diskutiert.

Das **siebte Kapitel** fasst die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit zusammen (Kapitel 7.1), zeigt Implikationen für Wissenschaft, Politik und Unternehmenspraxis auf (Kapitel 7.2) und gibt einen Ausblick auf zukünftige Forschungsfragen, die auf der vorliegenden Arbeit aufbauen können (Kapitel 7.3).

2 Definition von Familienunternehmen

Der Begriff „Familienunternehmen“ ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nicht einheitlich definiert.[16] Bereits Handler (1989) hatte festgestellt, dass eine Hauptherausforderung für valide Forschung über Familienunternehmen darin besteht, Familienunternehmen zu definieren.[17] Rund zehn Jahre später stellen Littunen und Hyrsky (2000) fest, dass eine weit reichend akzeptierte Definition bis dato fehlt.[18] Daher wird die Tatsache, dass es keine einheitliche Definition eines Familienunternehmens gibt, gelegentlich auch als „*family business definition dilemma*“ bezeichnet.[19]

Vor diesem Hintergrund hat dieses Kapitel das Ziel, den für die vorliegende Untersuchung grundlegenden Begriff der Familienunternehmen hinreichend zu klären. Innerhalb des Literaturüberblicks in Kapitel 4 werden immer wieder Arbeiten aus zwei unterschiedlichen Literatursträngen zitiert, die sich beide mit eigentümergeführten Unternehmen beschäftigen: Erstens Arbeiten zum Einfluss von *insider ownership* (bzw. *managerial ownership*) auf die Unternehmenspolitik bzw. die Unternehmensperformance und zweitens Arbeiten zum Einfluss von *founding family ownership* (bzw. solche Arbeiten, die sich mit Unterschieden zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen beschäftigt haben). Aus diesem Grund sollen zunächst die Begriffe *insider ownership* und *founding family ownership* voneinander abgegrenzt werden, bevor der zentrale Begriff „Familienunternehmen“ konzeptionell diskutiert wird.

---

[16] Vgl. z.B. Miller et al. (2007), S. 831-838. Miller et al. (2007) heben hervor, dass es schwierig ist, einen Konsens über die Definition eines Familienunternehmens zu finden. Sie führen in ihrem Aufsatz 28 Studien aus unterschiedlichen Ländern auf, die sich mit der Performance von Familienunternehmen beschäftigen. Diese Studien unterscheiden sich bezüglich der Definition von Familienunternehmen alle hinsichtlich des einen oder anderen Aspekts.

[17] Vgl. Handler (1989), S. 258.

[18] Vgl. Littunen und Hyrsky (2000), S. 41.

[19] Vgl. z.B. Astrachan et al. (2002), S. 45 oder Klein et al. (2005), S. 321.

2.1 Abgrenzung von insider ownership und founding family ownership

In einem angelsächsischen Finanzsystem werden Mitglieder des *board of directors* häufig als Unternehmensinsider bezeichnet. Überträgt man dieses Konzept auf die Logik eines *two-tier* Systems mit Vorstand und Aufsichtsrat, kann man Mitglieder beider Organe (und ggf. deren Familienmitglieder) als Unternehmensinsider bezeichnen. Das entspricht im Übrigen auch der Definition, die das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) zur Regulierung von Insiderhandel zugrunde legt.[20] Nach § 15a WpHG gehören folgende Personengruppen zu den Unternehmensinsidern: Persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- und Aufsichtsorgans sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Die Meldepflicht betrifft darüber hinaus alle Personen, die mit den oben genannten Personen in einem engen Verhältnis stehen, d.h. Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltspflichtige Kinder und andere Verwandte, die mit dem oben genannten Personenkreis in einem Haushalt leben. Darüber hinaus betrifft die Meldepflicht auch alle juristischen Personen, die von dem oben genannten Personenkreis kontrolliert werden oder in denen der oben genannte Personenkreis Führungsaufgaben wahrnimmt.

In Anlehnung an diese gesetzlich vorgegebene Definition werden alle Mitglieder des Vorstands bzw. Aufsichtsrats sowie deren Familienmitglieder als Unternehmensinsider im Sinn der vorliegenden Untersuchung behandelt. *Insider ownership* sind daher Eigentumsanteile von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern sowie deren Familien. Darüber hinaus werden auch solche Anteile als *insider ownership* klassifiziert, die indirekt über eine von den Unternehmensinsidern kontrollierte juristische Person gehalten werden. Der Begriff *managerial ownership* bezeichnet im angelsächsischen System dagegen häufig lediglich Eigentumsanteile der *officer*, d.h. der internen Mitglieder im *board of directors*. Übertragen auf die Logik des *two-tier* Systems entspricht das also Eigentumsanteilen von Vorstandsmitgliedern (bzw. deren Familien).

Dagegen bezeichnet *founding family ownership* im Rahmen der vorliegenden Untersuchung alle Eigentumsanteile, die von den Unternehmensgründern (und deren Familienmitgliedern) gehalten werden. Genau wie bei der verwendeten *insider-ownership*-

[20] Nach § 15a WpHG müssen Unternehmensinsider alle Geschäfte mit Aktien des eigenen Unternehmens oder solchen Finanzinstrumenten, die sich auf Aktien des eigenen Unternehmens beziehen (insbesondere Derivate), der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie dem eigenen Unternehmen binnen fünf Tagen nach der Transaktion melden.

Definition schließt das alle Anteile der Unternehmensgründer ein, welche indirekt über juristische Personen gehalten werden (die unter der Kontrolle von Mitgliedern der Gründerfamilie sind).

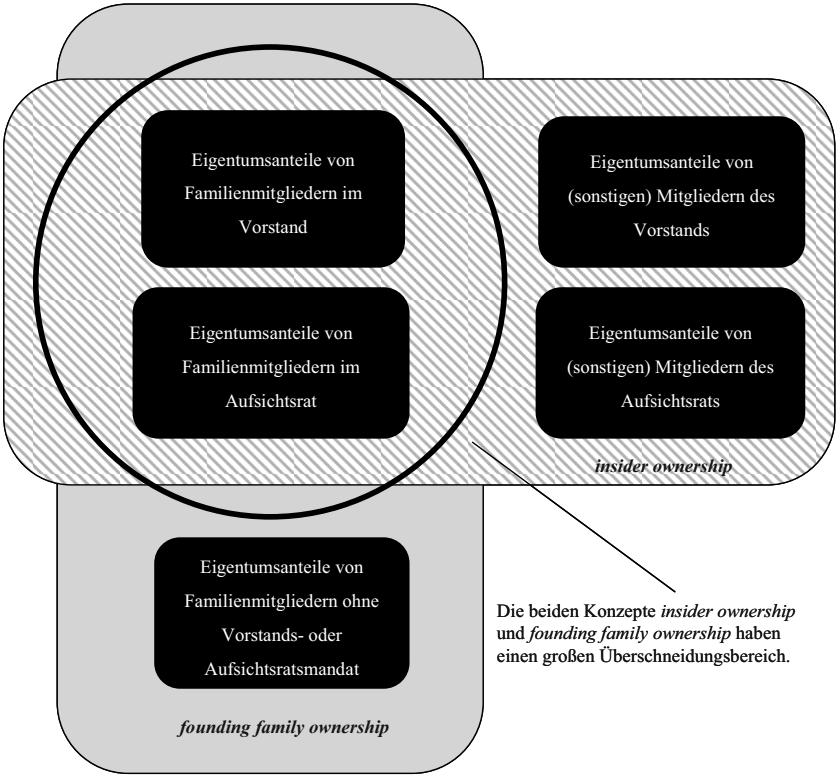


Abbildung 2: *Insider ownership* und *founding family ownership*
Quelle: Eigene Darstellung

Familienaktionäre unterscheiden sich im Wesentlichen unter anderem dadurch von anderen Blockaktionären, dass sie häufig eine aktive Rolle in der Unternehmensführung wahrnehmen. Insofern ist in vielen Fällen *founding family ownership* auch *insider ownership*. Darüber hinaus ist aber auch denkbar, dass Familienmitglieder der Gründerfamilie, die nicht in der Unternehmensführung tätig sind, Anteile halten. Solche

Anteile sind dann *founding family ownership,* ohne jedoch als *insider ownership* klassifiziert zu werden. Ferner können umgekehrt Unternehmensinsider Anteile an Unternehmen halten, ohne jedoch gleichzeitig Gründer zu sein bzw. der Gründerfamilie anzugehören. In diesem Sinn stellen solche Anteile *insider ownership* dar, ohne allerdings *founding family ownership* zu sein. Obwohl die beiden Eigentümerkonzepte daher nicht vollkommen deckungsgleich sind, gibt es trotzdem einen hohen Überschneidungsbereich. Zur besseren Illustration dieses Verhältnisses zeigt Abbildung 2 noch einmal detailliert, was unter *insider ownership* bzw. *founding family ownership* zu verstehen ist. Ferner zeigt die Abbildung, inwiefern sich die beiden Konzepte tatsächlich überschneiden und wo Unterschiede bestehen.

2.2 Herausforderungen bei der Definition von Familienunternehmen

Die reine Definition von *founding family ownership* stellt jedoch noch keine vollständige Definition eines Familienunternehmens dar. Gängige Definitionen eines Familienunternehmens berücksichtigen meistens unterschiedliche Möglichkeiten, wie die Familie Einfluss auf das Familienunternehmen nehmen kann. Neben Familieneigentum wird hierbei in der Regel auch Familienmanagement, d.h. die Präsenz von Familienmitgliedern in der Geschäftsführung bzw. im Kontrollgremium berücksichtigt. So stellen z.B. Bertrand und Schoar (2006) fest: „Family firms are characterized by a concentration of ownership, control and often key management positions among family members, even after the retirement of the firms' founders. Such family arrangements are predominant among privately held firms, but are also present in a large fraction of publicly held firms."[21]

Für die saubere Abgrenzung von Familienunternehmen ist eine ganze Reihe an Faktoren von Bedeutung: Prinzipiell muss man unterscheiden, ob es sich um eine Analyse börsennotierter Unternehmen oder privater Unternehmen handelt. Bei der Gruppe der börsennotierten Unternehmen ergeben sich beispielsweise bestimmte Anforderungen hinsichtlich des Streubesitzes. Daher sind deren Eigentümerstrukturen in der Regel aus regulatorischen Gründen weniger konzentriert als solche von privaten Unternehmen. Selbst innerhalb der börsennotierten Unternehmen gibt es jedoch eine große Bandbreite verwendeter Definitionen: Hierbei besteht ein wesentlicher Unterschied darin, ob

[21] Bertrand und Schoar (2006), S. 74.

eine Definition auf *direct ownership* oder *ultimate ownership* abzielt. Weiterhin weisen z.B. Miller et al. (2007) darauf hin, dass es sinnvoll ist, zwischen solchen Unternehmen zu differenzieren, die von einem einzelnen Gründer dominiert werden (sog. *lone founder businesses*), und solchen Unternehmen, in denen neben dem Gründer auch andere Familienmitglieder involviert sind.[22]

Letztlich können natürlich auch andere Faktoren eine Rolle bei der Definition von Familienunternehmen spielen, z.B. ob die Familie „lediglich" Eigentümer oder auch aktiv an der Unternehmensführung beteiligt ist, ob der Gründer noch CEO bzw. Vorstandsvorsitzender ist, in welcher Familiengeneration sich die Eigentümerfamilie befindet, wie groß das Familienunternehmen ist bzw. welche Kontrollmechanismen (wie z.B. unterschiedliche Aktiengattungen, Eigentumspyramiden oder überproportionale Vertretung der Familie in den Unternehmensorganen) die Familie zur Sicherung ihres Einflusses auf das Familienunternehmen verwendet.[23] Darüber hinaus spielen kulturelle Aspekte und institutionelle Rahmenbedingungen für das Verständnis und Vorkommen von Familienunternehmen sicherlich auch eine große Rolle, wie Betrand und Schoar (2006) anmerken: „Involvement of families in business is very common in Latin America, Africa and the Middle East, and in parts of Western Europe and Asia – though there is a lot of heterogeneity across countries."[24]

Eine Voraussetzung zur Definition von Familienunternehmen ist es, zunächst den Begriff der Familie zu verstehen. Hierbei muss man beachten, dass das Verständnis von Familie nicht unabhängig von der Kultur ist. Dies bedeutet, dass die Intensität familiärer Beziehungen z.B. in entwickelten westlichen Ländern (wie z.B. in den USA, Großbritannien, Deutschland oder Frankreich) anders sein kann als in entwickelten asiatischen Ländern (wie z.B. in Japan) oder in Schwellenländern (wie z.B. in Indien, Brasilien oder Chile).[25] Darüber hinaus kann sich das Verständnis des Familienbegriffs durchaus auch im Lauf der Zeit ändern und hängt von der Sichtweise unterschiedlicher wissenschaftlicher Disziplinen ab. In der Medizin, Soziologie, Psychologie oder den

---

[22] Vgl. Miller et al. (2007), S. 831.

[23] Vgl. hierzu Villalonga und Amit (2009).

[24] Bertrand und Schoar (2006), S. 74. Vgl. Kapitel 3.4 für eine Diskussion der institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland. Bisherige Untersuchungen haben gezeigt, dass Deutschland sicherlich eines der Länder in Westeuropa ist, in denen Familienunternehmen eine hohe Bedeutung haben. Insofern bietet Deutschland ein ideales Forschungsumfeld, um Unternehmenspolitik in (börsennotierten) Familienunternehmen im Detail zu untersuchen.

[25] Vgl. Astrachan et al. (2002), S. 46.

Kultur- und Wirtschaftswissenschaften können z.B. unterschiedliche Familiendefinitionen verwendet werden. Nach Flören (2002) kann man den Begriff der Familie folgendermaßen definieren: „A family is a social system consisting of individuals, related either by blood, by marriage or by legal adoption, interacting with and influencing the behaviour of each other."[26] Aufbauend auf diesem Familienverständnis soll nun der Begriff Familienunternehmen diskutiert werden.

Wie bereits dargestellt, gibt es bisher in der Literatur keine einheitliche Definition eines Familienunternehmens.[27] Eine Reihe von Untersuchungen stellt auf die Präsenz der Familie in bestimmten Komponenten eines Unternehmens ab. Gängigerweise beziehen sich solche Definitionen auf den Eigentumsanteil der Familie und die Vertretung der Familie in der Geschäftsführung bzw. in Kontrollorganen.

Beispielsweise basieren die Befragungsergebnisse von Klein (2000, 2004) darauf, dass die Familie am Unternehmen beteiligt sein muss. Darüber hinaus muss die Summe aus ihren prozentualen Eigentumsanteilen sowie ihrer verhältnismäßigen Beteiligung an der Geschäftsführung bzw. im Kontrollorgan mindestens 1 betragen.[28] Klein (2000, 2004) verwendet diese Definition, um mittels einer Befragung private Unternehmen in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen einzuteilen.

Im Kontext börsennotierter Unternehmen verwenden zahlreiche empirische Analysen eine Definition, welche ebenfalls die Eigentumsanteile und die Beteiligung der Familie in den Unternehmensorganen berücksichtigt. Nachdem der Einfluss der Familie in

---

[26] Flören (2002), S. 28. Vgl. zu einer ausführlichen Diskussion des Familienbegriffs auch Klein (2004), S. 54-100.

[27] Vgl. hierzu neben den oben zitierten Quellen z.B. auch Litz (1995), S. 71 oder Littunen und Hyrsky (2000), S. 41. Oftmals werden Familienunternehmen auch als mittelständische Unternehmen bezeichnet. Der Begriff Mittelstand bezieht sich auf kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland mit weniger als 250 Mitarbeitern, erzielten Umsatzerlösen unter 50 Mio. Euro bzw. einer Bilanzsumme unter 43 Mio. Euro. Vgl. zu dieser Abgrenzung anhand von quantitativen Kriterien die Empfehlungen der Europäischen Kommission vom 6. Mai 2003 (2003/361/EG). Diese Abgrenzung bezieht sich auf rein quantitative Kriterien zu der Anzahl der Mitarbeiter, Umsatz und Bilanzsumme. Daraus folgt, dass mittelständische Unternehmen nicht unbedingt per se Familienunternehmen sind. Die Untersuchungen von Klein (2004, 2000) zeigen jedoch, dass die Anzahl der Familienunternehmen in kleineren Unternehmen deutlich größer ist als in größeren Unternehmen. Insofern kann man davon ausgehen, dass viele mittelständische Unternehmen Familienunternehmen sind. Vgl. Klein (2004), S. 42 bzw. Klein (2000), S. 159.

[28] Der Eigentumsanteil der Familie darf also nicht Null betragen. Ist der Eigentumsanteil der Familie geringer als 100%, kann dieser Mindereinfluss durch die Beteiligung an der Geschäftsführung oder am Kontrollorgan kompensiert werden. Der Einfluss aus allen drei Komponenten muss mindestens 100% entsprechen. Vgl. Klein (2004), S. 17 bzw. Klein (2000), S. 158.

börsennotierten Unternehmen aufgrund der Streubesitzanforderungen in der Regel niedriger ist als in privaten Unternehmen, sind die Anforderungen an den Familieneinfluss jedoch geringer als in der von Klein (2000, 2004) vorgeschlagenen Definition.[29] Darüber hinaus orientieren sich diese Definitionen an den besonderen Gegebenheiten des jeweiligen Finanzsystems. Letztlich stellen diese Definitionen aus Gründen der besseren Operationalisierung in der Regel auf die Gründerfamilien ab und orientieren sich zumeist am *direct ownership*. Hauptsächlich halten diese Gründerfamilien also direkt Eigentumsanteile an den Unternehmen.[30]

Tabelle 1: Definitionen von Familienunternehmen
Quelle: Eigene Darstellung

Autor / *Journal*	**Definition**	**Region**	**Börsennotierte / private Familienunternehmen**
Shanker und Astrachan (1996), *Family Business Review*	Familie ist als Eigentümer direkt involviert, hält mindestens eine Managementposition, Familie zumindest in der zweiten Generation (enge Definition)	USA	Privat
La Porta et al. (1999), *Journal of Finance*	Familie kontrolliert als *ultimate owner* (direkt und indirekt) mindestens 20% (10%) der Stimmrechte	Weltweit	Börsennotiert
Mishra und McConaughy (1999), *Entrepreneurship Theory and Practice*	CEO ist entweder der Gründer oder ein Verwandter des Gründers	USA	Börsennotiert
Faccio und Lang (2002), *Journal of Financial Economics*	Familie kontrolliert als *ultimate owner* (direkt und indirekt) mindestens 20% (10%) der Stimmrechte	Europa	Börsennotiert

[29] Vgl. hierzu aus Tabelle 1 die Arbeiten von Anderson und Reeb (2003a, 2003b), Villalonga und Amit (2006), Sraer und Thesmar (2007), Andres (2008b) oder Anderson et al. (2009).

[30] Vgl. beispielsweise die Arbeiten von Anderson und Reeb (2003a, 2003b), Villalonga und Amit (2006) oder Anderson et al. (2009) für die USA. Nach deren Definition qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn der Gründer (oder dessen Familie) zumindest 5% der Eigentumsanteile hält und/oder im *board of directors* vertreten ist. Im Prinzip lehnen sich die Arbeiten von Sraer und Thesmar (2007), Andres (2008a, 2008b), Ampenberger et al. (2009) sowie Schmid et al. (2009, 2010) ebenfalls an diese Definition an. Allerdings berücksichtigen sie die unterschiedlichen institutionellen Gegebenheiten in Kontinentaleuropa. Sraer und Thesmar (2007) legen eine Eigentumsschwelle von 20% für Frankreich zugrunde, die Arbeiten für den deutschen Kapitalmarkt sogar eine Eigentumsschwelle von 25% (was einer Sperrminorität entspricht). Darüber hinaus berücksichtigen die Definitionen für den deutschen Kapitalmarkt das typische zweistufige Führungssystem *(two-tier* System*)*, d.h. ein Unternehmen qualifiziert sich als Familienunternehmen, wenn ein Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand und/oder im Aufsichtsrat vertreten ist.

Fortsetzung Tabelle 1: Definition von Familienunternehmen
Quelle: Eigene Darstellung

Autor / *Journal*	**Definition**	**Region**	**Börsennotierte / private Familienunternehmen**
Claessens et al. (2000, 2002), *Journal of Financial Economics, Journal of Finance*	Familie kontrolliert als *ultimate owner* (direkt und indirekt) mindestens 10% (20%, 40%) der Stimmrechte	Asien	börsennotiert
Anderson und Reeb (2003a, 2003b), *Journal of Finance, Journal of Law and Economics*	Gründerfamilie hält 5% der Stimmrechte und/oder ist mit einem Familienmitglied im *board of directors* vertreten	USA	börsennotiert
Villalonga und Amit (2006), *Journal of Financial Economics*	Gründerfamilie hält 5% der Stimmrechte und/oder ist mit einem Familienmitglied im *board of directors* vertreten, Sensitivitätstests für engere Definitionen von Familienunternehmen (ohne Unternehmen in der ersten Familiengeneration oder mit einer 20%igen Eigentumsschwelle)	USA	börsennotiert
Sraer und Thesmar (2007), *Journal of the European Economic Association*	Gründerfamilie hält mindestens 20% der Stimmrechte am Unternehmen	Frankreich	börsennotiert
Bennedsen et al. (2007), *Quarterly Journal of Economics*	Familienunternehmen, wenn im Fall einer Unternehmensnachfolge der Nachfolge-Geschäftsführer mit dem Vorgänger-Geschäftsführer verwandt ist	Dänemark	börsennotiert und privat
Miller et al. (2007), *Journal of Corporate Finance*	Mehrere Familienmitglieder derselben Familie sind zeitgleich oder über die Zeit hinweg ein Großaktionär und/oder im *board of directors* des Unternehmens vertreten, Unterscheidung zu solchen Unternehmen, die noch in der Gründergeneration sind (*lone founder firms*)	USA	börsennotiert
Klein (2000), *Family Business Review,* Achleitner et al. (2008), *Working Paper*	Substantial Family Index (SFI) > 1, d.h. % Eigentumsanteil + % Geschäftsführung + % Kontrollgremium der Familie muss zumindest 100% betragen	Deutschland	privat
Andres (2008a, 2008b), *Journal of Corporate Finance*	Gründerfamilie hält mindestens 25% der Stimmrechte und/oder ein Mitglied der Gründerfamilie ist im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten	Deutschland	börsennotiert
Anderson et al. (2009), *Working Paper*	Gründer oder Nachkomme hält 5% der Stimmrechte und/oder ein Familienmitglied ist im Topmanagement bzw. *board of directors,* explizite Unterscheidung zwischen Unternehmen, die vom Gründer dominiert werden und solchen unter der Kontrolle der Nachkommen	USA	börsennotiert

Darüber hinaus existieren für börsennotierte Unternehmen diverse Untersuchungen, welche den sog. *ultimate owner* eines Unternehmens bestimmen. Ein *ultimate owner* im Sinn dieser Definition ist eine Privatperson, ein Nicht-Finanzunternehmen oder ein Finanzunternehmen, das entweder direkt oder indirekt über Eigentumspyramiden und/oder unterschiedliche Aktiengattungen einen bestimmten Kontrolleinfluss (z.B. mindestens 10% oder 20% der Stimmrechte) auf das Unternehmen ausübt.[31] In der Regel klassifizieren sich auf Basis des *ultimate ownership* nicht nur solche Unternehmen als Familienunternehmen, in denen die Gründerfamilie investiert hat, sondern auch solche Unternehmen, in denen der *ultimate owner* eine Privatperson bzw. eine Familie ist, welche nach der Gründung des Unternehmens als Großaktionär in das Unternehmen eingestiegen ist.

Tabelle 1 gibt eine Übersicht über die bedeutendsten Definitionen, überwiegend im Zusammenhang mit Studien zu börsennotierten Familienunternehmen.

Die bisher aufgeführten Definitionen gehen alle von einer Dichotomie aus, d.h. ein Unternehmen ist ein Familienunternehmen, wenn es bestimmte Kriterien erfüllt. Sind diese Kriterien andererseits nicht erfüllt, handelt es sich um ein Nicht-Familienunternehmen. Mittlerweile existieren jedoch einige Beiträge, die dieses Vorgehen kritisieren und vielmehr davon ausgehen, dass Familienunternehmen in sich nicht homogen sind. Davon ausgehend plädieren diese Beiträge für eine kontinuierliche Definition von Familienunternehmen, die der Tatsache Rechnung trägt, dass die Gruppe der Familienunternehmen selbst heterogen ist und Familien in unterschiedlichem Maß Einfluss auf das Familienunternehmen ausüben.

In einem der ersten Plädoyers für die Nutzung einer kontinuierlichen Definition unterscheiden Shanker und Astrachan (1996) drei Stufen eines Familienunternehmens: Die erste Stufe umfasst eine weite Definition des Familienunternehmens (mit relativ geringem Einfluss der Familie), die zweite Stufe eine etwas engere Definition (mit etwas höherem Einfluss der Familie) bis hin zu einer dritten Stufe mit einer engen Definition (und einem sehr hohen Einfluss der Familie auf das Familienunternehmen). Nach dieser engen Definition sollte mindestens ein Familienmitglied zeitgleich Eigentümer sein und aktiv an der Unternehmensführung partizipieren. Darüber hinaus sollten mehrere

[31] Vgl. hierzu z.B. die Untersuchungen von La Porta et al. (1999), Faccio und Lang (2002), Claessens et al. (2000, 2002), Edwards und Weichenrieder (2009) sowie Franks et al. (2009).

Familienmitglieder und -generationen in das Familienunternehmen involviert sein.[32] Ein Problem besteht nun darin, dass Corporate-Governance-Aspekte (Teilnahme an der Unternehmensführung) mit anderen Aspekten (wie etwa dem Alter des Familienunternehmens bzw. der Anzahl der involvierten Familiengenerationen) vermischt werden, d.h. selbst innerhalb einer Stufe existieren wiederum weitere Möglichkeiten zu einer noch besseren Differenzierung.[33]

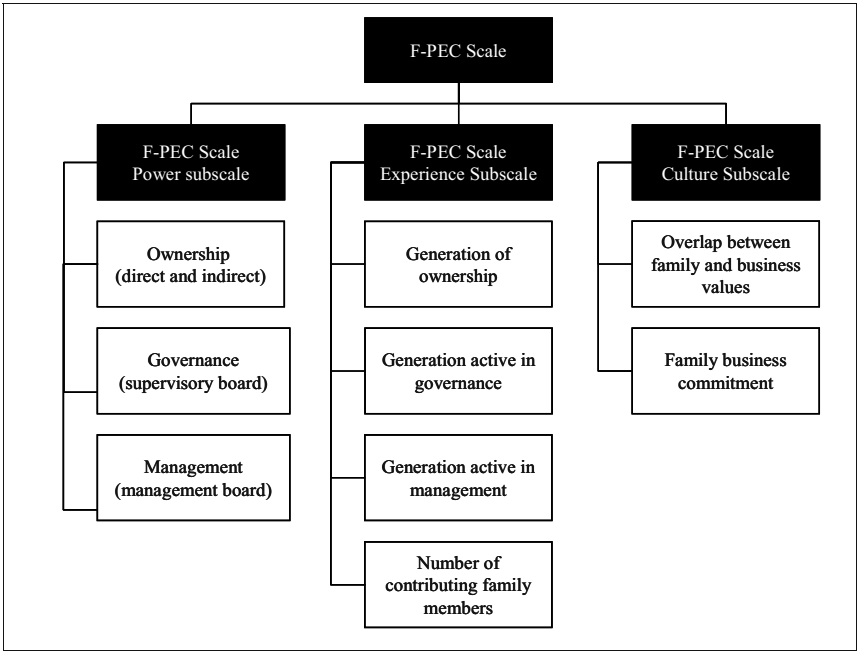


Abbildung 3: F-PEC Scale
Quelle: Astrakhan et al. (2002), S. 52

Etwas trennschärfer ist dagegen der sog. F-PEC Scale von Astrachan et al. (2002) bzw. Klein et al. (2005). Hierbei wird der Einfluss der Familie auf das Familienunternehmen anhand der drei separaten Dimensionen Einfluss, Erfahrung und Kultur (*power*, *experience* und *culture*) gemessen (vgl. Abbildung 3). Die Subskala *power* orientiert

[32] Vgl. Shanker und Astrachan (1996), S. 109.

[33] Vgl. Astrachan et al. (2002), S. 46 f. für eine kritische Betrachtung dieses dreistufigen Systems.

sich dabei an dem Einfluss der Familie über die Eigentümer- und Organstruktur. Sie berücksichtigt die Eigentümerstruktur und die Beteiligung der Familie an der Geschäftsführung bzw. am Kontrollgremium. Die Subskala berechnet sich aus der Summe der Eigentumsanteile der Familie und den prozentualen Anteilen der Familienmitglieder an den Unternehmensorganen (Geschäftsführung und Kontrollgremium). Je stärker die kumulierte Macht der Familie aus Eigentum und der verhältnismäßigen Vertretung in den beiden Unternehmensorganen, desto höher ist der Einfluss der Familie.[34] Die *experience* Dimension berücksichtigt die Anzahl und die Generation der beteiligten Familienmitglieder (je älter die Generation, desto höher der Familieneinfluss), während die *culture* Dimension die Überschneidung von Familien- und Unternehmenswerten berücksichtigt (je größer die Überschneidung, desto höher der Familieneinfluss). Die Subdimension *culture* wird hierbei anhand eines Fragebogens, dem sog. *family business commitment questionaire*, gemessen.[35]

Neben dem F-PEC Scale haben Habbershon und Williams (1999) bzw. Habbershon et al. (2003) auf Basis der *ressource-based view* ebenfalls ein Konzept entwickelt, um den Einfluss der Familie auf das Familienunternehmen mittels einer kontinuierlichen Skala zu messen. Insbesondere beschreiben sie das Ressourcenbündel, das sich aus dem Einfluss der Familie auf das Familienunternehmen ergibt, als *familiness.* Neben Maschinen, finanziellem Kapital und Humankapital bezeichnet *familiness* solche Ressourcen, die dem Familienunternehmen aus der Interaktion der Familienmitglieder mit dem Unternehmen heraus zur Verfügung stehen.[36]

Die bisherigen Ausführungen sollen zeigen, dass die Definition von Familienunternehmen eine komplexe Aufgabe darstellt. Viele Autoren sprechen in diesem Zusammenhang sogar von einem *family business definition dilemma*.[37] Insbesondere gilt es bei einer Abgrenzung, Unterschiede zwischen börsennotierten und privaten Unter-

---

[34] Die Subdimension *power* baut daher auf dem ursprünglich von Klein (2000, 2004) verwendeten Index zum Einfluss der Familie auf, der sich genau aus den drei Komponenten Eigentümerstruktur, Geschäftsführung und Kontrollorgan zusammensetzt. Im Wesentlichen ist daher der von Klein (2000, 2004) vormals verwendete Index *substantial family influence (SFI)* ein Teil des F-PEC Scale geworden.

[35] Vgl. hierzu Astrachan et al. (2002), S. 48-52 bzw. Klein et al. (2005), S. 323-326. Als Fragebogen zur Messung der Subskala Kultur dient der *family business commitment questionaire* von Carlock und Ward (2001), vgl. Astrachan et al. (2002), S. 57 f. bzw. Klein et al. (2005), S. 339.

[36] Vgl. Habbershon und Williams (1999), S. 11 bzw. Habbershon et al. (2003), S. 460-462.

[37] Vgl. Astrachan et al. (2002), S. 45 oder Klein et al. (2005), S. 322.

nehmen sowie kulturelle Besonderheiten und unterschiedliche institutionelle Rahmenbedingungen zu berücksichtigen. Darüber hinaus gibt es die Möglichkeit zu einer dichotomen Unterscheidung in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen oder zur Messung des Familieneinflusses mittels einer kontinuierlichen Skala. Aufbauend auf dieser Diskussion soll nun dargelegt werden, wie ein Familienunternehmen im Rahmen der vorliegenden Arbeit definiert wird.

2.3 Definition eines Familienunternehmens in der vorliegenden Arbeit

Ein Unternehmen ist ein Familienunternehmen im Rahmen der vorliegenden Arbeit, wenn (i) die Gründerfamilie zumindest 25% der Stimmrechte am Unternehmen hält und/oder (ii) ein Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand bzw. im Aufsichtsrat vertreten ist.[38] Zunächst fällt vor dem Hintergrund der bisherigen Diskussion erstens auf, dass es sich hierbei um eine dichotome Definition handelt, d.h. ein Unternehmen wird entweder als Familienunternehmen oder als Nicht-Familienunternehmen klassifiziert. Hierbei wird scheinbar zunächst außer Acht gelassen, dass Familienunternehmen selbst bezüglich bestimmter Charakteristika (wie z.B. einzelne Unternehmensgründer im Vergleich zu Gründerteams, Familiengeneration, Einfluss der Gründerfamilie auf die operative Unternehmensführung etc.) heterogen sind. Allerdings ist dieses Vorgehen zumindest bei der quantitativen Analyse großzahliger Stichproben durchaus anerkannt.[39]

Der Heterogenität von Familienunternehmen wird dann zumindest dahingehend Rechnung getragen, dass in einem zweiten Schritt der Einfluss der unterschiedlichen Komponenten Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung (der natürlich innerhalb der Stichprobe unterschiedlich stark ausgeprägt ist) auf die Unternehmenspolitik genauer analysiert wird.[40] Darüber hinaus wird zumindest in den Untersuchun-

---

[38] Diese Definition wurde beispielsweise bereits von Andres (2008a, 2008b) sowie Schmid et al. (2009, 2010), Ampenberger et al. (2009) und Achleitner et al. (2009b) verwendet.

[39] Klein et al. (2005) schreiben dazu: „A review of definitions employed in studies reveals no widely accepted demaration between family and nonfamily businesses. Notwithstanding, adopting a dichotomous approach does not have to be arbitrary and may be appropriate in investigations that use large databases or lengthy questionaires." (Klein et al. (2005), S. 322). Vgl. darüber hinaus auch Chua et al. (2004), S. 39 für eine ähnliche Argumentation.

[40] Familienkontrolle bezeichnet dabei die Beteiligung der Gründerfamilie am Aufsichtsrat, während Familienführung die Beteiligung der Gründerfamilie am Vorstand umfasst.

gen zur Kapitalstruktur und zum Investitionsverhalten der Einfluss des Unternehmensgründers eingehend beleuchtet. Schließlich wird bezüglich dieser beiden Aspekte der Unternehmenspolitik auch untersucht, welchen Einfluss es hat, wenn die Gründerfamilie ein Großaktionär ist und gleichzeitig ein Familienmitglied im Vorstand vertreten ist.[41] Der unterschiedlich stark ausgeprägte Einfluss der Gründerfamilie auf das Familienunternehmen soll anhand von vier Beispielen börsennotierter Unternehmen noch einmal verdeutlicht werden.

An der 1872 von Eduard Vossloh gegründeten Vossloh AG hält die Gründerfamilie im Jahr 2006 rund 30% der Stimmrechte, ohne dass jedoch ein Familienmitglied im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten ist. Die Vossloh AG qualifiziert sich daher ausschließlich über die Eigentumskomponente als Familienunternehmen im Sinn der oben diskutierten Definition.[42]

Bei der von Martin Sixt 1912 gegründeten Autovermietung Sixt AG hält die Familie Sixt in der dritten Generation eine Mehrheit an den Stimmrechten. Darüber hinaus ist der Enkel des Gründers als Vorstandsvorsitzender aktiv an der operativen Unternehmensführung beteiligt. Die Sixt AG erfüllt damit beide Komponenten: Sie qualifiziert sich als Familienunternehmen in der eigenen Untersuchung aufgrund der Eigentumsanteile der Gründerfamilie Sixt und aufgrund der Tatsache, dass ein Mitglied der Gründerfamilie aktiv ein Vorstandsmandat ausübt.

Die 1972 gegründete SAP AG ist ein Beispiel für ein weniger traditionelles Familienunternehmen. Der weltweite Marktführer für Unternehmenssoftware wurde durch ein Team aus mehreren Gründern ins Leben gerufen. Die Gründerfamilien halten zusammen im Jahr 2006 noch rund 30% der Stimmrechte. Darüber hinaus ist einer der Gründer, Hasso Plattner, Vorsitzender des Aufsichtsrats. Die SAP AG qualifiziert sich des-

---

[41] Konkret wird dazu ein Interaktionsterm aus Familieneigentum und Familienführung gebildet. Vgl. dazu ausführlich die Erklärungen zur Konstruktion der Variablen in Kapitel 6.3. Mit dem Interaktionsterm werden in der Analyse nur solche Familienunternehmen berücksichtigt, bei denen die Gründerfamilie einen erheblichen Einfluss hat. Daher kann man dieses Vorgehen alternativ auch als eine etwas engere Definition eines Familienunternehmens interpretieren. Die Tiefe der Analyse, insbesondere bezüglich der Heterogenität der Familienunternehmen, hängt von der Größe der verwendeten Stichprobe ab. Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 6.1.

[42] Gemäß dem Internetauftritt der Vossloh AG ist Dr. Hans Vossloh Ehrenvorsitzender des Aufsichtsrats. Der Ehrenvorsitzende hat allerdings keine Stimme in diesem Organ und wird daher im Rahmen der eigenen Untersuchung – wie alle anderen Ehrenvorsitzenden auch – nicht als Aufsichtsratsmitglied betrachtet.

halb als Familienunternehmen über die Eigentumskomponente und weil ein Unternehmensgründer ein Aufsichtsratsmandat ausfüllt.

Schließlich ist die DATA Modul AG ein Beispiel für ein Unternehmen, dass sich zumindest in den letzten Jahren der Untersuchung lediglich über die Beteiligung des Unternehmensgründers Walter Eichner am Aufsichtsrat als Familienunternehmen qualifiziert. Die DATA Modul AG wurde 1972 gegründet und ist ein weltweit tätiger Hersteller und Anbieter von Flachdisplays, kompletten Informationssystemen, Software und Dienstleistungen. Der Gründer Walter Eichner hatte auch nach dem Börsengang im Jahr 1989 über mehrere Jahre hinweg bis 1995 einen signifikanten Stimmrechtsanteil von mehr als 25 Prozent an der DATA Modul AG gehalten, diesen aber in den darauf folgenden Jahren sukzessive reduziert. Obwohl er bereits ab dem Jahr 1998 keine nennenswerten Eigentumsanteile mehr hält, ist er bis zum Jahr 2006 (und im Übrigen auch heute noch) im Aufsichtsrat des Unternehmens vertreten. Damit ist die DATA Modul AG ein Beispiel für ein Familienunternehmen, bei dem sich der Einfluss der Gründerfamilie mittlerweile lediglich über das Kontrollorgan manifestiert.

Die Beispiele illustrieren in Ansätzen das breite Spektrum an börsennotierten Familienunternehmen in der Stichprobe (z.B. hinsichtlich der vertretenen Branchen, des Unternehmensalters und der Familiengenerationen). Weiterhin zeigen die Beispiele, dass der Einfluss der Gründerfamilie auf die Familienunternehmen von unterschiedlicher Natur sein kann. Dem trägt die in dieser Studie gewählte Definition eines Familienunternehmens durch die Berücksichtigung einzelner Komponenten Rechnung.

Zweitens fällt auf, dass die der vorliegenden Arbeit zugrunde liegende Definition auf die Gründerfamilie abzielt. Die Brisanz dieser Einschränkung wird am Beispiel der Bayerische Motorenwerke Werke (BMW AG) deutlich. Die BMW AG wurde im Jahr 1913 von Karl Rapp gegründet.[43] 1959 hat die Familie Quandt BMW vor der Insolvenz gerettet und ist seitdem ein langfristiger Großaktionär bei BMW. Im Jahr 2006 hat die Familie Quandt insgesamt rund 48 Prozent der Stimmrechte an BMW gehalten. Im Übrigen gilt dies auch heute noch. Darüber hinaus sind mit Susanne Klatten und Stefan Quandt zwei Mitglieder der Familie im Aufsichtsrat des Unternehmens vertreten. Die Familie hat als langfristiger Aktionär ihre Eigentumsanteile in den 1990er

[43] Karl Rapp hat zunächst im Jahr 1913 die Rapp Motorenwerke GmbH gegründet. 1917 erfolgte dann aus dem Vorgängerunternehmen heraus die Gründung der Bayerischen Motoren Werke GmbH, aus der im Jahr 1918 die BMW AG wurde. Vgl. hierzu die Darstellung der Unternehmenshistorie im Hoover Online Unternehmensprofil von BMW.

Jahren auch in für BMW wirtschaftlich schwierigen Zeiten nach der Übernahme des englischen Automobilherstellers Rover nicht verkauft. Während BMW daher sicherlich in der Öffentlichkeit und Presse als der Prototyp eines börsennotierten Familienunternehmens gesehen wird, ist es in der Stichprobe der eigenen Untersuchung dagegen kein Familienunternehmen. Die Eigentumsanteile der Familie Quandt stellen lediglich *insider ownership*, nicht aber *founding family ownership* dar.

Die Fokussierung auf die Gründerfamilie bietet jedoch einige Vorteile: (i) Durch die Recherche der Unternehmensgründer sowie der Eigentümer- und Organstrukturen ist die Klassifikation von Familienunternehmen relativ eindeutig möglich. (ii) Der Name der Gründerfamilie kommt häufig im Unternehmensnamen vor (z.B. im Fall von Fielmann, Henkel oder Sixt). Deshalb ist die Reputation der Gründerfamilie stark mit dem Image des Familienunternehmens verbunden. Insofern hat die Gründerfamilie nicht nur ein rein finanzielles Interesse an dem Familienunternehmen. Im Gegenteil: Die Gründerfamilie ist in der Regel ein langfristig orientierter Investor, der das Unternehmen an nachfolgende Generationen weitergeben möchte. Darüber hinaus ist die Gründerfamilie häufig mit einem großen Teil des privaten Vermögens in dem Familienunternehmen investiert und stellt in Form von Familienmitgliedern im Topmanagement auch einen bedeutenden Teil des Humankapitals. Insofern erfüllen Gründerfamilien viele klassische Eigenschaften, die man in der öffentlichen Wahrnehmung und in der akademischen Literatur mit Unternehmerfamilien in Verbindung bringt.

Dies ist bei anderen Familieninvestoren nicht unbedingt der Fall: Dies zeigt wiederum das Beispiel der Familie Quandt. Neben BMW ist die Familie Quandt auch in vielen anderen Unternehmen investiert (unter anderem ist Susanne Klatten Mehrheitsaktionär in dem börsennotierten Unternehmen Altana). Daher ist fraglich, inwiefern die Familie Quandt tatsächlich ein undiversifizierter Investor ist und ob sie zumindest mit einigen ihrer Beteiligungen nicht hauptsächlich finanzielle Interessen verfolgt. Dies zeigt das Beispiel Altana AG.[44] Unter dem großen Einfluss von Susanne Klatten als Mehrheitsaktionärin hat Altana 2006 seine Pharmasparte für vier Milliarden Euro verkauft. Zur weitgehend steuerfreien Vereinnahmung der aus den Verkaufserlösen entstandenen Sonderdividende hat Susanne Klatten ein Anlagevehikel und *family office*, die Skion GmbH, gegründet. Zwei Jahre später hat sie dann das schlechte Börsenumfeld genutzt,

[44] Die Informationen zu dem nachfolgend beschriebenen Fall der Altana AG sind der Presse entnommen. Vgl. dazu z.B. Wadewitz (2008) in der Börsen-Zeitung vom 07. November 2008 und Jäkel (2009) in der Finance vom 30. Januar 2009.

um ihre Mehrheitsbeteiligung an Altana (in Höhe von 51% der Stimmrechte) durch ein öffentliches Übernahmeangebot weiter aufzustocken. Die Durchführung der Transaktion übernahm dabei ihr *family office* Skion. Letztlich verfolgt die Mehrheitsaktionärin damit vermutlich das Ziel, Altana in einer Going-Private-Transaktion von der Börse zu nehmen. Der gezielte Umbau eines börsennotierten Unternehmens inklusive der Ausschüttung einer Sonderdividende in Verbindung mit einem geplanten Delisting ähnelt stärker der Strategie von Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften) als dem Verhalten eines Familienunternehmers. Insofern sind die Transaktionen von Susanne Klatten bei Altana ein gutes Beispiel dafür, dass diversifizierte Familieninvestoren ggf. anders agieren als Unternehmensgründer.

Drittens fällt auf, dass sich die vorliegende Definition auf *direct ownership* und nicht auf *ultimate ownership* bezieht. Dies hängt damit zusammen, dass das primäre Ziel der vorliegenden Studie ist, Anteile der Unternehmensgründer an börsennotierten deutschen Unternehmen zu identifizieren. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte eine Fokussierung auf die direkten Eigentümerstrukturen grundsätzlich ausreichen. Hierbei wurden allerdings Anteile von Unternehmensgründern mit einbezogen, welche indirekt (z.B. aus steuerlichen Gründen) über eine Vermögensverwaltungsgesellschaft oder eine andere juristische Gesellschaft gehalten werden. Weiterhin wurden für alle Großaktionäre mit einer Stimmenmehrheit (d.h. mit mindestens 50%-Anteil am stimmberechtigten Kapital) die jeweiligen *ultimate owner* recherchiert.[45]

[45] Vgl. zur Vorgehensweise bei der Datenerhebung der Eigentümer- und Organstrukturen im Detail Kapitel 6.4.1.

3 Corporate Governance

Die vorliegende Arbeit untersucht finanzpolitische Entscheidungen in börsennotierten deutschen Unternehmen aus einer Corporate-Governance-Perspektive. Im Mittelpunkt stehen hierbei Unterschiede zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen. Einleitend stellen sich daher folgende Fragen: (i) Was versteht man unter dem Begriff Corporate Governance? Welche Parteien (*stakeholder*) können Einfluss auf die Unternehmenspolitik und damit auch auf den Erfolg eines Unternehmens nehmen? (ii) Welche Konflikte können zwischen solchen Parteien existieren? Inwiefern unterscheiden sich Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bezüglich dieser Konflikte? (iii) Welche Möglichkeiten gibt es, diese Konflikte zu reduzieren? Und (iv) welche Rolle spielt dabei die Tatsache, dass der vorliegenden Untersuchung deutsche Unternehmen zugrunde liegen, d.h. welche Bedeutung hat das institutionelle Umfeld in Deutschland für die Analyse?

Ziel dieses Kapitels ist es daher, zunächst in Kapital 3.1 den Begriff Corporate Governance zu diskutieren. Darauf aufbauend werden in Kapitel 3.2 Konflikte zwischen den wesentlichen Entscheidungsträgern für die Unternehmenspolitik (d.h. z.B. Manager, Aktionäre, Kreditgeber oder andere *stakeholder* eines Unternehmens) erläutert, wobei der Konflikt zwischen Eigentümern und Management im Mittelpunkt der Betrachtung steht. Unter anderem wird aus der Perspektive der Prinzipal-Agenten-Theorie und der Stewardship-Theorie erläutert, wie sich Familienunternehmen von Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich dieses Konflikts unterscheiden. Kapitel 3.3 zeigt mögliche Mechanismen zur Kontrolle des Managements, d.h. zur Reduzierung der Konflikte zwischen Eigentümern und Management, auf. Schließlich gibt Kapitel 3.4 eine kurze Übersicht über die institutionellen Rahmenbedingungen der vorliegenden empirischen Untersuchung. Dazu wird zunächst der Begriff des Finanzsystems bzw. Corporate-Governance-Systems diskutiert. Anschließend werden die wesentlichen Charakteristika eines marktorientierten Finanzsystems (*outsider*-System) mit denen eines bankorientierten Finanzsystems (*insider*-System) verglichen. Schließlich wird das deutsche Finanzsystem unter Berücksichtigung aktueller gesetzlicher Entwicklungen eingeordnet. Dadurch werden die institutionellen Rahmenbedingungen für die vorliegende empirische Untersuchung umfassend erläutert.

3.1 Definition von Corporate Governance

Die wissenschaftliche Corporate-Governance-Diskussion hat ihren Ursprung in der Berle/Means-Hypothese der Trennung von Eigentum und Kontrolle in börsennotierten Unternehmen (*separation of ownership and control*). Berle und Means (1932) haben in ihrem wegweisenden Buch „The Modern Corporation and Private Property" auf diese Trennung bei großen amerikanischen Publikumsgesellschaften in den 1920er Jahren hingewiesen, die sich aus einer Spezialisierung der Kapitalgeber und Manager ergibt. Nach dieser Sichtweise sind die Eigentumsanteile börsennotierter Unternehmen in den Händen vieler Kleinaktionäre. In der Terminologie von Berle und Means (1932) werden solche Publikumsgesellschaften daher als „*widely-held firms"* bezeichnet. Nachdem es keine Aktionäre mit konzentrierten Eigentumsanteilen gibt, liegt die Kontrolle über wichtige unternehmerische Entscheidungen in den Händen angestellter Manager. Berle und Means (1932) sprechen von „*management-controlled firms"*, in denen sich ein Prinzipal-Agenten-Konflikt zwischen Kapitalgebern und Managern konstituiert.[46] Angesichts dessen stellt sich die Frage, wie die Kapitalgeber das Management dazu bewegen können, das zur Verfügung gestellte Kapital zu maximieren und zurückzuzahlen. [47]

Eine Schlüsselrolle spielt hierbei der ursprüngliche Finanzierungsvertrag. Darin wird spezifiziert, wozu und wie das Management das bereitgestellte Kapital verwenden kann und wie ggf. die durch den Kapitaleinsatz erzielten Renditen auf die Vertragsparteien zu verteilen sind.[48] Sofern ein solcher Vertrag alle denkbaren zukünftigen Umweltzustände berücksichtigen könnte, d.h. unter der Annahme, dass Verträge vollständig sind, wäre die Gestaltung der Führungs- und Kontrollstrukturen (d.h. der Corporate Governance) irrelevant. Nachdem aber Verträge in der Realität unvollständig sind und die Wiederverhandlung solcher Verträge mit Kosten verbunden ist, verteilen die Vertragsparteien Kontrollrechte am Unternehmen. Diese Kontrollrechte berechtigen zu

---

[46] In der von Berle und Means (1932) verwendeten Stichprobe der 200 größten amerikanischen Unternehmen zu Beginn des Jahres 1930 sind 44% *widely-held* bzw. *management-controlled*. Vgl. Berle und Means (1932), S. 109.

[47] Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 740 f. Die nachfolgend vorgenommene kompakte Darstellung des Prinzipal-Agenten-Problems lehnt sich insgesamt stark an die Ausführungen von Shleifer und Vishny (1997) an.

[48] Kaplan und Stromberg (2003, 2004) widmen sich der Frage, wie solche Finanzierungskontrakte in einer speziellen Vertragssituation, nämlich zwischen Unternehmensgründer und Venture-Capital-Geber, ausgestaltet werden. Vgl. z.B. die Arbeiten von Kaplan und Stromberg (2003, 2004).

unternehmerischen Entscheidungen (d.h. zur Unternehmenspolitik) in allen nicht explizit vertraglich geregelten Umweltzuständen. Letztlich dienen solche Kontrollrechte also dazu, residuale Entscheidungsbefugnisse zu verteilen.[49]

Prinzipiell würde es aus Sicht der Kapitalgeber sinnvoll sein, solche residualen Kontrollrechte selbst wahrzunehmen, um die Maximierung und Rückzahlung ihres Kapitals sicherzustellen. Allerdings fehlt ihnen hierzu in der Realität in der Regel die unternehmerische Kompetenz (d.h. das *managerial talent*). Aus diesem Grund müssen sie dem Management einen umfangreichen diskretionären Handlungsspielraum über wesentliche unternehmerische Entscheidungen (d.h. über die Unternehmenspolitik) einräumen. Aufgrund ggf. divergierender Risikoeinstellungen bzw. Nutzenfunktionen von Prinzipal und Agent kann es innerhalb eines solchen Szenarios zu Interessenskonflikten und Handlungen kommen, die nicht zu einer Maximierung des Unternehmenswertes (*shareholder value*) führen. Hierbei spielen Informationsasymmetrien zwischen Management und Kapitalgebern (d.h. das Management hat in der Regel einen Informationsvorsprung bezüglich seiner eigenen Fähigkeiten, der Zukunftsaussichten des Unternehmens, der Wettbewerbssituation etc.) eine bedeutende Rolle. Insbesondere kann man hierbei zwischen Informationsasymmetrien vor der Bereitstellung der Finanzierung und nach der Kapitalbereitstellung unterscheiden (vor- und nachvertragliche Informationsasymmetrien).[50] Selbst nach Vertragsschluss stellt sich für die Kapitalgeber die Frage, wie man das Management zur Maximierung des zur Verfügung gestellten Kapitals (und damit des Unternehmenswertes) motivieren kann.

In diesem Zusammenhang stellt sich also die Frage nach geeigneten Führungs- und Kontrollstrukturen, d.h. nach einer sinnvoll ausgestalteten Corporate Governance. Konsequenterweise definieren Shleifer und Vishny (1997) den Begriff der Corporate Governance folgendermaßen: „Corporate Governance deals with the ways in which

---

[49] Mit der effizienten Verteilung solcher residualen Kontrollrechte unter der Berücksichtigung von Problemen, die sich aus der Wiederverhandlung von Verträgen im Zeitablauf ergeben, beschäftigt sich die Theorie der unvollständigen Verträge. Insofern steht die optimale Vertragsgestaltung im Zeitablauf im Mittelpunkt dieser Theorie und berücksichtigt dabei auch Unterschiede in der ex-ante und ex-post-Effizienz innerhalb von Verträgen, die unterschiedlich ausgeprägte Verhandlungsmacht der beteiligten Parteien sowie die Frage, inwieweit unbeteiligte Dritte (insbesondere Recht sprechende Instanzen) Einblick in die Vertragserfüllung haben. Vgl. hierzu die grundlegenden Arbeiten von Grossman und Hart (1986), Hart und Moore (1990) sowie Hart (1995).

[50] Vgl. Rudolph (2006), S. 142.

suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments."[51]

An dieser Stelle ist jedoch darauf hinzuweisen, dass in der Literatur kein eindeutiges Verständnis über den Begriff der Corporate Governance besteht. Vielmehr wird der ursprünglich im angelsächsischen Raum geprägte Begriff oftmals unterschiedlich konzipiert und definiert.[52] Dabei ist die Begriffsdefinition von Shleifer und Vishny (1997) sehr stark auf den oben beschriebenen Konflikt zwischen Kapitalgebern und Management fokussiert. Andere Corporate-Governance-Definitionen berücksichtigen dagegen, dass es im Unternehmen neben den Kapitalgebern eine Reihe weiterer *stakeholder* (z.B. Arbeitnehmer, Zulieferer, den Staat etc.) gibt. Schmidt (2004) verwendet aus diesem Grund eine breitere Definition: „In our definition, corporate governance denotes the entire range of mechanisms and arrangements that shape the way in which key decisions are made in (large) corporations."[53] Schmidt (2004) berücksichtigt also, dass es eine Vielzahl an Corporate-Governance-Mechanismen gibt,[54] die wichtige unternehmerische Entscheidungen (und damit die Unternehmenspolitik) beeinflussen.

Zingales (2008) weist darauf hin, dass die Frage nach geeigneten Führungs- und Kontrollstrukturen eines Unternehmens unmittelbar damit zusammenhängt, was man unter einem Unternehmen versteht. Bezüglich dieser Jahrzehnte alten Frage existieren ebenfalls unterschiedliche Vorstellungen in der Literatur: (i) Innerhalb der Neoklassik ist das Unternehmen lediglich eine Produktionsfunktion.[55] (ii) Nach Alchian und Demsetz (1972) versteht man unter einem Unternehmen ein Netzwerk aus Vertragsbeziehungen (*nexus of contracts*).[56] (iii) Grossman und Hart (1986) sowie Hart und Moore (1990) verstehen unter einem Unternehmen dagegen eine Ansammlung physischer Vermö-

---

[51] Shleifer und Vishny (1997), S. 737.

[52] Vgl. unter anderem Kaserer (2001), S. 176-178 und Rudolph (2006), S. 579-582.

[53] Schmidt (2004), S. 388.

[54] Vgl. hierzu den Überblick über verschiedene Corporate-Governance-Mechanismen in Kapital 3.3.

[55] Vgl. hierzu die ausführliche Darstellung in Kapitel 3.2 Die Modellwelt der Neoklassik bildet einen wichtigen Referenzpunkt im Vergleich zu der realistischeren Betrachtung des Neoinstitutionalismus. Insofern starten sowohl das Kapitel 3.2 als auch die theoretischen Überlegungen zu den unterschiedlichen unternehmerischen Entscheidungen in Kapitel 4 konsistent mit einer Betrachtung unter den Bedingungen eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts. Es zeigt sich, dass in einer solchen Modellwelt Unternehmenspolitik (d.h. z.B. Kapitalstrukturentscheidungen, Dividendenpolitik) irrelevant für den Unternehmenswert sind. Die oben beschriebenen Konflikte zwischen Kapitalgebern und Management sind in einer solchen Modellwelt nicht existent.

[56] Vgl. Alchian und Demsetz (1972), S. 794.

gensgegenstände (*collection of physical assets*),[57] die gemeinsames Eigentum der Aktionäre sind. Insofern betont diese Definition – vor dem Hintergrund einer Theorie unvollständiger Verträge – die Bedeutung der Kontroll- bzw. Eigentumsrechte am Unternehmen. (iv) Schließlich gehen Rajan und Zinagles (1998 und 2001) noch einen Schritt weiter, indem sie unter einem Unternehmen ein Netzwerk spezifischer *investments* (*nexus of specific investments*) verstehen. Diese Definition berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht nur aus physischen Vermögensgegenständen besteht, sondern durch die Zugehörigkeit von Arbeitnehmern, Zulieferern und Kunden zu einer einmaligen, nicht sofort imitierbaren Struktur wird.[58] Ausgehend von einem Unternehmensverständnis, dass eine Vielzahl an *stakeholdern* berücksichtigt, ist die von Zingales (2008) verwendete Definition ebenfalls breiter als die von Shleifer und Vishny (1997). Deshalb definiert Zingales (2008) aufbauend auf den dargestellten Überlegungen Corporate Governance folgendermaßen: „I define corporate governance as the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated by the firm."[59]

Schließlich beschreibt Zingales (2008), dass Corporate Governance eine zentrale Bedeutung für die Verteilung von unternehmerischen Gewinnen sowie für pareto-effizientes[60] unternehmerisches Verhalten hat. Dabei zeigt er unterschiedliche Kanäle für Ineffizienzen auf, die zum Teil auch in späteren Kapiteln der vorliegenden Arbeit genauer erläutert werden. An dieser Stelle sollen sie daher nur kurz skizziert werden: Erstens kann es zu ex-ante Ineffizienzen kommen, wenn der Arbeitseinsatz des Managers nicht optimal ist oder aus Sicht des Kapitalgebers ineffiziente Investitionsentscheidungen aufgrund persönlicher Nutzenmaximierung getroffen werden.[61] Zweitens kann es ex-post zu ineffizienter Wiederverhandlung und damit zu einer Verletzung des

---

[57] Vgl. Grossman und Hart (1986) und Hart und Moore (1990), S. 1120.

[58] Vgl. Rajan und Zingales (1998a), S. 390; Rajan und Zingales (2001) bzw. Zingales (2008), S. 4f.

[59] Zingales (2008), S. 4.

[60] Unter einer pareto-effizienten Allokation versteht man eine Verteilung, nach der sich keine Partei verbessern kann, ohne dass eine andere Partei schlechter gestellt wird. Vgl. z.B. Frank (2000), S. 560.

[61] Vgl. zu den Ursachen für Konflikte zwischen Prinzipal und Agenten die ausführliche Darstellung in Kapitel 3.2.1. Im empirischen Teil werden unterschiedliche Investitionsentscheidungen ausführlich beleuchtet: Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) und Forschungs- und Entwicklungsprojekte (*R&D expenditures*) sowie Entscheidungen zur Geschäftsfelddiversifikation.

Coase-Theorems kommen.[62] Schließlich können drittens unterschiedliche Risikoeinstellungen der beteiligten Akteure zu Ineffizienzen führen.[63] Das Corporate-Governance-System kann mittels unterschiedlicher Corporate-Governance-Mechanismen auf alle drei Aspekte Einfluss nehmen. Weltweit existieren große Unterschiede hinsichtlich der Corporate-Governance-Mechanismen, welcher sich Kapitalgeber bedienen, um die Rückzahlung der zur Verfügung gestellten Finanzierungsmittel zu beeinflussen. Hierbei kommt dem institutionellen Umfeld, insbesondere den rechtlichen Rahmenbedingungen, eine besondere Bedeutung für die Ausprägung der verwendeten Corporate-Governance-Mechanismen zu. Tirole (2006) führt aus, dass das institutionelle Umfeld die Bedingungen zur Vertragsgestaltung (das *contracting environment*) wesentlich determiniert. Aus diesem Grund hängt die Frage, inwieweit Kapitalgeber die Rückzahlung ihrer Finanzierungsmittel durch den Schutz rechtlicher Maßnahmen sicherstellen können oder inwiefern sie auf alternative Corporate-Governance-Mechanismen (z.B. die Eigentümerstruktur) zurückgreifen müssen, stark vom Rechtssystem eines Landes ab.[64] Deshalb wird in Kapitel 3.4 das institutionelle Umfeld in Deutschland näher beleuchtet.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit sollen unter dem Begriff der Corporate Governance die rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen zur Unternehmensleitung und -kontrolle sowie die konkrete Ausgestaltung der Führungs- und Kontrollstrukturen im Unternehmen verstanden werden. Insofern folgt diese Arbeit einem eher breiten Corporate-Governance-Verständnis unter Einbeziehung von *stakeholdern* im Sinn von Zingales (2008) oder Schmidt (2004).[65] Dazu gehören insbesondere alle Me-

---

[62] Nach dem Coase-Theorem geht man davon aus, dass Marktteilnehmer in der Lage sind, Ressourcen pareto-effizient aufzuteilen. Dadurch können Externalitäten vermieden werden. Allerdings unterliegt das Coase-Theorem restriktiven Annahmen. Beispielsweise wird davon ausgegangen, dass Marktteilnehmer vollständige Informationen haben und beim Tausch von Gütern keine Transaktionskosten entstehen. Vgl. Richter und Furubotn (1999), S. 101 f. bzw. S. 104-108 oder im Original Coase (1960).

[63] Vgl. hierzu die Betrachtung der Kapitalstrukturentscheidungen sowie Entscheidungen zur Geschäftsfelddiversifikation. Auf beide Formen der Unternehmenspolitik hat die Risikoeinstellung der beteiligten Akteure Einfluss.

[64] Vgl. Tirole (2006), S. 535-537. In ihrem Überblicksartikel zu Corporate Governance stellen Shleifer und Vishny (1997) ebenfalls auf zwei Hauptmechanismen der Corporate Governance ab, wie sich Kapitalgeber vor einer Bereicherung durch das Management schützen können: Anlegerschutz (*legal protection*) und konzentrierte Eigentümerstrukturen, vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 739.

[65] Vgl. zu der *shareholder* vs. *stakeholder*-Diskussion auch Tirole (2006), S. 56-62.

chanismen, welche die bestehenden Konflikte zwischen (i) den Aktionären und dem Management des Unternehmens (Agency-Konflikt I) und (ii) den Groß- und Kleinaktionären (Agency-Konflikt II) abschwächen.[66] Solche Interessenskonflikte – vor allem jene zwischen Aktionären und Management – treten vor allem in Zusammenhang mit börsennotierten Publikumsgesellschaften auf, bei denen das Management aufgrund atomisierter Eigentümerstrukturen einen großen diskretionären Handlungsspielraum hat. In der Folge kommt es bei Publikumsgesellschaften zu einer Trennung von Eigentum und Kontrolle.[67] Aus diesem Grund stehen börsennotierte Unternehmen im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung. Im Kapitel 3.2 werden anschließend zwei Theorien ausführlich diskutiert, die im Zusammenhang mit den Prinzipal-Agenten-Konflikten und der Corporate Governance von börsennotierten Familienunternehmen von besonderer Bedeutung sind: Die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Stewardship-Theorie. Die Stewardship-Theorie baut dabei im Grunde auf der Prinzipal-Agenten-Theorie auf, legt allerdings – bezogen auf den Manager – ein anderes (positiveres) Menschenbild zugrunde. Nicht zuletzt deshalb wird der Stewardship-Theorie gerade im Kontext von Familienunternehmen ein hoher Erklärungsgehalt zugeschrieben.[68]

3.2 Theoretische Grundlagen

An unternehmerischen Entscheidungen, z.B. über die Kapitalstruktur, die Durchführung von Investitionsprojekten, Ausschüttungen an die Anteilseigner, Fusionen und Akquisitionen etc., partizipieren unterschiedliche Akteure und Anspruchsgruppen. Sowohl die Prinzipal-Agenten-Theorie als auch die Stewardship-Theorie beschäftigen sich mit der Beziehung bzw. mit Konflikten zwischen unterschiedlichen Anspruchsgruppen – Kapitalgebern (Eigen- und Fremdkapitalgeber) und Management – die einen wesentlichen Einfluss auf die Unternehmenspolitik haben. Diese Konflikte innerhalb eines Unternehmens wurden in der traditionellen ökonomischen Theorie der Neo-

---

[66] Eine Übersicht zu diesen Mechanismen der Corporate Governance gibt das Kapitel 3.3.

[67] Damit verbunden ist die Vorstellung, dass der einzelne Aktionär einen geringen Anreiz hat, das Management zu kontrollieren, wenn die Eigentumsanteile breit gestreut sind. In diesem Fall entspricht die Unternehmenskontrolle einem öffentlichen Gut und es kommt zu einem klassischen Trittbrettfahrerproblem. Vgl. beispielsweise Rudolph (2006), S. 582 oder weiterführend die Arbeiten von Grossman und Hart (1980) bzw. Roe (1996).

[68] Vgl. beispielsweise Anderson und Reeb (2003a), S. 1307; Corbetta und Salvato (2004), S. 358; Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 74 und Chrisman et al. (2007), S. 1031 f.

klassik lange Zeit vernachlässigt.[69] In einer neoklassischen Modellwelt sind Unternehmen als zeitliche Produktionsfunktionen beschrieben, welche in reibungslos funktionierende Märkte eingebettet sind. Aufgrund von vollständigen und vollkommenen Kapitalmärkten[70] existieren keine Finanzierungsprobleme. Investitionsprojekte mit positivem Kapitalwert werden durchgeführt, während kapitalwertnegative Investitionen unterlassen werden. Daher existieren keine Interessenskonflikte zwischen den Anspruchsgruppen eines Unternehmens (Management, Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber). Selbst die Mitarbeiter des Unternehmens zeigen immer vollen Arbeitseinsatz und können daher als Teil der Produktionsfunktion interpretiert werden. Unter diesen Gesichtspunkten sind bestimmte unternehmerische Entscheidungen – wie z.B. Kapitalstrukturentscheidungen und Dividendenpolitik – irrelevant für den Marktwert des Unternehmens. Die Modellwelt der Neoklassik ist ein wichtiger Referenzpunkt für die nachfolgend erläuterten Theorien, die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Stewardship-Theorie. Ausgangspunkt für diese beiden Theorien ist die Tatsache, dass Kapitalmärkte in der Realität nicht reibungslos funktionieren, sondern durch Marktunvollkommenheiten und Friktionen gekennzeichnet sind. Weiterhin können im Unternehmen – eine „black-box“ in der Neoklassik – durchaus Konflikte zwischen den einzelnen Anspruchsgruppen entstehen. Deshalb gibt Kapitel 3.2.1 eine Einführung in die Prinzipal-Agenten-Theorie und Kapitel 3.2.2 erläutert die im Kontext von börsennotierten Familienunternehmen ebenfalls relevante Stewardship-Theorie. In beiden Teilkapiteln wird zunächst die Theorie im Allgemeinen vorgestellt, bevor schließlich auf deren Anwendung im Zusammenhang mit Familienunternehmen eingegangen wird.

3.2.1 Prinzipal-Agenten-Theorie

Die neoinstitutionalistische Sichtweise versteht Unternehmen als Kooperation einzelner Wirtschaftssubjekte, die auf ihre individuelle Nutzenmaximierung abzielen und dabei ihre Interessen ggf. opportunistisch durchsetzen. Der Neoinstitutionalismus berücksichtigt dabei, dass Menschen unterschiedliche Ideen, Ziele und Präferenzen haben (methodologischer Individualismus). Deshalb werden Unternehmen nicht als Kollektiv betrachtet, vielmehr wird dem Verhalten der beteiligten Personen Rechnung ge-

---

[69] Vgl. z.B. Rudolph (2006), S. 11.

[70] Vgl. zum Begriff des vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts z.B. Franke und Hax (1999), S. 153 oder Schmidt und Terberger (1997), S. 57.

tragen. Diese Individuen haben das Ziel, ihren eigenen Nutzen zu maximieren (individuelle Nutzenmaximierung) und verhalten sich rational, d.h. ihre Präferenzen lassen sich vollständig beschreiben. Oftmals wird jedoch auch eine unvollkommene individuelle Rationalität unterstellt (individuelle und begrenzte Rationalität).[71] Weiterhin geht man innerhalb des Neoinstitutionalismus von unvollkommenen Märkten, insbesondere unvollständigen und ggf. asymmetrisch verteilten Informationen zwischen den einzelnen Wirtschaftssubjekten aus (asymmetrische Informationsverteilung).

Innerhalb des Neoinstitutionalismus, der auch als Neue Institutionenökonomik[72] bezeichnet wird, kann man vier wesentliche Denkansätze unterscheiden: den Property-Rights-Ansatz, die Transaktionskostentheorie, die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Theorie der unvollständigen Verträge.[73] Der Property-Rights-Ansatz, die Transaktionskostentheorie und die Theorie der unvollständigen Verträge sollen hier nicht weiter erläutert werden, während auf die Prinzipal-Agenten-Theorie genauer eingegangen

---

[71] Mittlerweile hat sich mit der „Behavioral Finance" allerdings eine Forschungsrichtung etabliert, die Ergebnisse der psychologischen Forschung berücksichtigen, wonach menschliches Verhalten nicht immer rational ist. Das heißt, die der Wirtschaftstheorie häufig zugrunde liegende Vorstellung eines „homo oeconomicus" ist nur bedingt realistisch. Zielsetzung der Behavioral Finance ist es, solche „Anomalien" im menschlichen Verhalten zu erfassen und deren Auswirkungen auf Investitions-, Finanzierungs- und Anlageentscheidungen zu untersuchen. Vgl. für einen Überblick zur Forschungsrichtung der Behavioral Finance z.B. Behavioral Finance Group (2000), Shefrin (2001) oder Rudolph (2006), S. 145-161.

[72] Für eine genaue Definition des Begriffs „Neue Institutionenökonomik" vgl. z.B. Richter und Furubotn (1999), S. 33-35.

[73] *Property rights* bezeichnen die einem Wirtschaftssubjekt aufgrund rechtlicher und vertraglicher Grundlagen zustehenden Handlungs- und Verfügungsrechte an Wirtschaftsgütern. Die Gestaltung und Allokation solcher Verfügungsrechte stehen im Mittelpunkt der Property-Rights-Theorie. Hierfür sind die Arbeiten von Coase (1937, 1960), Alchian und Demsetz (1972) sowie Furubotn und Pejovich (1972) grundlegend. Zielsetzung der Transaktionskostentheorie ist hingegen die Analyse und Minimierung von Transaktionskosten. Die Basis hierfür ist die Frage, warum bestimmte Aktivitäten innerhalb eines Unternehmens und andere auf Märkten durchgeführt werden. Dabei baut die Transaktionskostentheorie auf den Überlegungen der Property-Rights-Theorie auf und wird maßgeblich durch die Arbeiten von Coase (1937, 1960), Alchian und Demsetz (1972) und Williamson (1975) geprägt. Die Theorie der unvollständigen Verträge baut schließlich auf der Prinzipal-Agenten-Theorie auf und konzentriert sich auf Informationsasymmetrien zwischen zwei Vertragsparteien und einem Dritten (z.B. einem Gericht). Hierbei kann es zu Opportunismus nach Vertragsschluss kommen, weil Dritte Schwierigkeiten bei der Überprüfung der vertraglichen Inhalte während der Vertragslaufzeit haben. Für die Theorie der unvollständigen Verträge sind die Arbeiten von Grossman und Hart (1986), Hart und Moore (1990) sowie Hart (1995) bedeutsam. Vgl. dazu Perridon und Steiner (2003), S. 512-514 bzw. Richter und Furubotn (1999), S. 35-38. Richter und Furubotn (1999) unterscheiden hierbei allerdings mehr als vier Teilgebiete der Neuen Institutionenökonomik.

wird. Abbildung 4 zeigt zusammenfassend die wesentlichen Annahmen und Denkansätze innerhalb der Neuen Institutionenökonomik auf.

Neoklassik

Annahmen:

- Unternehmen als zeitliche Produktionsfunktionen
- Arbeitnehmer als Teil der Produktionsfunktion
- Vollkommene und vollständige (Kapital-)Märkte

Neue Institutionenökonomik

Annahmen:

- Unternehmen als Kooperationen einzelner Wirtschaftssubjekte
- Methodologischer Individualismus
- Individuelle bzw. begrenzte Rationalität
- Individuelle Nutzenmaximierung
- Unvollkommene Märkte bzw. asymmetrische Informationsverteilung

Denkansätze der Neuen Institutionenökonomik

Property-Rights-Ansatz	Gegenstand:	Gestaltung und Allokation von Verfügungsrechten
	Hauptarbeiten:	Coase (1960), Alchian und Demsetz (1972), Furobotn und Richter (1972)
Transaktionskosten-Ansatz	Gegenstand:	Analyse und Minimierung von Transaktionskosten
	Hauptarbeiten:	Coase (1937, 1960), Alchian und Demsetz (1972), Williamson (1975)
Prinzipal-Agenten-Theorie	Gegenstand:	Analyse von Prinzipal-Agenten-Konflikten
	Hauptarbeiten:	Ross (1973), Jensen und Meckling (1976), Holmstrom (1979), Fama und Jensen (1983a, 1983b)
Theorie der unvollständigen Verträge	Gegenstand:	Analyse von Verträgen im Zeitverlauf
	Hauptarbeiten:	Grossmann und Hart (1986), Hart und Moore (1990), Hart (1990)

Abbildung 4: Annahmen und Denkansätze der Neuen Institutionenökonomik
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ruhwedel (2003), S. 69

Im Mittelpunkt der Prinzipal-Agenten-Theorie stehen im Allgemeinen Informationsasymmetrien, die zum Auftreten von Konflikten zwischen einzelnen Interessensgruppen

führen.[74] Im Bereich der Finanzierung besitzt das besser informierte Management (als Agent) gegenüber den Kapitalgebern (als Prinzipal) ex-ante einen Informationsvorsprung bezüglich der leistungswirtschaftlichen Ertragskraft des Unternehmens. Das kann zu adverser Selektion und damit zu einem Marktversagen führen.[75] In der Literatur wird neben dieser vor Vertragsschluss (ex-ante) bestehenden Qualitätsunsicherheit auch eine nach Vertragsschluss (ex-post) bzw. während der Vertragsbeziehung (ex-interim) bestehende Verhaltensunsicherheit unterstellt.[76] Die Unvollständigkeit von Verträgen führt dazu, dass Manager in der Regel die residualen Kontrollrechte erhalten, die ihnen zusammen mit ihren Informationsvorsprüngen einen diskretionären Handlungsspielraum einräumen.[77] Durch ex-post Verhaltensunsicherheit entsteht die Gefahr ineffizienter unternehmerischer Entscheidungen, die nicht den Marktwert des Unternehmens im Sinn der Eigentümer maximieren, sondern den individuellen Interessen der Manager entsprechen. Nachfolgend sollen vor allem nachvertragliche Konflikte zwischen Managern und Eigentümern beleuchtet werden (Agency-Konflikt I). Dabei darf nicht übersehen werden, dass es weitere Konflikte, z.B. zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären (Agency-Konflikt II), zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern, unter heterogenen Fremdkapitalgebern, innerhalb eines Pools von Aktionären (z.B. innerhalb der Gründerfamilie) etc. geben kann.[78]

---

[74] Im Detail ist zwischen einer Asymmetrie bezüglich Informationen, Gestaltungskompetenzen und Betroffenheit von unternehmerischen Entscheidungen (z.B. Investitionsentscheidungen) zu unterscheiden, vgl. Bigus (1999), S. 14.

[75] Der Markt für Zitronen von Akerlov (1970) ist der Modellprototyp, um solche vorvertraglichen Informationsasymmetrien darzustellen. In seinem „*market for lemmons model*" bezeichnet Akerlov (1970) dabei mit den Zitronen gebrauchte Kraftfahrzeuge von schlechter Qualität. Auf einem Markt für Gebrauchtwagen kommt es zwischen Verkäufern und Käufern zu Informationsasymmetrien bezüglich der Qualität der Gebrauchtwagen, was letztendlich ohne geeignetes Qualitätssignal zu adverser Selektion und schließlich zu einem Marktversagen führen kann. Vgl. hierzu Akerlov (1970), S. 485-500.

[76] Vgl. Hartmann-Wendels (2001), S. 119-123.

[77] Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 741 f. bzw. allgemein zur Theorie der unvollständigen Verträge die wegweisenden Arbeiten zur *financial-contracting*-Literatur von Grossman und Hart (1986) bzw. Hart und Moore (1990). Vgl. überblicksartig auch Hart (2001).

[78] Bigus (1999) unterteilt das Spektrum dieser Konflikte in eigenfinanzierungsbedingte Agency-Probleme (Konflikte zwischen Eigentümern und Managern, Konflikte innerhalb unterschiedlicher Eigentümergruppen wie Mehrheits- und Minderheitsaktionäre) und fremdfinanzierungsbedingte Agency-Probleme (Konflikte zwischen Eigentümern und Fremdkapitalgebern sowie Gläubigerkonflikte), vgl. Bigus (1999), S. 11-24.

Eigenkapitalgeber sind bereit, unternehmerisches Risiko zu übernehmen. Oftmals fehlt ihnen jedoch das notwendige Know-How. Dieses Problem kann durch die Einstellung eines qualifizierten Managers überwunden werden. Unter Ausnutzung komparativer Vorteile kommt es zu einer Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Eigentümern und Managern. Dieses Verständnis, dass es in Unternehmen zu einer Trennung von Eigentum und Kontrolle kommt, basiert auf der Arbeit von Berle und Means (1932).[79] Trotzdem findet die Agency-Theorie erst rund vierzig Jahre später formal ihren Ursprung bei Ross (1973) sowie Jensen und Meckling (1976). Ross (1973) beschreibt einen Agency-Konflikt folgendermaßen: „[…] an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts, for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problem."[80]

Diese Prinzipal-Agenten-Beziehung kann durch unterschiedliche Probleme geprägt sein: Das erste Problem entsteht, wenn es zu gegensätzlichen Interessen bzw. Zielen zwischen dem Prinzipal und dem Agenten kommt (Zielkonflikt) und es gleichzeitig für den Prinzipal schwierig oder kostenintensiv ist, die Handlungen des Agenten zu verifizieren. Dabei entstehen Zielkonflikte, weil sowohl der Prinzipal als auch der Agent jeweils das Ziel haben, ihren individuellen Nutzen zu maximieren. Hierbei kann man zwei Formen von Informationsasymmetrien unterscheiden: Entweder ist (i) das Verhalten des Agenten (*hidden action*) oder aber (ii) das Ergebnis seines Verhaltens (*hidden information*) für den Prinzipal nicht vollständig beobachtbar. Der Agent als Unternehmensinsider verfügt gegenüber dem Prinzipal in der Regel über einen Informationsvorsprung, z.B. über die Zukunftsaussichten des Unternehmens. Es besteht die Gefahr, dass der Agent seinen Informationsvorsprung opportunistisch nutzt und z.B. zu wenig Arbeitseinsatz zeigt (*moral hazard*).

---

[79] Vgl. Berle und Means (1932).

[80] Ross (1973), S. 134. Nichtsdestotrotz ist die Existenz solcher Konflikte nicht neu. Bereits im 18. Jahrhundert beschreibt Adam Smith in seinem Buch „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" ähnliche Konflikte bei sog. joint-stock companies: „The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company." Vgl. Smith ([1994] 1776), S. 800.

Das zweite Problem ergibt sich aufgrund unterschiedlicher Risikoeinstellungen, aus denen sich unterschiedliche Handlungspräferenzen ableiten können. In der Regel geht man davon aus, dass der Prinzipal risikoneutral und der Agent risikoavers ist. In den Standardmodellen ergibt sich diese Annahme daraus, dass der Aktionär (als Prinzipal) sein Vermögen durch die Bildung eines Anlageportfolios diversifizieren kann, während der Manager (als Agent) sein Humankapital nicht diversifizieren kann.[81]

Die Annahmen, die zur Ausprägung der beiden Probleme führen, dürften jedoch bei Familienunternehmen zumindest zum Teil nicht erfüllt sein. Zunächst soll der Fall betrachtet werden, in dem die Gründerfamilie ein Großaktionär ist und gleichzeitig ein Vorstandsmandat wahrnimmt. Diese Konstellation führt dazu, dass die Familieneigentümer aktiv in die Unternehmensführung eingebunden sind. Insofern sollte der oben angesprochene Zielkonflikt zwischen Prinzipal und Agent an Bedeutung verlieren (zumindest wenn der Familienmanager seinen Einfluss im Vorstandsgremium geltend macht). Selbst wenn ihm dies nicht gelingt, kann der Familienmanager die Handlungen des Managements durch seine Beteiligung im Vorstand (im Übrigen ggf. auch durch eine Beteiligung im Aufsichtsrat) besser beobachten und einschätzen als außen stehende Eigentümergruppen. Das sollte die Kontrollfunktion des Managements, welche die Gründerfamilie aufgrund ihres großen Eigentumsanteils ausübt, erleichtern. Beide Aspekte sollten schließlich zu einer Reduzierung bestehender Informationsasymmetrien und damit auch der Prinzipal-Agenten-Konflikte zwischen Eigentümern und Management führen.

Es bleibt ebenfalls fraglich, ob die Annahme unterschiedlicher Risikoeinstellungen von Prinzipal und Agent im Kontext von Familienunternehmen gerechtfertigt ist, da

---

[81] Vgl. Fama (1980), S. 291 f. zur Erläuterung, dass Manager ihr Humankapital nicht diversifizieren können, während Aktionäre ihr eingesetztes Finanzkapital durch die Bildung eines Anlageportfolios diversifizieren können. Im Sinn der modernen Portfoliotheorie kann man dies anhand des sog. Capital Asset Pricing Models (CAPM) erklären. Dieses Gleichgewichtsmodell geht davon aus, dass sich die Rendite einer Aktie durch zwei Komponenten bestimmt: dem systematischen und dem unsystematischen Risiko. Demnach sind Aktionäre indifferent gegenüber dem unsystematischen Risiko einer Einzelanlage, da sie dieses Risiko durch die Bildung eines diversifizierten Portfolios eliminieren können. Daher sind diversifizierte Aktionäre lediglich dem systematischen Risiko ausgesetzt, d.h. der Varianz innerhalb der Aktienrendite, die durch allgemeine Marktbewegungen induziert ist. Nachdem Manager in der Regel im Gegensatz zu Aktionären kaum diversifizierte Portfolios halten, sind sie jedoch stärker dem unsystematischen Risiko ausgesetzt. Ihr Humankapital ist daher untrennbar von der Performance und dem Überleben ihres Arbeitgebers abhängig. Vgl. zur modernen Portfoliotheorie weiterführend z.B. Spreemann (2008) bzw. zum CAPM Spreemann (2008), S. 285-335 sowie die Überblicksartikel von Perold (2004) oder Fama und French (2004a) bzw. im Original die Artikel von Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966).

die Gründerfamilie in der Regel selbst große Teile ihres privaten Vermögens in das Familienunternehmen investiert. Insofern ist die Gründerfamilie auch kein diversifizierter Investor und könnte daher – genau wie das Management aufgrund des investierten Humankapitals – risikoavers sein. Beispielsweise zeigt die Untersuchung von Anderson et al. (2003), dass Gründerfamilien in den USA durchschnittlich rund 69% ihres Privatvermögens im Familienunternehmen gebunden haben.[82] Zusammenfassend bleibt fraglich, ob die nachfolgend dargestellten Probleme zwischen angestellten Managern und Aktionären in börsennotierten Familienunternehmen ähnlich stark ausgeprägt sind. Vielmehr kann man aus einer theoretischen Sicht das Gegenteil vermuten. Darin liegen auch die Gründe, warum man davon ausgehen kann, dass sich börsennotierte Familienunternehmen bezüglich ihrer unternehmerischen Entscheidungen anders verhalten als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.[83]

Bezogen auf den Standardfall eines angestellten Managers bei diversifizierter Aktionärsstruktur ergeben sich nach der Prinzipal-Agenten-Theorie folgende Probleme in einer Eigentümer-Manager-Beziehung:

(i) Das Leistungsanreizproblem besteht darin, dass ein Manager seinen Arbeitseinsatz auf ein Minimum reduziert. Da Manager meist jedoch sehr stark intrinsisch motiviert sind, ist diesem Problem zumindest in Bezug auf die reine Arbeitszeit in der Realität

---

[82] Vgl. Anderson et al. (2003), S. 267. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Holmen et al. (2007) für Schweden. Nach ihrer Untersuchung haben im Zeitraum 1988 bis 1991 reiche schwedische Familien durchschnittlich rund 50% ihres Vermögens in ein Unternehmen investiert. Dabei reicht das Spektrum des in ein Unternehmen investierten Vermögens innerhalb ihrer Studie von 0.4% (Minimum) bis zu 147% (Maximum), d.h. manche Familien verschulden sich sogar, um über ihr Vermögen hinaus in das Unternehmen zu investieren. Vgl. Holmen et al. (2007), S. 1477. Weiterhin argumentiert Jin (2002), dass die vielen Prinzipal-Agenten-Modellen zugrunde liegende Annahme, dass der Prinzipal risikoneutral ist, nicht gerechtfertigt ist. Die Existenz einer durchschnittlichen historischen Marktrisikoprämie von 7% in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg zeigt, dass Investoren ihre Renditeerwartungen nicht unabhängig vom Risiko der zugrunde liegenden Anlage bilden. Insofern kann man davon ausgehen, dass es für Aktionäre eines Unternehmens genauso kostenintensiv ist, Risiken einzugehen wie für deren Manager. Vgl. Jin (2002), S. 30.

[83] Die oben dargestellte Argumentation trifft nicht zu, wenn die Gründerfamilie lediglich ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmandat wahrnimmt, ohne Eigentumsanteile zu halten. Erstens handelt es sich jedoch bei solchen Konstellationen meistens um Übergangsfälle und zweitens zeigt die empirische Analyse in Kapitel 6.5.3, dass dies zumindest bezogen auf den deutschen Kapitalmarkt relativ selten vorkommt: Zum Beispiel hält die Gründerfamilie in 84% aller Familienunternehmen im CDAX zumindest 5% der Stimmrechtsanteile und ist in 69% der Familienunternehmen im Vorstand vertreten.

eine geringe Bedeutung beizumessen.[84] Allerdings kann es durchaus sein, dass der Manager zu viel Zeit mit konkurrierenden Aktivitäten, wie z.B. der Wahrnehmung von Aufsichtsratsmandaten in anderen Unternehmen, politischem Engagement oder ähnlichen Aktivitäten, die in keinem Zusammenhang zu seinen Aufgaben als Manager stehen, verbringt.[85]

(ii) Von größerer Bedeutung ist hingegen das Risikopräferenzproblem: Manager können einen Großteil ihres Vermögens – ihr Humankapital – nicht diversifizieren. Vor dem Hintergrund eines potenziellen Arbeitsplatzverlusts bei schlechter finanzieller Performance des Unternehmens besteht daher die Gefahr einer risikoaversen Geschäftspolitik, die nicht im Sinn der risikoneutralen Aktionäre ist.[86]

(iii) Die in der Regel vertraglich begrenzte Amtszeit eines Managers führt zu einem Zeitpräferenzproblem: Gegebenenfalls kann es zu einer kurzfristig orientierten Geschäftspolitik kommen und damit zu einem Konflikt mit dem Ziel einer langfristigen Maximierung des Unternehmenswerts. Das Zeitpräferenzproblem kann darüber hinaus auch durch die Aktionärsstruktur induziert sein, nämlich dann, wenn ein Teil der Investoren an kurzfristigen Erfolgen interessiert ist.[87]

---

[84] Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 45. Levinthal (1988) kritisiert z.B., dass in der Realität weniger der zu geringe Arbeitseinsatz des Agenten als vielmehr Entscheidungen des Agenten entgegen den Interessen des Prinzipals ein Problem darstellen. Vgl. Levinthal (1988), S. 181 f.

[85] Vgl. Tirole (2006), S. 16.

[86] Vgl. Amihud und Lev (1981), S. 606 oder Eisenhardt (1989), S. 58.

Außerdem beschreibt bereits Frank Knight (1921), ein Pionier der Entrepreneurship-Forschung, in seinem Klassiker "Risk, Uncertainty and Profit" das Risikopräferenzproblem angestellter Manager: „It is common and natural to assume that a hired manager, dealing with ressources which belong to others, will be less careful in their use than an owner….The real trouble with bureaucracies is not that they are rash, but the opposite. When not actually rotten with dishonesty and corruption they usually show a tendency to 'play safe´ and become hopelessly conservative" (Knight (1921), S. 361).

Eine Ausnahme könnte dann bestehen, wenn der Manager aufgrund seiner Informationsvorteile im Gegensatz zu den Kapitalgebern um den schlechten Zustand seines Unternehmens Bescheid weiß. In solchen Fällen könnte der Manager bewusst Investitionen mit übertrieben hohen Risiken tätigen, um im Erfolgsfall die schlechte Performance oder gar eine drohende Insolvenz abwenden zu können („*gamble for resurrection*"). Eine solche Investitionspolitik ist dann aber unter Umständen auch entgegen den Interessen der Kapitalgeber (vor allem der Gläubiger). Vgl. Tirole (2006), S. 17.

[87] Die Tendenz börsennotierter Gesellschaften, kurzfristigen Erfolg aufgrund des Kapitalmarktdrucks in den Vordergrund ihrer Strategie zu stellen, wird in der Literatur als *managerial myopia* bezeichnet. Vgl. hierzu die Arbeiten von Stein (1988, 1989) bzw. Jacobs (1991). Einen guten Überblick zu dieser Debatte liefert Laverty (1996).

(iv) Im Rahmen des Dienstverbrauchsproblems neigen Manager dazu, einen Teil der Unternehmenserträge durch den privaten Konsum am Arbeitsplatz (Dienstreisen, Büroausstattung, Dienstwagen, Klubmitgliedschaften etc.) zu verzehren. Den Begriff des Dienstverbrauchs kann man auch unter den breiteren Begriff des *self-dealing* subsumieren. Hierunter fallen darüber hinaus auch die Auswahl ggf. ungeeigneter Nachfolger im Freundeskreis, die Auswahl von Zulieferbetrieben nicht nach Qualität, sondern nach Freundschaft mit anderen Entscheidungsträgern, Spenden an politische Parteien bis hin zu kriminellen Aktivitäten wie Insiderhandel oder Diebstahl (z.B. durch den Verkauf von Unternehmensressourcen für Preise unterhalb des Marktniveaus an Unternehmen unter der eigenen Kontrolle).[88]

(v) Da das Prestige und die Vergütung eines Managers stark von der Unternehmensgröße abhängen, besteht die Gefahr, ineffiziente Investitions- oder Akquisitionsprojekte durchzuführen, um die Unternehmensgröße zu maximieren. Die Gefahr eines solchen *empire buildings* entsteht immer dann, wenn der diskretionäre Handlungsspielraum des Managements, z.B. aufgrund von freien Finanzierungsmitteln (*free cash flow*), besonders hoch ist.[89]

Zur Milderung dieser Konflikte existieren unterschiedliche Möglichkeiten: Erstens lassen sich die Agency-Konflikte durch eine Harmonisierung der Interessen bzw. Ziele von Prinzipal und Agent reduzieren. Jensen und Meckling (1976) argumentieren, dass Agency-Konflikte mit zunehmendem Eigentumsanteil des Managers sinken. Demnach hat ein Unternehmen mit einem Eigentümer-Manager, d.h. ein Unternehmen ohne eine Trennung von Eigentum und Kontrolle, keine Agency-Konflikte. Neben der Managementbeteiligung stellt die anreizkompatible Managementvergütung eine sowohl theoretisch ausführlich beleuchtete als auch empirisch untersuchte Möglichkeit zur Incentivierung des Agenten dar. Beide Möglichkeiten lassen letztlich den Manager an der Steigerung des Unternehmenswertes partizipieren, was die Agency-Probleme reduziert.[90]

---

[88] Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 312-330; Shleifer und Vishny (1997), S. 742; Johnson et al. (2001), S. 22 f. bzw. Tirole (2006), S. 17.

[89] Vgl. Jensen (1986), S. 323 bzw. S. 328 oder die Literaturübersichten zu Unternehmensübernahmen von Jensen (1988) bzw. Andrade et al. (2001). Vgl. auch Tirole (2006), S. 16 f.

[90] Zur Bedeutung der anreizkompatiblen Vergütung vgl. z.B. Shleifer und Vishny (1997), S. 744 f.

Zweitens könnte der Prinzipal den Agenten überwachen und kontrollieren (*monitoring*). Hierbei ergibt sich bei Publikumsgesellschaften mit einer atomisierten Aktionärsstruktur regelmäßig das sog. Trittbrettfahrerproblem der Unternehmenskontrolle (*free-rider-problem*). Es besteht darin, dass kein Kleinaktionär einen Anreiz hat, die Kontrolle des Managements zu übernehmen. Modelltheoretisch zeigt dies die Arbeit von Grossman und Hart (1980). In einer Weiterentwicklung dieses Modells zeigen jedoch Shleifer und Vishny (1986), dass Großaktionäre – im Gegensatz zu Kleinaktionären – sowohl den Anreiz als auch die Möglichkeit haben, dieses Trittbrettfahrerproblem zu lösen und das Management zu überwachen.[91]

Drittens könnte *bonding*, d.h. die glaubhafte Bindung des Agenten an ein bestimmtes Verhalten, das den Prinzipal nicht schädigt, zu einer Reduzierung der Handlungsunsicherheit beitragen. Bei allen drei Möglichkeiten zur Reduzierung der Prinzipal-Agenten-Konflikte steht die Reduzierung der sog. Agency-Kosten im Mittelpunkt der Überlegungen.

Allgemein kann man Agency-Kosten als die Differenz zwischen der optimalen Lösung unter vollständiger bzw. symmetrischer Informationsverteilung (*first-best*-Lösung) und der optimalen Lösung unter den gegebenen Informationsasymmetrien (*second-best*-Lösung) definieren. Nach Jensen und Meckling (1976) setzen sich die Agency-Kosten aus folgenden drei Komponenten zusammen: Den entstehenden Kosten für *monitoring* und *bonding* sowie dem sog. *residual loss*, d.h. dem trotzdem verbleibenden Nutzenverlust des Prinzipals.[92]

Die Ausprägung der dargestellten Agency-Konflikte hängt von der Eigentümerstruktur des Unternehmens ab. Die Konflikte zwischen Eigentümern und Managern sollten in börsennotierten Familienunternehmen aus verschiedenen Gründen weniger stark ausgeprägt sein.[93] Hierbei ergeben sich unterschiedliche Stufen: (i) Die Gründerfamilie hat als großer Aktionär sowohl den Anreiz als auch die Möglichkeiten, das Management zu überwachen und zu kontrollieren. So kann sie das Trittbrettfahrerproblem der

---

[91] Vgl. hierzu die Arbeiten von Grossman und Hart (1980), Shleifer und Vishny (1986), Admati et al. (1994), Burkart et al. (1997), Kahn und Winton (1998), Maug (1998) sowie Mello und Repullo (2004). Vgl. auch die Erläuterungen dazu in Kapitel 3.3.2.

[92] Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 308; Schmidt und Terberger (1997), S. 404-406 bzw. Rudolph (2006), S. 141.

[93] Eine der zentralen Aussagen der Arbeit von Jensen und Meckling (1976) besteht darin, dass die Agency-Kosten (welche aus den Informationsasymmetrien und dem moralischen Risiko entstehen) mit der Beteiligung des Managers abnehmen. Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 312 f.

Unternehmenskontrolle überwinden. Weiterhin könnten die Kosten für die Beobachtung des Agenten für einen langfristigen Investor, wie z.B. die Gründerfamilie, geringer sein, da dieser das Verhalten des Managements im Lauf der Zeit besser einzuschätzen lernt. Darüber hinaus kann es sein, dass die Gründerfamilie aufgrund ihres besseren Verständnisses des Geschäftsmodells, der zugrunde liegenden Produktionstechnologie etc. ein besserer Kontrolleur ist als andere Großaktionäre.[94] (ii) Diese Kontrollfunktion kann durch eine institutionell gestützte Aufsichtsrolle (z.B. ein Aufsichtratsmandat) zusätzlich gestärkt werden. (iii) Ist die Gründerfamilie nicht nur Eigentümer des Unternehmens, sondern besetzt zusätzlich Schlüsselpositionen im Management des Unternehmens mit Familienmitgliedern (z.B. Vorstands- oder Geschäftsführungspositionen), ergibt sich daraus eine Harmonisierung der Interessen zwischen Management und Eigentümern. Diese Interessensharmonisierung (*convergence-of-interest*) kann zu einer weiteren Reduzierung der Prinzipal-Agenten-Konflikte führen. Bereits Fama und Jensen (1983a) haben dies erkannt: „family members have many dimensions of exchange with one another over a long horizon that lead to advantages in monitoring and disciplining family-related decision-agents."[95] (iv) Eigennütziges Verhalten des Managements wird weiterhin durch altruistische Familienbeziehungen reduziert. Altruistische Charaktereigenschaften werden in ökonomischen Modellen der Haushaltstheorie oft dadurch dargestellt, dass der Nutzen eines Individuums an den Nutzen eines anderen Individuums gekoppelt ist. In Bezug auf Familienunternehmen bedeutet das, dass der Nutzen einzelner Familienmitglieder positiv korreliert ist. Eltern kümmern sich um ihre Kinder und ermutigen die Familienmitglieder, gegenseitig aufeinander Rücksicht zu nehmen. Die Familienzugehörigkeit gewinnt dadurch an Wert und fördert enge Familienbindungen.[96] Familienmitglieder

---

[94] Vgl. zur Managementkontrolle durch Familienaktionäre im Speziellen z.B. Anderson und Reeb (2003a), S. 1302, Bartholomeusz und Tanewski (2006), S. 248 oder Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 75. Zur Bedeutung langfristiger Beziehungen für die Reduzierung von moralischem Risiko vgl. Eisenhardt (1989), S. 62 und Lambert (1983).

[95] Fama und Jensen (1983a), S. 306. Für empirische Evidenz zu geringeren Agency-Kosten in eigentümerdominierten Unternehmen vgl. für private Unternehmen in den USA die Arbeit von Ang et al. (2000) bzw. für börsennotierte Unternehmen in den USA die Arbeit von Singh und Davidson III (2003).

[96] Dies unterstellt, dass sich Familienmitglieder als Altruisten und nicht als Egoisten im Sinn des spieltheoretischen Modells von Eshel et al. (1998) verhalten. Altruisten nehmen Kosten auf sich, um Nachbarn ein öffentliches Gut bereitzustellen, während Egoisten dies nicht tun. Die Annahme, dass alle Spielteilnehmer (Agenten) ausschließlich ihren eigenen Nutzen maximieren wollen, wird damit aufgegeben. Eshel et al. (1998) argumentieren, dass sich altruistisches Verhalten „lokal" auswirkt, d.h. stärker auf nahe stehende als auf entferntere Spielteilnehmer. Darüber hinaus existie-

mit Managementverantwortung handeln daher im Sinn des familiären Gemeinwohls.[97] Das Resultat – zumindest nach Fama und Jensen (1983a) – ist, dass „special relations with other decision agents allow agency problems to be controlled without separation of the management and control".[98] Darüber hinaus erleichtern die engen Familienbindungen die Kommunikation innerhalb der Unternehmerfamilie und die Entscheidungsfindung.[99] Insgesamt kann man also davon ausgehen, dass die Prinzipal-Agenten-Konflikte zwischen Eigentümern und Managern in Familienunternehmen geringer ausgeprägt sind als in Unternehmen mit atomisierten Eigentümerstrukturen.[100]

Es gibt jedoch in der Literatur auch die gegensätzliche Auffassung, dass Altruismus innerhalb der Gründerfamilie zu höheren Agency-Kosten führen kann, z.B. weil Kinder die altruistische Haltung der Eltern gezielt ausnutzen. Solche „Samariter-Probleme" entstehen immer aus einer fehlenden Selbstkontrolle des Prinzipals, dessen Verhalten dann sich selbst und andere schädigt.[101] Aus diesem Altruismus heraus entstehen z.B. Privilegien, wie die sichere Beschäftigung der Kinder im Familienunternehmen.[102] Darüber hinaus kann es natürlich auch innerhalb der Familie zu Konflikten kommen. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird davon ausgegangen, dass sich Mitglieder der Gründerfamilie mehrheitlich altruistisch im positiven Sinn verhalten.[103]

---

ren Altruisten c.p. eher in konzentrierten Gruppen und lernen durch Verhaltensimitation von anderen altruistischen Gruppenmitgliedern. All diese Faktoren charakterisieren Eigenschaften, wie man sie in einem Familienverbund antreffen kann. Vgl. Eshel et al. (1998), S. 157 f. Vgl. zur Anwendung der Altruismustheorie auf das soziale System Familie auch Simon (1993), S. 160 bzw. Schulze et al. (2001), S. 102.

97 Theoretische Grundlage hierfür ist das *rotten-kid-theorem* nach Becker (1974, 1976). Nach dieser Vorstellung ist ein Altruist bereit, seinen eigenen Konsum zu reduzieren, um den Konsum anderer Individuen zu erhöhen. So hängt der Nutzen eines altruistischen Familienmitglieds unter anderem von dem Nutzen der anderen Familienmitglieder ab. Vgl. hierzu z.B. Becker (1976), Becker (1981), Bergstrom (1989), Bergstrom und Stark (1993) sowie Bergstrom (1995).

98 Fama und Jensen (1983a), S. 306.

99 Vgl. Gersick et al. (1997), S. 3 und Schulze et al. (2003), S. 475.

100 Ein ähnlicher Effekt wie beim *family ownership* ist durch *insider ownership* gegeben. Die Beteiligung der Unternehmensführung am Unternehmen führt zu einem *convergence-of-interest*-Effekt.

101 Vgl. zum „Samariter-Problem" Buchanan (1975) bzw. Jensen (1994), S. 48.

102 Vgl. Schulze et al. (2001), S. 102 f. und Schulze et al. (2003), S. 475-479.

103 Diese Annahme spiegelt sich darin wieder, dass in der empirischen Analyse in Kapitel 6 Anteile unterschiedlicher Mitglieder der Gründerfamilie kumuliert berücksichtigt werden. Dieses Vorgehen unterstellt, dass die Gründerfamilie ihre Stimmrechte gemeinsam ausübt.

Von Konflikten innerhalb der Unternehmerfamilie – ein weiterer Grund zur Erklärung von Agency-Kosten in Familienunternehmen – wird darüber hinaus abstrahiert. [104]

Obwohl also der Eigentümer-Manager-Konflikt in Familienunternehmen weniger stark ausgeprägt sein sollte, ist trotzdem unklar, ob Familienunternehmen per se geringere Agency-Kosten haben. Beispielsweise können sich aufgrund der konzentrierten Eigentümerstruktur in Familienunternehmen Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären einstellen (Agency-Konflikt II). Familienaktionäre können ihre Macht gezielt dazu nutzen, Minderheitsaktionäre auszubeuten und private Kontrollrenditen (*private benefits of control*) zu generieren.[105] Dieses Problem mag insbesondere dann vorherrschen, wenn sich eine Divergenz zwischen Eigentums- und Kontrollrechten

[104] Vgl. zu Konflikten in der Unternehmerfamilie z.B. Beckhard und Dyer Jr. (1983), S. 5 f.; Gersick et al. (1997), S. 81-92; Koeberle-Schmidt und Nützel (2005), S. 6-77 oder Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 80. Darüber hinaus gibt es einige aktuelle Beispiele aus Deutschland für solche Konflikte in der Gründerfamilie, z.B. der Übernahmekampf zwischen Porsche und Volkswagen zwischen 2005 und 2009. Dabei vertreten die beiden beteiligten Familienstämme, die Familien Porsche und Piech, vollkommen unterschiedliche Standpunkte. Zum Beispiel schreibt o.A. (2009b) im Spiegel vom 20. Juli 2009 zu Volkswagen und Porsche: „Verbunden sind die Unternehmen seit ihrer Gründung durch den Clan der Porsches. Und vieles von dem, was jetzt für erbitterte Machtkämpfe sorgte zwischen Managern aus Stuttgart und Wolfsburg, zwischen den Betriebsräten beider Konzerne und den Ministerpräsidenten der beteiligten Bundesländer, hat seine Wurzeln in Geschichte und Genen dieser Familie [.....]. Aber die Auseinandersetzung bei Porsche zeigt, das Familienunternehmen keineswegs nur ein Glücksfall der Marktwirtschaft sein müssen." (o.A. (2009b) im Spiegel vom 20.07.2009, S. 60), vgl. auch o.A. (2009a) im Handelsblatt vom 24. Juli 2009. Ein anderes prominentes Beispiel für familieninterne Konflikte ist der langjährige Streit zwischen den beiden Herz-Brüdern um das Familienunternehmen Tchibo. Vgl. hierzu z.B. o.A. (2003) in der Stuttgarter Zeitung vom 25. Juni 2003, Birger (2007) in der Welt vom 09. August 2007, Döring (2008) in der Börsen-Zeitung vom 26. Juli 2008 und Stürmlinger (2009) im Hamburger Abendblatt vom 23. Januar 2009. Es gibt aber auch gegenteilige Beispiele: So üben die drei Familienstämme der Henkel-Familie ihre Stimmrechte gemeinsam aus und haben dies sogar in einem Aktionärsbindungsvertrag bis mindestens 2016 festgelegt. Vgl. Zehle (2009) im Manager-Magazin vom Oktober 2009. Trotz der sehr medienträchtigen Konfliktbeispiele wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit davon ausgegangen, dass es sich hierbei um Ausnahmen und nicht um die Regel handelt. Stattdessen wird unterstellt, dass sich die Mitglieder der Gründerfamilie mehrheitlich altruistisch im positiven Sinn verhalten und ihre Interessen gemeinsam wahrnehmen. Daher wird im Rahmen der empirischen Untersuchung von potenziellen Konflikten innerhalb der Familie abstrahiert.

[105] Vgl. Morck und Yeung (2003), S. 379; Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 77 bzw. die Arbeit von Faccio et al. (2001). Der Agency-Konflikt II zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären hat für die eigene Untersuchung der Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen eine untergeordnete Bedeutung und liegt daher nicht im Fokus der vorliegenden Arbeit. Er lässt sich im Rahmen anderer Untersuchungsdesigns – beispielsweise über Preisdifferenzen unterschiedlicher Aktiengattungen – wesentlich besser analysieren. Vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 3.3.2.

einstellt, z.B. durch den Einsatz von unterschiedlichen Aktiengattungen, Überkreuzbeteiligungen und Eigentumspyramiden.[106]

Einen Schritt weiter geht die Untersuchung von Morck et al. (2000), die sich mit dem Einfluss reicher Familien (und deren insgesamt in eine Volkswirtschaft investiertem Vermögen) auf das Wirtschaftswachstum beschäftigt. Hierzu analysieren die Autoren das Vermögen weltweiter Milliardäre nach der Forbes-Liste aus dem Jahr 1993 und setzen es ins Verhältnis zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Landes. Sie teilen die Milliardäre in solche, die ihr Vermögen selbst erwirtschaftet haben (*new money billionaires*), und solche, die ihr Vermögen geerbt haben (*old money billionaires*). Die Autoren kommen (unter Kontrolle für das aktuelle BIP, das aktuelle Investitionsniveau und das Ausbildungsniveau in den untersuchten 39 Ländern) zum Resultat, dass sich selbst generiertes Vermögen reicher Familien positiv auf das Wirtschaftswachstum in den folgenden drei Jahren (von 1994 bis 1996) auswirkt, während sich geerbtes Vermögen (und damit die geerbte Kontrolle über große Teile einer Volkswirtschaft) negativ auf volkswirtschaftliches Wachstum auswirkt. In der Terminologie der Autoren heißt dieses Phänomen *economic entrenchment*. Insofern kann es sich auf die Entwicklung der Kapitalmärkte, die Kapitalallokation und auf das Wirtschaftswachstum unter Umständen auch negativ auswirken, wenn zu viel Vermögen zu konzentriert in den Händen reicher Familien ist.[107]

Selbst wenn man – wie etwa Chrisman et al. (2004) – auf der Unternehmensebene die Summe aus Agency-Kosten zwischen (i) Eigentümern und Managern, (ii) Mehrheits- und Minderheitseigentümern, (iii) Eigentümern und Kreditgebern sowie aus (iv) Altruismusüberlegungen bildet, ist letztlich unklar, ob Familienunternehmen in der Summe niedrigere oder höhere Agency-Kosten haben als Nicht-Familienunternehmen.[108] Den größten Entscheidungsspielraum über die Unternehmenspolitik hat jedoch das Topmanagement. Daher steht die Betrachtung des Eigentümer-Manager-Konflikts (Agency-Konflikt I) im Fokus der vorliegenden Arbeit. In den 1990er Jahren hat sich aufgrund unterschiedlicher Kritikpunkte eine alternative Sichtweise dieser Eigentümer-

[106] Neben den bereits aufgeführten Methoden kann die Gründerfamilie auch im *board of directors* im Vergleich zu ihrem Eigentumsanteil überrepräsentiert sein. Vgl. für empirische Evidenz solcher Kontrollmechanismen im Zusammenhang mit börsennotierten Familienunternehmen Villalonga und Amit (2009), S. 3048 f.

[107] Vgl. hierzu die Arbeit von Morck et al. (2000) und Morck et al. (2005), S. 657 f.

[108] Vgl. Chrisman et al. (2004), S. 339.

Manager-Beziehung entwickelt: Die Stewardship-Theorie, die im folgenden Abschnitt näher erläutert wird.[109]

3.2.2 Stewardship-Theorie

Die Basis für die Stewardship-Theorie bilden die Arbeiten von Donaldson (1990), Donaldson und Davis (1991) und mehr unter formalen Gesichtspunkten Davis et al. (1997). Im Zentrum der Stewardship-Theorie steht dabei das Eigentümer-Manager-Verhältnis. Anders als die Prinzipal-Agenten-Theorie geht die Stewardship-Theorie jedoch nicht davon aus, dass sich der Manager individualistisch, eigennützig und opportunistisch verhält. Vielmehr fundiert die Stewardship-Theorie auf einem Menschenbild, nach dem Manager vertrauenswürdig sind. Sie verfolgen kollektiv das Ziel der bestmöglichen Unternehmensperformance. Der daraus entstehende Nutzen ist für sie höher als derjenige aus eigennützigem und opportunistischem Verhalten zu Lasten des Prinzipals. „Stewardship theory defines situations in which managers are not motivated by individual goals, but rather are stewards whose motives are aligned with the objectives of their principals."[110] Davis et al. (1997) beschreiben in ihrem Artikel ausführlich die psychologischen und soziologischen Grundlagen dieser Theorie. Insofern ist ihr Artikel als das formale Fundament der Stewardship-Theorie zu betrachten.

Der Prinzipal-Agenten-Theorie liegt ein vollkommen rationales Menschenbild („homo oeconomicus") zugrunde. Manager sind extrinsisch motiviert und werden materiell entlohnt. Konsequenterweise kommt daher der anreizkompatiblen Vergütung als Möglichkeit zur Milderung der Prinzipal-Agenten-Konflikte eine hohe Bedeutung zu.

Die Stewardship-Theorie geht im Gegensatz dazu jedoch von intrinsisch motivierten Managern aus, für die immaterielle Werte wie Selbstverwirklichung, Organisationszugehörigkeit oder persönliche Weiterentwicklung oftmals eine höhere Bedeutung haben als materielle Werte. Das in der Stewardship-Theorie verwendete Menschenbild entnimmt ihr Fundament aus zahlreichen modernen Motivationstheorien der Psychologie,

---

[109] Im Mittelpunkt dieser Kritik an der Prinzipal-Agenten-Theorie steht die Frage, ob es tatsächlich zu so starken Interessensdivergenzen zwischen den Eigentümern und dem Management kommt. Zum Beispiel argumentiert Perrow (1986), dass diese Konflikte in der Realität zumeist minimal sind. Donaldson (1990) kritisiert ebenfalls die besonders negative Sichtweise der angestellten Manager. Potenzielle positive Eigenschaften, wie z.B. Loyalität, Altruismus oder hohe ethische Standards, bleiben in der Prinzipal-Agenten-Theorie unberücksichtigt. Vgl. Donaldson (1990), S. 372-374.

[110] Davis et al. (1997), S. 21.

etwa McGregors X-Y-Theorie, Maslows Bedürfnistheorie, Alderfers ERG-Theorie oder McClellands auf den Bedürfnissen Erfolg, Macht und Zugehörigkeit basierende Motivationstheorie.[111] Ein weiterer wichtiger Aspekt der Stewardship-Theorie liegt darin, dass sich der *steward* mit seiner Organisation identifiziert, sich als Teil der Organisation betrachtet und deren Ziele, Mission und Vision akzeptiert bzw. adaptiert.[112]

In Prinzipal-Agenten-Beziehungen spielt die institutionelle Macht des Agenten eine Rolle, d.h. der Agent übt Macht qua seiner Rolle und Autorität innerhalb der Organisation aus. Demgegenüber spielt in Prinzipal-Steward-Beziehungen persönliche Macht eine größere Rolle als institutionelle Macht, d.h. die Macht hängt nicht von der formalen Rolle einer Person innerhalb der Organisation, sondern von den Charaktereigenschaften einer Persönlichkeit ab.[113] Schließlich hängt die Identifikation mit der Organisation oder die Effektivität unterschiedlicher Machtgrundlagen von situativen Faktoren innerhalb der Organisation ab, wie z.B. der Managementphilosophie oder Unternehmenskultur. Hier argumentieren Davis et al. (1997), dass sich eine „*involvement-orientated management philosophy*“, in der Selbstmanagement und Selbstkontrolle von großer Bedeutung sind, besser für die Entwicklung von *stewards* eignet als eine „*control-orientated managment philosophy*“, in der Arbeitskontrolle und Arbeitsausführung strikt voneinander getrennt werden.[114]

Schließlich beeinflusst die Unternehmenskultur die Ausprägung von s*tewards*. In einer „kollektivistischen Kultur“, in der individuelle Ziele den kollektiven Zielen untergeordnet werden, ist die Entwicklung von *stewards* wahrscheinlicher als in „individualistischen Kulturen“, die durch individuelle Ziele dominiert werden.[115]

---

[111] Ein Manager im Sinne der Stewardship-Theorie (also ein Steward) ist eigenständig motiviert nach McGregors Theory X (McGregor 1960, 1966), strebt nach den höheren Bedürfnissen gemäß Maslow’s Bedürfnispyramide (Maslow (1970)), nach den Wachstums- und Selbsterfüllungsbedürfnissen im Sinn von Alderfer (Alderfer (1972)) bzw. hat nach McClelland’s Need-Theorie ein ausgeprägtes Bedürfnis für Erfolg (*need for achievement*) (McClelland (1975)).

[112] Vgl. Davis et al. (1997), S. 29-38.

[113] Vgl. hierzu French und Raven (1959) und Gibson et al. (1991).

[114] Die Unterscheidung der „*involvement-orientated management philosophy*“ von der „*control-orientated management philosophy*“ geht dabei auf die Arbeiten von Lawler (1986, 1992) zurück. Vgl. Davis et al. (1997), S. 32-24.

[115] Vgl. Davis et al. (1997), S. 34 f. Vgl. zur Unterscheidung von „kollektivistischen“ und „individualistischen“ Kulturen weiterführend die Arbeiten von Hofstede (1980, 1991) bzw. Triandis (1995).

3.2.3 Vergleich der beiden Theorien

Nachdem die beiden vorausgehenden Kapitel die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Stewardship-Theorie erläutert haben, widmet sich dieses Kapitel einem Vergleich der beiden Theorien, bei dem letztlich gezeigt wird, dass man erstens die Stewardship-Theorie als Grenzfall der Prinzipal-Agenten-Theorie interpretieren kann und zweitens die Implikationen für die eigene empirische Untersuchung zur Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen aus beiden Theoriezweigen ähnlich sind.

Gemeinsam ist beiden Theorien zunächst, dass sie die Prinzipal-Manager-Beziehung thematisieren. Sie unterscheiden sich allerdings – wie Abbildung 5 zusammenfassend zeigt – wesentlich in dem zugrunde liegenden Menschenbild des Agenten, sowie den in der Prinzipal-Manager-Beziehung wirksamen psychologischen und situativen Mechanismen.

Spieltheoretisch betrachtet ähnelt die Frage, ob sich eine Prinzipal-Steward-Beziehung oder eine Prinzipal-Agenten-Beziehung innerhalb einer Organisation etabliert, einem typischen Gefangenendilemma.[116] Es handelt sich theoretisch um eine unabhängige Entscheidung zweier Parteien, die von deren persönlichen Eigenschaften und dem situativen Kontext abhängt. Obwohl die Strategie, eine gegenseitige „echte" Prinzipal-Steward-Beziehung zu etablieren, für beide beteiligten Parteien aufgrund zahlreicher offensichtlicher Vorteile (und der damit verbundenen Annahme, dass dadurch die Unternehmensperformance maximiert wird) dominant ist, kann sich auch eine gegenseitige „echte" Prinzipal-Agenten-Beziehung etablieren oder eine „gemischte" Beziehung. Obwohl der höchste gegenseitige Nutzen aus einer Prinzipal-Steward-Beziehung entsteht, ist das Risiko (eines opportunistisch motivierten Vertrauensbruchs) in einer Prinzipal-Agenten-Beziehung gleichwohl am geringsten.

[116] Vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen Davis et al. (1997), S. 38-40. Ein Gefangenendilemma bezeichnet in der Spieltheorie eine Situation, bei der zwei Akteure zu einem für beide schlechteren Gesamtergebnis kommen, wenn sie jeweils ihren individuellen rationalen Präferenzen folgen anstatt zu kooperieren. Vgl. weiterführend z.B. Frank (2000), S. 232-234.

	Prinzipal-Agenten-Theorie	Stewardship-Theorie
Menschenbild / Verhalten des Managers	• ökonomisch-rational • Homo oeconomicus • Nutzen maximierendes, ggf. opportunistisches Verhalten	• sich selbst verwirklichend • kollektives Verhalten zur Maximierung der Unternehmensperformance
Psychologische Mechanismen		
Motivation	• extrinsisch • Verfolgung niedrigerer Bedürfnisse i.S. von Maslow (1970)	• intrinsisch • Verfolgung höherer Bedürfnisse i.S. von Maslow (1970)
Soziale Vergleichsgrundlage	• andere Manager	• Prinzipal
Identifikation	• geringe Identifikation mit den Zielen und Werten der Organisation	• hohe Identifikation mit den Zielen und Werten der Organisation
Machtlegitimation	• institutionelle Macht (durch Legitimation, Sanktion und Belohnung)	• persönliche Macht (durch Expertise und Vorbildcharakter)
Situative Mechanismen		
Führungsphilosophie Risikoorientierung Zeithorizont Ziele	• kontrollorientiert • Kontrollmechanismen • kurzfristig • Kostenkontrolle	• beteiligungsorientiert • Vertrauen • langfristig • Verbesserung des Ergebnisses
Kulturelle Unterschiede	• individuell • große Machtdistanz	• kollektiv • geringe Machtdistanz

Abbildung 5: Prinzipal-Agenten-Theorie und Stewardship-Theorie
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Davis et al. (1997), S. 37

Aus einer praxisorientierten Perspektive ist jedoch fraglich, ob die Vereinfachung einer spieltheoretischen Entscheidungssituation zutreffend ist. Fraglich ist z.B., ob es sich um eine echte Entscheidungssituationen handelt, in denen Manager tatsächlich eine Strategie wählen können. Vielmehr ist es realistischer, dass sich z.B. Manager aufgrund ihres Persönlichkeitsprofils entweder zu Agenten oder Stewards entwickeln und daher gerade nicht situationsbezogen zwischen dem einen oder anderen Verhalten wählen können. In jedem Fall sind lediglich „echte“ Prinzipal-Steward-Beziehungen und „echte“ Prinzipal-Agenten-Beziehungen auf Dauer stabil. Geht der Prinzipal zu-

nächst fälschlicherweise von einem Steward aus, wird er im Lauf der Beziehung aus dem Verhalten des Agenten lernen und Disziplinierungsmechanismen einführen. Umgekehrt kann es sein, dass sich ein Steward in einer kontrollorientierten Organisation mit der Zeit unwohl fühlt und das Verhalten eines Agenten annimmt.

Innerhalb von Familienunternehmen gibt es gute Gründe, warum sich die beteiligten Parteien – insbesondere Familieneigentümer und Familienmanager – eher als *stewards* denn als Agenten verhalten. (i) Zunächst zu den Familieneigentümern: Familieneigentümer haben oft eine starke emotionale Bindung zum Familienunternehmen. Oftmals beinhaltet der Unternehmensname den Namen der Gründerfamilie und die Reputation der Gründerfamilie ist untrennbar mit dem Familienunternehmen verbunden.[117] Daher wollen Familieneigentümer zum Erfolg und Überleben des Familienunternehmens beitragen. (ii) Ähnliche Argumente gelten ggf. in noch stärkerer Ausprägung für Familienmitglieder in Managementpositionen. Durch die Besetzung von Schlüsselpositionen im Unternehmen können solche Mitglieder der Gründerfamilie durch ihre Entscheidungen direkt dazu beitragen, die Reputation der Familie und des Familienunternehmens schadlos zu halten. Sie identifizieren sich stark mit dem Familienunternehmen und handeln daher mit dem Ziel, die Unternehmensperformance zum Allgemeinwohl der Gründerfamilie zu maximieren. Dabei verhalten sie sich in einem positiven Sinn altruistisch. Das kann im Extremfall so weit gehen, dass der Gründer oder andere Familienmitglieder bereit sind, auf finanzielle Renditen zugunsten der Wahrung des Familiennutzens oder der Familienwerte zu verzichten (*family culture*).[118] Weiterhin ist davon auszugehen, dass Manager in Familienunternehmen länger im Amt bleiben als externe Führungskräfte in diversifiziert gehaltenen Publikumsgesellschaften.[119] Zusammen mit dem Aspekt, dass die Mitglieder der Gründerfamilie häufig das Ziel verfolgen, langfristiges Kapital (*patient capital*) zur Verfügung zu stellen und das Familienunternehmen an zukünftige Generationen zu vererben, führt das zu einer langfristigen Ausrichtung der Geschäftspolitik in Familienunternehmen. Im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen mit einer diversifizierten Aktionärsstruktur leiden Famili-

---

[117] Vgl. Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 75. In der eigenen empirischen Untersuchung trifft dies auf zahlreiche Familienunternehmen zu, z.B. auf Wacker Chemie, Sixt, Henkel oder Fielmann.

[118] Vgl. Bertrand und Schoar (2006), S. 78.

[119] Die durchschnittliche Amtszeit des CEOs in Familienunternehmen ist mit 15 bis 25 Jahren deutlich länger als in typischen Publikumsgesellschaften mit atomistischer Aktionärsstruktur, in denen der CEO durchschnittlich drei bis vier Jahre im Amt bleibt. Vgl. Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 78.

enunternehmen daher weniger stark unter dem von Analysten, institutionellen Investoren und einem aktiven Markt für Unternehmenskontrolle auferlegten Kapitalmarktdruck. Das erlaubt es Familienunternehmen, langfristig orientierter zu handeln.[120] Die starke Identifikation mit dem Unternehmen, die altruistische Haltung und die langfristige Orientierung der Gründerfamilie führen schließlich dazu, dass vor allem familieninterne Manager in Familienunternehmen eher die Rolle eines *stewards* als die eines Agenten einnehmen.[121]

Obwohl beiden Theorien ein unterschiedliches Menschenbild zugrunde liegt, haben sie im Kontext eigentümerdominierter Unternehmen ähnliche Implikationen für die empirische Forschung. Aufgrund der besonderen Charakteristika kann man davon ausgehen, dass die Eigentümer-Manager-Konflikte innerhalb von Familienunternehmen weniger stark ausgeprägt sind. Die Prinzipal-Agenten-Theorie argumentiert hier über (i) die Monitoringincentives der Gründerfamilie (als Großaktionär und über die Vertretung im Aufsichtsrat) und (ii) die Interessensharmonisierung zwischen Familieneigentümern und Familienmanagern. Die Stewardship-Theorie hingegen geht davon aus, dass Familieneigentümer und Familienmanager aufgrund ihrer Identifikation mit dem Unternehmen, ihrer langfristigen Orientierung und ihrem Altruismus *stewards* des Familienunternehmens sind. Konsequenterweise sind daher die Eigentümer-Manager-Konflikte in Familienunternehmen geringer als in den überwiegend durch Prinzipal-Agenten-Beziehungen geprägten Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur. Sie sollten im Übrigen in Familienunternehmen auch geringer sein als in börsennotierten Unternehmen mit anderen konzentrierten Blockaktionären. Solche Blockaktionäre haben zwar aufgrund ihres signifikanten Anteils am Eigenkapital genau wie Familienaktionäre ein Interesse daran, das Management zu überwachen. Im Unterschied zu Familienaktionären beteiligen sie sich jedoch in der Regel nicht aktiv an der operativen Unternehmensführung.[122] Aus einer theoretischen Perspektive sollten daher die Eigentü-

[120] James (1999) zeigt in seinem Modell auf, dass Familienunternehmen diese kurzfristig ausgerichtete Denkweise (*managerial myopia*) überwinden können und langfristig orientiert sind. Vgl. James (1999), S. 52 f.

[121] Vgl. für eine ähnliche Argumentation z.B. Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 78 f.

[122] Ausnahmen können sich ergeben, wenn es sich bei den Blockaktionären um Unternehmensinsider (die nicht der Gründerfamilie angehören) oder Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften handelt. Im Fall von *insider ownership* (das nicht zugleich *founding family ownership* ist, siehe Kapitel 2.1 für eine Abgrenzung) können Vorstandsmitglieder ebenfalls große Aktionärsblöcke halten. Dadurch dürften ähnliche Anreizmechanismen greifen wie bei solchen Mitgliedern der Gründerfamilie, die zugleich Familienaktionäre sind und sich selbst aktiv an der Unternehmensfüh-

mer-Manager-Konflikte in Familienunternehmen – zumindest wenn Familienmitglieder an der operativen Unternehmensführung beteiligt sind – noch geringer ausgeprägt sein als in Unternehmen mit außenstehenden Blockaktionären. Letztendlich kann man aufgrund beider Theorien darauf schließen, dass sich Familienunternehmen aufgrund geringer ausgeprägter Eigentümer-Manager-Konflikte substanziell von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden.

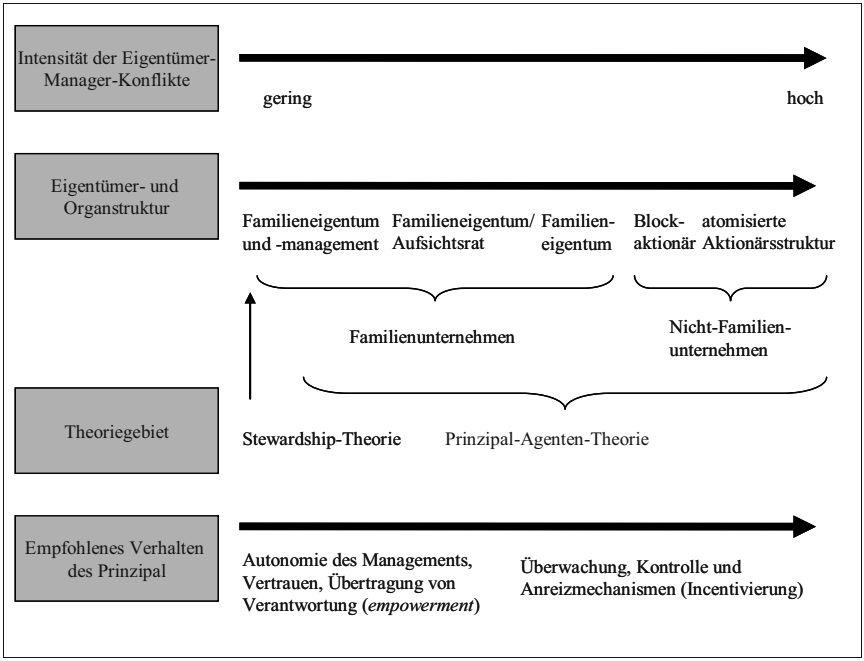


Abbildung 6: Eigentümer-Manager-Konflikte
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Caers et al. (2006), S. 29

rung beteiligen. Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften achten ebenfalls darauf, das Management ihrer Portfoliounternehmen mit einer moderaten Beteiligung am Eigenkapital zu incentivieren. Insofern gehen auch in solchen Fällen positive Anreizeffekte von einer Beteiligung des Managements aus. Klöckner (2009) argumentiert im Kontext privater Familienunternehmen allerdings, dass diese Anreizeffekte aufgrund des in der Regel kleineren Anteils am Eigenkapital nach der Übernahme durch Private-Equity-Gesellschaften geringer ausfallen als in Familienunternehmen. Vgl. dazu Klöckner (2009), S. 173 f.

In der Literatur wird durchaus kontrovers darüber diskutiert, ob die Stewardship-Theorie tatsächlich eine eigenständige Theorie darstellt oder vielmehr ein Spezialfall der Prinzipal-Agenten-Theorie ist.[123] Caers et al. (2006) interpretieren die Eigentümer-Steward-Beziehung jedenfalls als Grenzfall der Prinzipal-Agenten-Theorie. In einem solchen Fall sind die Konflikte zwischen dem Eigentümer und dem Manager minimal. Abbildung 6 illustriert diese Sichtweise, welche den Steward-Manager als Grenzfall des Agenten-Manager modelliert.[124] Hierbei wird die Eigentümer- und Organstruktur im Verhältnis zur Intensität der Eigentümer-Manager-Konflikte dargestellt: Sie ist aus einer theoretischen Perspektive dann am geringsten, wenn sich keine Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle ergibt, d.h. wenn in einem Familienunternehmen die Gründerfamilie gleichzeitig Aktionär und Manager ist. Umgekehrt ist sie am höchsten, wenn ein angestellter Manager in einem Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur agiert. Konzentrierte Eigentümerstrukturen (mit außenstehenden Blockaktionären oder Familienaktionären) stellen Zwischenstufen dieser modellhaften Betrachtung dar. Das empfohlene Verhalten des Prinzipals richtet sich nach der Intensität der Konflikte: Im Fall einer Prinzipal-Steward-Beziehung ist die Übertragung von Verantwortung auf den Manager, größtmögliches Vertrauen in ihn sowie die Stärkung seiner Autonomie optimal, während Anreiz- und Kontrollstrukturen im Fall einer Prinzipal-Agenten-Beziehung mit zunehmender Intensität der Eigentümer-Manager-Konflikte an Bedeutung gewinnen.

Ziel dieses Kapitels war es, die beiden relevanten Paradigmen der Forschung zu Familienunternehmen – die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Stewardship-Theorie – vorzustellen und miteinander zu vergleichen. Nachdem die Implikationen beider Theorien trotz unterschiedlicher Argumentationsketten ähnlich sind, wird in den später folgenden theoretischen Überlegungen zu Kapitalstruktur-, Diversifikations- und Investitionsentscheidungen (Kapitel 4) primär auf die in der Kapitalmarktforschung gängigere Prinzipal-Agenten-Theorie zurückgegriffen. Im Mittelpunkt des folgenden Kapitels steht ein kurzer Überblick über das Spektrum an Corporate-Governance-Mechanismen, mit denen man das Management incentivieren oder überwachen kann. Diese Mechanismen verfolgen dabei das Ziel, die in diesem Kapitel erläuterten Konflikte im Unternehmen wirkungsvoll zu reduzieren.

---

[123] Vgl. z.B. Albanese et al. (1997) und Davis et al. (1997), S. 42 f.

[124] Vgl. hierzu auch Klöckner (2009), S. 44 f.

3.3 Corporate-Governance-Mechanismen

Unabhängig davon, welcher der oben aufgeführten Corporate-Governance-Definitionen man folgt, geht es immer um „*ways*“ (Shleifer und Vishny 1997), „*mechanisms*“ (Schmidt 2004) oder ein „*set of constraints*“ (Zingales 2008) zur Disziplinierung des Managements. Unabhängig von dem genauen Wortlaut kann man daher von unterschiedlichen Mechanismen zur Disziplinierung des Managements sprechen. In der Regel unterscheidet man zwischen internen und externen Corporate-Governance-Mechanismen. Wenn das Management im Rahmen von Führungs- und Kontrollstrukturen innerhalb eines Unternehmens beeinflusst wird, spricht man von internen Corporate-Governance-Mechanismen. Werden dagegen die im Unternehmen handelnden Akteure hauptsächlich durch den Wettbewerb auf Faktor-, Kapital- und Arbeitsmärkten diszipliniert, kommen externe Corporate-Governance-Mechanismen zum Tragen.[125] Abbildung 7 gibt einen Überblick über das Spektrum interner und externer Corporate-Governance-Mechanismen, deren Funktionsweise nachfolgend kurz erläutert wird.

Interne Corporate-Governance-Mechanismen	Externe Corporate-Governance-Mechanismen
• Aufsichts- bzw. Kontrollgremium • anreizkompatible Entlohnungssysteme • Kapitalstruktur • Unternehmensverfassung	• Produkt- und Faktormärkte • Markt für Manager • Markt für Unternehmenskontrolle • Eigentümerstruktur (Kontrolle durch Großaktionäre) • Anlegerschutz

Abbildung 7: Interne und externe Corporate-Governance-Mechanismen
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Moldenhauer (2007), S. 18

3.3.1 Interne Corporate-Governance-Mechanismen

Anreizkompatible Entlohnungssysteme

Anreizkompatible Entlohnungssysteme stellen eine Möglichkeit dar, die Interessen der Manager ex-ante mit den Interessen der Aktionäre zu harmonisieren. Hierbei haben die unterschiedlichen Ausprägungen anreizkompatibler Vergütungselemente (Aktienbe-

[125] Vgl. Rudolph (2006), S. 570.

sitz, Aktienoptionen, Bonuszahlungen etc.) gemeinsam, dass sie sich zumindest teilweise am Aktienkurs des jeweiligen Unternehmens orientieren.[126] Dem liegt die Annahme informationseffizienter Kapitalmärkte zugrunde. Man geht davon aus, dass der Kapitalmarkt alle verfügbaren und bewertungsrelevanten Informationen einschließlich Informationen über die Leistung des Managements wiedergeben kann.[127]

Allerdings stellten Jensen und Murphy (1990) in einer Analyse der Managementvergütung in den USA im Zeitraum 1974 bis 1986 zunächst eine relativ geringe Sensitivität der Vorstandsvergütung zum Unternehmenswert fest (eine Steigerung des Unternehmenswerts um US$ 1.000 führte zu einer Steigerung des CEO-Gehalts um US$ 3,25).[128] Dieses Resultat ist jedoch mittlerweile widerlegt. So konnten Hall und Liebmann (1998) zeigen, dass diese Kennzahl bis zum Jahr 1994 auf 6 US$ gestiegen ist.[129] Darüber hinaus stieg die Managervergütung in den USA und bei internationalen Großkonzernen in den letzten Jahrzehnten sprunghaft an (allein die durchschnittliche Vergütung des CEOs hat sich in den USA zwischen 1980 und 2003 versechsfacht, während die Vergütung der Arbeitnehmer mit durchschnittlich 15 Prozent nur vergleichsweise gering zugenommen hat).[130] Im Jahr 1997 betrug der variable Gehaltsanteil von Aktienoptionen bei Unternehmen im S&P 500 durchschnittlich bereits 50 Prozent.[131]

Eine anreizkompatible Vergütung kann durchaus auch Probleme verursachen. Theoretisch sollte ein optimaler Vergütungskontrakt so gestaltet sein, dass sich die Höhe der Vergütung ausschließlich an der Leistung des Managements orientiert (und nicht von

---

[126] Alternativ können auch fundamentale Kennzahlen über die Profitabilität zur anreizkompatiblen Entlohnung verwendet werden. Bilanzdaten sind jedoch leichter kurzfristig durch das Management mittels geschickter Bilanzpolitik beeinflussbar als der Aktienkurs, vgl. Allen und Gale (2000), S. 96. Tirole (2006) weist darauf hin, dass sich auf Bilanzkennzahlen basierende Bonuszahlungen und eine aktienkursorientierte Vergütung gegenseitig ergänzen anstatt zueinander in Konkurrenz zu stehen. Eine Entlohnung anhand von Bilanzkennzahlen kann zur kurzfristig orientierten Motivation der Unternehmensführung beitragen, während eine aktienkursorientierte Vergütung das Ziel verfolgt, eine langfristig orientierte Anreizwirkung zu entfalten. Insofern sind beide Vergütungselemente komplementär. Vgl. Tirole (2006), S. 22.

[127] Vgl. modelltheoretisch z.B. Diamond und Verrecchia (1982), S. 276-285.

[128] Vgl. Jensen und Murphy (1990), S. 226 f.

[129] Vgl. Hall und Liebmann (1998), S. 654-656 bzw. S. 676.

[130] Vgl. Gabaix und Landier (2008), S. 50.

[131] Vgl. Göx (2004), S. 28 f.

Faktoren abhängt, die das Management selbst nicht beeinflussen kann).[132] Bertrand und Mullainathan (2001) zeigen jedoch auf Basis einer Analyse der Ölindustrie, dass die Managementvergütung hier stark von der Ölpreisentwicklung abhängt (die sicherlich nicht im Einflussbereich des Topmanagements liegt).[133] Insofern ist fraglich, inwiefern die Orientierung einer Vergütung an der Unternehmensentwicklung tatsächlich geeignet ist, die Leistung des Managements angemessen zu entlohnen. Weiterhin besteht die Gefahr, dass Manager vor allem bei schwachen Kontrollgremien (oder allgemein schwach ausgeprägten Corporate-Governance-Strukturen) ex-ante einen hohen Einfluss bei Gehaltsverhandlungen haben[134] und ex-post zu extrem risikoreicher Geschäftspolitik[135] neigen.

Empirische Evidenz zur Nutzung langfristig orientierter Vergütungsinstrumente in börsennotierten Familienunternehmen ist bisher gering: Block (2008) analysiert eine Stichprobe amerikanischer Unternehmen des S&P 500. Er kommt zu dem Ergebnis, dass das Grundgehalt von Familien-CEOs deutlich höher ist als das Grundgehalt von Fremd-Managern. Darüber hinaus sind aktienbasierte Vergütungskomponenten bei Familien-CEOs weniger stark ausgeprägt. Block (2008) folgert daraus, dass die Motivation mittels langfristig orientierter Vergütungselemente in Familienunternehmen aufgrund geringer ausgeprägter Prinzipal-Agenten-Konflikte eine geringere Bedeutung einnimmt als in Publikumsgesellschaften mit atomisierter Aktionärsstruktur.[136]

---

[132] Für eine formale Begründung vgl. Holmstrom (1979). Demnach sollte die optimale Managementvergütung von einer ausreichend aussagekräftigen Kennzahl abhängen, die den nicht beobachtbaren Einsatz des Managers widerspiegelt.

[133] Vgl. Bertrand und Mullainathan (2001), S. 902.

[134] Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 745. Zum Beispiel zeigen Wagner und Kaserer (2004), dass sich die Managervergütung in Deutschland während der 1990er Jahre vor allem in börsennotierten Unternehmen mit einem großen Streubesitzanteil stark erhöht hat. Ggf. ist dies ein Indiz dafür, dass aktienorientierte Vergütungselemente vor allem in Unternehmen mit schwachen Corporate-Governance-Strukturen (z.B. in Abwesenheit kontrollierender Großaktionäre) und einer starken Machtposition angestellter Manager etabliert werden. Insofern stellt sich die Frage, ob eine anreizkompatible Vergütung tatsächlich eine Möglichkeit zur Verbesserung der Corporate Governance darstellt oder vielmehr ein Zeichen schwacher Corporate Governance ist. Vgl. hierzu Wagner und Kaserer (2004), S. 5 und 13 f. bzw. Bebchuk und Fried (2003).

[135] Vgl. Allen und Gale (2000), S. 96 f. Das Management kann vor allem dann einen Anreiz zu einer extrem risikoreichen Geschäftspolitik haben, wenn der Basispreis (Ausübungspreis) von Aktienoptionen innerhalb der vorgesehenen Laufzeit unter einer Geschäftspolitik mit normaler Risikoeinstellung nicht mehr realisierbar ist. Vgl. Tirole (2006), S. 23 f.

[136] Vgl. hierzu Block (2008), S. 3 f.

Die Untersuchung von Rapp et al. (2008) zeigt, dass aktienorientierte Vergütungselemente in Deutschland weniger gebräuchlich sind als z.B. in den USA. In ihrer Untersuchung zu den deutschen Prime-Standard-Unternehmen (also den Unternehmen, die den höchsten Transparenzanforderungen der Deutschen Börse genügen) haben im Jahr 2006 lediglich rund 37,4% der Stichprobe aktienkursorientierte Vergütungselemente in Form von Aktienoptionsprogrammen genutzt. Weiterhin spielt die aktienkursorientierte Vergütung in diesen Unternehmen mit durchschnittlich rund 23% der Gesamtvergütung eine relativ geringe Rolle. Darüber hinaus zeigt die Analyse von Rapp et al. (2008), dass Aktienoptionsprogramme vor allem in den größeren Unternehmen (immerhin haben 83% der DAX-Unternehmen Aktienoptionsprogramme) vorkommen.[137] Daher ist davon auszugehen, dass die Verbreitung von Aktienoptionsprogrammen bei den durchschnittlich wesentlich kleineren Unternehmen im General Standard tendenziell weniger stark verbreitet ist als bei den größeren Prime-Standard-Unternehmen. Außerdem wurden die ersten Aktienoptionsprogramme in Deutschland erst vor rund zehn Jahren eingeführt. Insofern kann man davon ausgehen, dass anreizkompatible Vergütungselemente zumindest während der eigenen Untersuchung der deutschen CDAX-Unternehmen in den Jahren 1995 bis 2006 in der Breite keine große Bedeutung eingenommen haben.

Aufsichtsgremien (*board of directors*, Aufsichtsrat)

Das Führungssystem börsennotierter Unternehmen kann monistisch (d.h. mit einem einstufigen Führungsorgan angelsächsischer Prägung, dem *board of directors*) oder dualistisch (d.h. mit einer Trennung der Geschäftsführungs- und Überwachungsfunktion, wie z.B. in Deutschland mit Vorstand und Aufsichtsrat) organisiert sein. Unabhängig von der Ausgestaltung des Kontrollgremiums bietet die Überwachung der Geschäftsführung eine Alternative zur Incentivierung des Managements mittels anreizkompatibler Vergütung.[138]

---

[137] Vgl. Rapp et al. (2008b), S. 13.

[138] Sowohl im angelsächsischen als auch im deutschen System wird das Kontrollorgan von den Aktionären gewöhnlich nach dem Prinzip „*one share-one vote*“ gewählt, um ihre Interessen zu vertreten. Man muss allerdings berücksichtigen, dass in Deutschland unter bestimmten Bedingungen neben Vertretern der Aktionäre auch Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat sitzen. Vgl. unter anderem Allen und Gale (2000), S. 93 f.; Rudolph (2006), S. 576-579 bzw. die Ausführungen im Lauf dieses Kapitels. Zu einer ausführlichen Darstellung institutioneller Unterschiede einzelner Finanzsysteme bzw. Corporate-Governance-Systeme vgl. das nachfolgende Kapitel 3.4.

Im *board of directors* soll eine Kombination aus unternehmensinternen und -externen Mitgliedern sicherstellen, dass das *board of directors* unabhängig ist und gleichzeitig über interne, entscheidungsrelevante Informationen verfügt.[139] Interne Mitglieder (*inside directors*) sind gleichzeitig Vollzeitangestellte im jeweiligen Unternehmen, während externe Mitglieder (*outside directors*) primär außerhalb des Unternehmens beschäftigt sind. Manchmal spricht man darüber hinaus von *affiliated directors*, wenn es sich um externe Boardmitglieder handelt, die in einem engen Verhältnis zu dem Unternehmen stehen, das sie eigentlich überwachen sollen. Bei Bankenvertretern oder Rechtsanwälten, die in einer Geschäftsbeziehung zum Unternehmen stehen, handelt es sich z.B. um *affiliated directors*. Ihre Unabhängigkeit vom Topmanagement des Unternehmens wird manchmal in Frage gestellt.[140] In vielen Fällen besteht eine Personalunion aus dem *chairman* des *board of directors* und dem CEO, was zu einer gewissen Machtkonzentration führt.[141]

Das *board of directors* ist dafür verantwortlich, das Topmanagement zu überwachen (diese Funktion müssen natürlich vor allem die *outside directors* übernehmen), wichtige strategische Entscheidungen zu genehmigen, die Vergütung des Topmanagements festzulegen sowie das Risikomanagement und die ordentliche Prüfung des Jahresabschlusses zu überwachen. Um diese Vielzahl an Aufgaben zu bewältigen, unterteilen sich *boards* häufig in diverse Ausschüsse, z.B. in einen Ausschuss für Vergütungsfragen (Vergütungsausschuss bzw. *compensation comittee*) oder in den Prüfungsausschuss (das *audit comittee*), um eine ordentliche Erstellung des Jahresabschlusses sicherzustellen. Weiterhin übernimmt es auch Beratungsaufgaben gegenüber dem Topmanagement hinsichtlich bedeutender unternehmerischer Entscheidungen.[142]

---

[139] Vgl. Bhagat und Jefferis (2002), S. 13 f.; Linck et al. (2008), S. 310 bzw. Adams et al. (2009b), S. 25.

[140] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 25. Im Durchschnitt besteht ein *board of directors* großer amerikanischer Unternehmen aus 55% *outside directors*, 30% *inside directors* und 15% *affiliated directors*. Ein durchschnittliches *board of directors* besteht aus zwölf Mitgliedern und hält 7,5 Treffen pro Jahr ab. *Outside directors* nehmen im Durchschnitt drei Mandate in unterschiedlichen *boards* wahr. Diese Durchschnittswerte beziehen sich auf eine Analyse von Fich und Shivdasani (2006) für 508 der größten US-Unternehmen zwischen 1989 und 1995, wurden aber von Linck et al. (2008) für eine größere Stichprobe von 8.000 US-Unternehmen in ähnlicher Form bestätigt. Vgl. Fich und Shivdasani (2006), S. 696 bzw. die Arbeit von Linck et al. (2008).

[141] Vgl. Denis und McConnell (2003), S. 2 bzw. Allen und Gale (2000), S. 80, die darauf hinweisen, dass das *board of directors* oft managerdominiert ist.

[142] Vgl. Tirole (2006), S. 29 f. In der Befragung von Demb und Neubauer (2002) konnten sich rund 80% der befragten Boardmitglieder mit ihrer Rolle in der Strategiefindung des Unternehmens iden-

Der deutsche Aufsichtsrat übernimmt im Prinzip ähnliche Aufgaben wie das *board of directors*, wobei eine Besonderheit sicherlich die gesetzlich vorgesehene Mitbestimmung durch Vertreter der Arbeitnehmerseite (Arbeitnehmer, Gewerkschaftsvertreter) darstellt. Hierbei sind – je nach Branche und Unternehmensgröße – unterschiedliche gesetzliche Regelungen einschlägig. Aufsichtsräte können entweder (i) zur Hälfte mit Arbeitnehmervertretern besetzt sein (paritätische Mitbestimmung), (ii) ein Drittel Arbeitnehmervertreter oder (iii) keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat haben.

Aufgrund des Montan-Mitbestimmungsgesetzes von 1951 müssen alle Unternehmen der Montanindustrie (Bergbau, Eisen und Stahl gem. §1 MontanMitbestG) eine paritätische Mitbestimmung im Aufsichtsrat implementieren, sofern sie als Kapitalgesellschaft firmieren und mehr als 1.000 Mitarbeiter haben (vgl. §§ 1, 4, 8 MontanMitbestG). Weiterhin ist ein neutrales Mitglied in den Aufsichtsrat aufzunehmen, dessen Stimme im Fall einer Pattsituation zum Tragen kommt. Dieses neutrale Mitglied darf weder Aktionär noch Arbeitnehmer oder Gewerkschaftsmitglied sein. In diesem Zusammenhang spricht man daher auch von einer „echten paritätischen" Mitbestimmung.

Das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer von 1976 (MitbestG) überträgt diese Regelung auf alle privatrechtlichen Unternehmen mit mindestens 2.000 inländischen Arbeitnehmern. Hierbei ist zu beachten, dass nach dieser Regelung anders als nach dem Montan-Mitbestimmungsgesetz der Aufsichtsratsvorsitzende (der in der Regel von der Aktionärsseite gestellt wird) im Fall von pari-Abstimmungen über eine Zweitstimme verfügt (§§ 27, 29 MitbestG). Damit können ggf. die Arbeitnehmer im Aufsichtsrat von den Vertretern der Aktionäre überstimmt werden und deshalb wird dieses Modell manchmal auch als „quasi-paritätisch" bezeichnet.

Weiterhin sieht das Drittelbeteiligungsgesetz (vormals das Betriebsverfassungsgesetz von 1952) vor, dass der Aufsichtsrat in allen seit 1994 gegründeten Kapitalgesellschaften (genauer gesagt in allen AGs, KGaAs und GmbHs, Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit sowie Genossenschaften) mit einer Betriebsgröße zwischen

---

tifizieren, während sich nur 45% bzw. 26% für die Unternehmenskontrolle bzw. die Bestellung und Abberufung des CEO verantwortlich fühlten. Vgl. Demb und Neubauer (2002), S. 42-44. MacAvoy und Millstein (1999) kommen jedoch zum Ergebnis, dass *boards* zunehmend aktiver in ihrer Rolle als Kontrolleure des Managements geworden sind. Vgl. MacAvoy und Millstein (1999) sowie Adams et al. (2009b), S. 7. Die Anforderungen an das *board of directors* bezüglich der Wahrnehmung ihrer Aufgaben in der Unternehmenskontrolle haben sich durch die Einführung des Sarbanes-Oxley-Acts (SOX) stark erhöht, vgl. hierzu Linck et al. (2008), S. 309-313. Der Nutzen dieser Änderungen wird allerdings angezweifelt. Vgl. beispielsweise Coates (2007), S. 111.

500 und 2.000 Mitarbeitern zu einem Drittel mit Arbeitnehmervertretern zu besetzen ist (§§ 1, 4 DrittelbG). Das Gesetz trifft ferner auf alle Kapitalgesellschaften zu, die vor dem 10. August 1994 ins Handelsregister eingetragen wurden, auch wenn sie weniger als 500 Mitarbeiter haben. Ausgenommen von dieser Regelung gemäß § 1 DrittelbG sind allerdings Familiengesellschaften. Als Familiengesellschaften im Sinn des Gesetzes gelten solche Aktiengesellschaften, deren Aktionär eine einzelne natürliche Person ist oder deren Aktionäre miteinander verwandt sind (§ 1, Nr. 1 Satz 2 und 3 DrittelbG).

Diese heterogenen gesetzlichen Regelungen führen dazu, dass bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland alle drei Ausprägungen, d.h. (i) paritätische Mitbestimmung, (ii) ein Drittel Arbeitnehmervertreter und (iii) keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vorkommen.[143]

Die Rolle des *board of directors* wird aus einem theoretischen Blickwinkel grundlegend in dem Aufsatz von Fama und Jensen (1983a) thematisiert. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die Macht einzelner Agenten (des Managements) durch Entscheidungshierarchien und vor allem durch das *board of directors* als Entscheidungs- und Kontrollorgan eingeschränkt wird.[144] Vor allem externe Mitglieder des *board of directors* können die Fähigkeiten des Managements durch ihre Erfahrung in unterschiedlichen Fachgebieten (z.B. hinsichtlich Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte, Recht oder Branchen) sinnvoll ergänzen. Fama und Jensen (1983a) unterstellen, dass die *outside directors* – oftmals selbst Manager anderer Unternehmen – die Mitgliedschaft im *board* als positives Signal für ihre Entscheidungsfähigkeit und ihr Verständnis für die Notwendigkeit der Entscheidungskontrolle im eigenen Unternehmen nutzen. Die damit einhergehende Reputation soll eine gemeinsame Bereicherung durch Manager (*executive directors*) und unternehmensexterne Boardmitglieder (*non-executive directors*) zu Lasten der Aktionäre verhindern. Dadurch sind die *outside di-*

[143] Die dargestellten Regelungen zur Mitbestimmung in Deutschland beziehen sich auf Kapitalgesellschaften (d.h. auf alle Unternehmen in der Rechtsform einer GmbH oder AG). Vgl. zur ausführlichen Beschreibung der Mitbestimmungsregelungen z.B. Baums und Frick (1998), S. 144-146; Gorton und Schmid (2004), S. 868-871; Fauver und Fuerst (2006), S. 674 f.; Petry (2009b), S. 4-6 oder Thommen und Achleitner (2009), S. 90-92, sowie die einschlägigen gesetzlichen Regelungen: Das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie (Montan-Mitbestimmungsgesetz von 1951), das Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer (vormals Betriebsverfassungsgesetz von 1952) sowie das Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (von 1976).

[144] Vgl. Fama und Jensen (1983a), S. 315.

rectors durch das Bestehen eines Marktes für ihre Aufsichtstätigkeit selbst wiederum diszipliniert.[145]

Zahlreiche empirische Studien haben sich mit der Wirkungsweise des *board of directors* als Kontrollinstrument beschäftigt. Hermalin und Weisbach (2003) und Adams et al. (2009) geben einen sehr guten Überblick über die bisherige empirische Literatur. Die Autoren stellen fest, dass hauptsächlich folgende Fragen im Mittelpunkt stehen: (i) Wie beeinflussen die Charakteristika des *board of directors* (z.B. deren Zusammensetzung und Größe) die Unternehmensperformance? (ii) Wie beeinflussen die Charakteristika des *board of directors* beobachtbare Entscheidungen des Aufsichtsgremiums?[146] (iii) Welche Faktoren beeinflussen die Zusammensetzung des *board of directors*?[147] (iv) Wie funktionieren *boards of directors*? Zum Beispiel: Welche Rolle spielt die zeitliche Belastung der Mitglieder durch mehrere Boardmitgliedschaften gleichzeitig (*busy boards*) oder welche Rolle kommt den Ausschüssen zu?[148] (v) Was motiviert Mitglieder des *board of directors*?[149]

Dabei zeigt sich bei bisher uneinheitlichen empirischen Befunden, dass die Zusammensetzung des *boards*, also die Anzahl an *in-* bzw. *outsidern,* einen geringen Einfluss auf die Profitabilität der Unternehmen hat. Dagegen ist die Organgröße negativ mit der finanziellen Entwicklung korreliert, d.h., dass Unternehmen mit kleineren und effektiveren Boards tendenziell ein besseres Finanzergebnis erzielen.[150] Bei spezifischen Un-

---

[145] Vgl. Fama und Jensen (1983a), S. 314 f. bzw. Fama (1980), S. 293 f.

[146] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 8-18 für Entscheidungen rund um die Berufung und Entlassung des Managements bzw. S. 18-25 für andere unternehmerische Entscheidungen.

[147] Vgl. Hermalin und Weisbach (2003), S. 7 bzw. Adams et al. (2009b), S. 25-32.

[148] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 32-38. Hierbei geht es darum, welche Rolle die Teamzusammensetzung oder einzelne Ausschüsse spielen bzw. ob die zeitliche Belastung einzelner Boardmitglieder von Bedeutung ist (Diskussion über *busy boards*).

[149] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 38-43.

[150] Vgl. Bhagat und Jefferis (2002), S. 11 f. sowie Hermalin und Weisbach (2003), S. 12 f. Zu einer anderen Meinung kommen Coles et al. (2008a). Sie zeigen, dass zwischen Boardgröße und Unternehmensperformance (Tobin's Q) eine positive Korrelation besteht, sofern es sich um ein „komplexes Unternehmen" mit starker Diversifizierung und hohem Verschuldungsgrad handelt. Dagegen besteht eine negative Korrelation zwischen Boardgröße und Unternehmensperformance, sofern es sich um „einfaches Unternehmen" handelt. Insgesamt zeigt sich, dass sich entweder kleine oder große *boards of directors* positiv auf die Unternehmensperformance auswirken. Vgl. Coles et al. (2008a), S. 329.

ternehmensentscheidungen spielt dagegen sowohl die Zusammensetzung als auch die Größe des *boards* eine Rolle.[151]

Die Funktionsweise des Kontrollgremiums kann man nicht direkt beobachten. Trotzdem zeigen diverse empirische Befunde, dass die Unternehmensperformance solcher Unternehmen geringer ist, in denen viel beschäftigte Kontrolleure tätig sind. Dies bedeutet, es besteht eine negative Korrelation zwischen *busy boards* und Unternehmensperformance.[152] Die Motivation von Boardmitgliedern ergibt sich über direkte Kompensation und über die mit der Boardmitgliedschaft verbundene Reputation.[153] Darüber hinaus gibt es aus der genaueren Analyse der Kommitteestrukturen empirische Befunde, wonach *boards of directors* reiferer Unternehmen vergleichsweise mehr Zeit für Unternehmenskontrolle als für Beratungsaufgaben aufwenden als *boards* junger Unternehmen. Dies könnte Ausdruck einer wachsenden Bedeutung des *boards of directors* als Kontrollmechanismus während des Lebenszyklus eines Unternehmens sein.[154]

Adams et al. (2009) weisen darüber hinaus unter anderem darauf hin, dass im Zusammenhang mit der Forschung zu *boards of directors* ein erhebliches Endogenitätsproblem die Ableitung kausaler Aussagen einschränkt.[155] Die Autoren kommen weiterhin zu dem Ergebnis, dass zu wenig systematische empirische Evidenz zur Funktionsweise dualistischer Führungssysteme außerhalb des angelsächsischen Raums besteht.[156] Tirole (2006) weist darauf hin, dass das *board of directors* in vielen Fällen als ein wenig effektives Kontroll- und Überwachungsinstrument gilt, da viele Boardmitglieder (i) aufgrund persönlicher oder geschäftlicher Verflechtungen nicht wirklich

---

[151] Vgl. Hermalin und Weisbach (2003), S. 14-17.

[152] Vgl. z.B. die Arbeiten von Fich und Shivdasani (2006) für die USA bzw. Oehmichen et al. (2009) für Deutschland.

[153] Bryan und Klein (2004) zeigen, dass die durchschnittliche Vergütung für ein Boardmitglied in ihrer Stichprobe aus rund 1.200 börsennotierten Unternehmen in den USA im Jahr 2002 bei rund 103.000 US-Dollar lag. Vgl. Bryan und Klein (2004), S. 13. Andreas et al. (2009) analysieren die Vergütung deutscher Aufsichtsräte in Prime-Standard-Unternehmen: Im Durchschnitt hat ein Aufsichtsratsmitglied im DAX 2007 jährlich eine Vergütung von 127.000 Euro erhalten. Die durchschnittliche Vergütung in den anderen Marktsegmenten war jedoch deutlich geringer: Im MDAX erhielt ein Aufsichtsratsmitglied durchschnittlich pro Jahr eine Vergütung in Höhe von 65.000 Euro, im SDAX 46.000 Euro und im TecDAX 42.000 Euro. Vgl. Andreas et al. (2009), S. 35.

[154] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 37 f. bzw. die Arbeiten von Adams (2003) sowie Hayes et al. (2004).

[155] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 46.

[156] Vgl. Adams et al. (2009b), S. 49.

„unabhängig“ sind, (ii) selbst Entscheidungsträger in anderen Unternehmen sind und daher nicht ausreichend Zeit für ihre Kontrollaufgaben haben (iii) konfliktscheu sind oder (iv) aufgrund weitgehend fehlender erfolgsabhängiger Vergütung selbst schlecht motiviert sind.[157]

In Bezug auf börsennotierte Familienunternehmen gibt es bisher wenige empirische Befunde zur Bedeutung des Aufsichtsgremiums: Villalonga und Amit (2009) zeigen, dass Gründerfamilien in den USA im Verhältnis zu ihren Eigentumsanteilen häufig im *board of directors* überrepräsentiert sind. Anderson und Reeb (2004) argumentieren, dass Gründerfamilien versuchen, die Zahl der unabhängigen Mitglieder im *board of directors* gering zu halten.[158] Beide Analysen sprechen dafür, dass Gründerfamilien stark darauf bedacht sind, ihren Einfluss im Entscheidungs- und Kontrollgremium zu wahren.

3.3.2 Externe Corporate-Governance-Mechanismen

Produktmärkte

Auf einem Gütermarkt unter vollständiger Konkurrenz hat das einzelne Unternehmen keinen Einfluss auf den Gleichgewichtspreis. Daher diszipliniert die Gefahr des Marktaustritts infolge ineffizienter Kostenstrukturen automatisch das Management von Unternehmen.[159] Trotz einiger vereinfachender Annahmen (z.B. vollständige Konkurrenz, geringer Einfluss anreizkompatibler Vergütung, vollständige Korrelation von Preisänderungen, Ein-Produkt-Markt) veranschaulicht das Modell von Hart (1983), wie sich Produktmärkte disziplinierend auf das Verhalten von Managern auswirken können.[160] Die Disziplinierung durch Produktmärkte kann lediglich als letzter Ausweg gesehen werden, weil bei einem Marktaustritt (infolge einer Insolvenz) kaum eine ver-

[157] Vgl. Tirole (2006), S. 29-36 bzw. die Arbeiten von Mace (1971), Weisbach (1988) und Jensen (1993).

[158] Vgl. Villalonga und Amit (2009), S. 3080 f. und Anderson und Reeb (2004), S. 209. Anderson und Reeb (2004) kommen zu dem Ergebnis, dass in den wertvollsten Unternehmen ein ausgeglichenes Verhältnis aus Familienmitgliedern und unabhängigen Mitgliedern im *board of directors* besteht. Eine geringe Repräsentanz unabhängiger Mitglieder bei gleichzeitig hoher Präsenz der Gründerfamilie im *board of directors* wirkt sich dagegen negativ auf den Unternehmenswert aus.

[159] Vgl. Flassak (1995), S. 131 f.

[160] Vgl. Hart (1983), S. 368-381.

nünftige Rettung der Ressourcen notleidender Unternehmen möglich ist.[161] Neben der Insolvenzgefahr als Folge eingeschränkter Wettbewerbsfähigkeit bieten kompetitive Märkte noch einen weiteren Vorteil: Durch den Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche lässt sich die Unternehmensperformance und damit auch die Leistung des Managements besser beurteilen. Das kann sich z.B. auch auf interne Corporate-Governance-Mechanismen positiv auswirken, wie etwa auf die Ausgestaltung erfolgsorientierter Vergütungsstrukturen.[162]

Der Markt für Manager

Insbesondere Fama (1980) sieht in unternehmensinternen und -externen Märkten für Manager ein wichtiges Kontrollinstrument. Manager investieren ihr Humankapital in das Unternehmen, in dem sie angestellt sind. Ein kompetitiver Arbeitsmarkt wird auf überlegene Managementleistungen mit einer Erhöhung von Nachfrage und Preis (in Form von Gehalt) reagieren. Da erfolgreiche Manager bei einem Arbeitgeberwechsel mit einer Gehaltserhöhung rechnen können, sind Unternehmen gezwungen, ihre Manager erfolgswirksam zu entlohnen, um deren Ausscheiden zu verhindern.[163] Nachdem der Arbeitsmarkt den Erfolg des Unternehmens (gemessen z.B. durch fundamentale Erfolgszahlen oder Aktienrenditen) als Indikator für die Leistung von ganzen Managementteams verwendet, besteht für die Manager auch ein Anreiz zu gegenseitiger interner Kontrolle, und zwar sowohl von oben nach unten (*top-down*) als auch von unten nach oben (*bottom-up*). Die Ambitionen der Manager, kontinuierlich aufzusteigen, führen schließlich zur Entwicklung eines internen Marktes: „All want to be the boss of the bosses".[164]

In seinem Modell zeigt Fama (1980) zunächst, dass bei einem Eigentümermanager, dem das Unternehmen vollständig gehört, keine Anreizkonflikte bestehen. Der Eigentümermanager wird – durch Dienstverbrauch, Inkompetenz etc. – ein Nutzenniveau wählen, bei dem der Grenznutzen einer Einheit privaten Konsums dem Grenznutzen einer Einheit geschäftlichen Konsums entspricht. Ist der Manager jedoch nicht mehr

[161] Vgl. Jensen (1993), S. 850.

[162] Vgl. Tirole (2006), S. 28 f.

[163] Vgl. Fama (1980), S. 291 f.

[164] Fama (1980), S. 293.

alleiniger Eigentümer, hat er einen Anreiz, von dem im Arbeitsvertrag ex-ante festgelegten Niveau an privatem Verbrauch abzuweichen, sofern von der Möglichkeit einer ex-post Anpassung seines Gehaltes an die tatsächliche Arbeitsleistung abstrahiert wird. Fama (1980) zeigt, dass eine kontinuierliche Anpassung des Gehaltes (*wage revaluation*, *wage revision process*) bei funktionaler Äquivalenz zu einer ex-post Entlohnung des Managements (*full ex post settling up*) die Anreizprobleme zwischen Managern und Kapitalgebern beheben oder zumindest mildern kann, sofern ein ausreichender Planungshorizont unterstellt ist.[165] Die asymmetrische Informations- und Machtverteilung zwischen den Managern eines Unternehmens erschwert jedoch die gegenseitige interne Kontrolle. Darüber hinaus schränkt ein kurzer Planungshorizont die Disziplinierungsfunktion des externen Marktes ein: Steht nämlich der Manager kurz vor dem Ende seines Arbeitslebens, tangieren ihn eine abnehmende Nachfrage und damit verbundene Preissenkungen nicht mehr.[166] Darüber hinaus können weitere Hemmnisse (wie z.B. Wettbewerbsklauseln in Arbeitsverträgen oder persönliche Wechselkosten der Manager) die Effizienz dieses Disziplinierungsmechanismus in der Realität einschränken.

Ebenso wie der Markt für Manager überlegene Managementleistungen durch höhere Nachfrage belohnt, kann man davon ausgehen, dass er schlechte Leistungen bestraft. Untersuchungen in den USA haben gezeigt, dass Manager von Unternehmen im *financial distress* nach ihrem Ausscheiden in den folgenden drei Jahren oftmals keine Top-Management-Position besetzt haben.[167] Insofern ist der Markt für Manager gerade bei Insolvenzgefahr ein ernst zu nehmendes Disziplinierungsinstrument.[168]

---

[165] Vgl. Fama (1980), S. 295-306.

[166] Vgl. Fama (1980), S. 301.

[167] Vgl. Gilson (1989), S. 254-256.

[168] Dies belegen im Übrigen auch Jostarndt und Sautner (2008) für den deutschen Kapitalmarkt. In ihrer empirischen Analyse insolvenzgefährdeter Unternehmen in Deutschland zeigen sie, dass ein Vorstandswechsel in dieser Gruppe notleidender Unternehmen in etwa doppelt so häufig vorkommt wie bei wirtschaftlich gesunden Unternehmen. Vgl. Jostarndt und Sautner (2008), S. 2188 f.

Der Markt für Unternehmenskontrolle

Ausgehend von dem Bedürfnis nach sicherer Beschäftigung wurde die disziplinierende Wirkung von Übernahmegeboten (*takeover bids*) auf das Verhalten nutzenmaximierender Manager bereits frühzeitig erkannt.[169] Manne (1965) erläutert den Zusammenhang zwischen Unternehmensführung, Aktienkursentwicklung und der disziplinierenden Wirkung von Übernahmen: Eine ineffiziente Unternehmensführung führt zu einer schlechten Entwicklung des Aktienkurses. Das schafft wiederum günstige Vorraussetzungen für eine Unternehmensübernahme und den anschließenden Austausch des ineffizienten Managements. Auf diese Weise diszipliniert ein funktionierender Markt für feindliche Übernahmen, der allgemein auch als Markt für Unternehmenskontrolle bezeichnet wird, Manager und schützt damit die Interessen einflussloser Minderheitsaktionäre.[170] Jensen und Ruback (1983) interpretieren den *market for corporate control* als Arena für den Wettbewerb von Managementteams.[171]

Von einer Unternehmensübernahme spricht man, wenn die Kontrollrechte (bzw. die Leitungsbefugnis)[172] eines Unternehmens (Akquisitionsobjekt, Zielgesellschaft, *target*) auf ein anderes Unternehmen (bzw. ein anderes Wirtschaftssubjekt, den Kontrollerwerber) übergehen.[173] Je nach Einverständnis des Managements der Zielgesellschaft kann man eine freundliche (*friendly takeover*) und eine feindliche Übernahme (*hostile takeover*) unterscheiden.[174] Da die Verwaltungs-(Kontroll)Rechte auf dem Sekundärmarkt nicht getrennt von den Vermögensrechten gehandelt werden, überlagert der Markt für Unternehmenskontrolle den Aktienmarkt.[175] Zur Übernahme eines anderen Unternehmens kommen unterschiedliche Techniken in Frage: der Kauf von Anteilen über die Börse, ein Paketkauf außerhalb der Börse (*over-the-counter*), ein öffentliches

---

[169] Vgl. Marris (1963), S. 189-191.

[170] Vgl. Manne (1965), S. 112 f.

[171] Vgl. Jensen und Ruback (1983), S. 6.

[172] Kontrollrechte implizieren Rechte über Unternehmensressourcen, die Besetzung und Entlohnung des Top-Managements, vgl. Jensen und Ruback (1983), S. 5 f.

[173] Unternehmensübernahmen können als *share deal*, d.h. durch den Kauf von Anteilen (gesellschaftsrechtliche Lösung) oder als *asset deal*, d.h. durch den Kauf von Vermögensgegenständen der Zielgesellschaft (vermögensrechtliche Lösung) durchgeführt werden.

[174] Für eine Systematisierung von Unternehmensübernahmen, vgl. Flassak (1995), S. 6-19.

[175] Vgl. die Definitionen von Flassak (1995), S. 148 und Fischer und Rudolph (2000), S. 421.

Übernahmeangebot (*tender offer, takeover bid*), eine Fusion oder eine Beeinflussung mittels Stimmrechtsvollmachten (*proxy fight)*.[176]

Modelltheoretisch zeigen erstmals Grossman und Hart (1980), dass die Gefahr von Übernahmeangeboten unter bestimmten Umständen geeignet ist, die externen Effekte der Unternehmenskontrolle zu internalisieren.[177] In ihrem Basismodell scheitert eine potenziell erfolgreiche Übernahme jedoch zunächst an Trittbrettfahrerproblemen (sog. *free-rider*-Probleme). Erst wenn die Rechte der nicht verkaufenden Minderheitsaktionäre nach einer Übernahme, z.B. durch entsprechende Vereinbarungen in der Unternehmensverfassung, eingeschränkt sind, können *takeover bids* ihre disziplinierende Wirkung entfalten.[178] Darauf aufbauend zeigt Scharfstein (1988) in seinem Modell, dass kontrollsuchende Bieter (*raider*) geeignet sind, Informationsasymmetrien zwischen Management und Aktionären zu mildern und den Unternehmenswert durch eine Übernahme, verbunden mit der Auswechslung des Managements, zu steigern. Die drohende Gefahr einer Übernahme schützt daher die Aktionäre vor ineffizientem Managerverhalten.[179]

In angelsächsischen Ländern ist die Existenz eines aktiven Marktes für Unternehmenskontrolle durch zahlreiche Studien empirisch bestätigt.[180] Jensen (1988) interpre-

---

[176] Für einer Erläuterung der unterschiedlichen Techniken, vgl. Flassak (1995), S. 150-158.

[177] Unternehmenskontrolle kann als öffentliches Gut verstanden werden, vgl. Grossman und Hart (1980), S. 59.

[178] Vgl. Grossman und Hart (1980), S. 42-47.

[179] Vgl. Scharfstein (1988).

[180] Vgl. für die USA z.B. Jensen (1988), S. 22. Er hat in den USA im Jahr 1986 40 feindliche Übernahmeversuche registriert. Insgesamt wurden 143 der 500 größten amerikanischen Unternehmen aus dem Jahr 1980 (Fortune 500 Unternehmen) bis zum Jahr 1989 übernommen. Das Übernahmevolumen in den 1980er Jahren betrug in den USA mehr als 1,3 Mrd. US-Dollar. Vgl. Tirole (2006), S. 43 oder auch Holmstrom und Kaplan (2001), S. 123-127. Für Großbritannien siehe Franks und Mayer (1996), S. 165. Sie haben in den Jahren 1985 und 1986 80 feindliche Übernahmeversuche in Großbritannien untersucht. In Kontinentaleuropa sind feindliche Übernahmen dagegen selten. Ob daher z.B. in Deutschland tatsächlich ein Markt für Unternehmenskontrolle existiert, ist selbst unter Experten nicht vollkommen klar. Zwar besteht Einigkeit darüber, dass es – zumindest vor der Einführung der Veröffentlichungspflicht eines verbindlichen Übernahmeangebots ab einer Beteiligung von 30% – einen sehr regen Markt für größere Aktienpakete gegeben hat (vgl. Franks und Mayer (2001), Jenkinson und Ljungqvist (2001), Köke (2004)), aber es herrscht kein Konsens darüber, inwieweit dieser Markt für Aktienpakete tatsächlich zur Disziplinierung des Managements beigetragen hat. Köke (2004) argumentiert, dass es in Deutschland keinen zu den angelsächsischen Ländern vergleichbaren Markt für Unternehmenskontrolle gibt. In seiner Analyse von Kontrollwechseln in 1.000 börsennotierten und privaten Unternehmen kommt es zwar infolge schlechter Unternehmensperformance zu Wechseln bezüglich des kontrollierenden Aktionärs, und damit einhergehend zu einer häufigen Auswechslung des Managements. Allerdings kommt es letztlich zu keiner

tiert Unternehmensübernahmen als kostengünstigere Alternative zur Insolvenz für einen Ausstieg aus einem schrumpfenden Industriezweig.[181] Sowohl Clark und Ofek (1994) als auch Hotchkiss und Mooradian (1998) stellen in empirischen Untersuchungen fest, dass der Kontrollerwerber von Krisenunternehmen häufig aus derselben Branche kommt. Er kann daher den Wert und die zukünftigen Verwendungsmöglichkeiten für Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft besser einschätzen als andere potenzielle Käufer.[182] Beide Analysen stellen einen vergleichsweise geringen Anteil feindlicher Übernahmen fest.[183] In der Übernahmewelle der 1980er Jahre in den USA und bei Unternehmensübernahmen in Europa in den letzten Jahren kommt jedoch auch Finanzinvestoren (z.B. Private-Equity-Gesellschaften) und einer speziellen Form der Unternehmensübernahme – dem sog. *leveraged buyout* – eine immer größere Bedeutung zu. In einer *leveraged-buyout*-Transaktion übernimmt die Private-Equity-Gesellschaft in der Regel etablierte Unternehmen mit anerkannten Produkten, sicherer Wettbewerbsposition und konstanten Cash-Flows unter einem hohen Fremdkapitaleinsatz.[184] Erfolgt die Übernahme unter Beteiligung des Managements spricht man von einem *management buyout*. Nach der Übernahme versucht die Private-Equity-Gesellschaft, durch finanzielle, operative und strategische Werttreiber sowie einer Verbesserung der Corporate Governance, den Unternehmenswert zu steigern und das Unternehmen nach einer Haltedauer von in der Regel drei bis sieben Jahren zu veräußern.[185]

---

signifikanten Verbesserung der Unternehmensperformance. Hieraus schließt Köke, dass der Markt für Unternehmenskontrolle kein funktionierender Corporate-Governance-Mechanismus ist. Vgl. Köke (2004), S. 54. Jenkinson und Ljungqvist (2001) kommen dagegen auf Basis einer klinischen Analyse mittels 17 Fallstudien zu dem Ergebnis, dass es in Deutschland zwar kaum öffentliche feindliche Übernahmeangebote (*hostile tender offers*) gibt, aber trotzdem große Aktienpakete mit der Absicht einer feindlichen Einflussnahme gehandelt werden. Von diesem Pakethandel, so argumentieren die Autoren, kann auch eine disziplinierende Wirkung des Managements ausgehen. Vgl. Jenkinson und Ljungqvist (2001), S. 398.

[181] Vgl. Jensen (1988), S. 24 bzw. mit ähnlicher Argumentation Manne (1965), S. 111.

[182] Vgl. Clark und Ofek (1994), S. 548 bzw. Hotchkiss und Mooradian (1998), S. 240.

[183] Vgl. Clark und Ofek (1994), S. 548 f. bzw. Hotchkiss und Mooradian (1998), S. 252.

[184] Vgl. Kaserer et al. (2007), S. 15.

[185] Für eine detaillierte ökonomische Analyse von Unternehmensübernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften vgl. Kaserer et al. (2007). Zu den Werttreibern vgl. unter anderem Kaserer et al. (2007), S. 92-100. Für eine Analyse solcher Transaktionen im Zusammenhang mit Familienunternehmen vgl. die Arbeit von Klöckner (2009).

Kontrolle durch Großaktionäre

In Aktiengesellschaften mit hohem Streubesitz haben Einzelaktionäre aufgrund ihres geringen Eigentumsanteils und bestehender Informationsasymmetrien kein Interesse, sich an der Kontrolle des Managements zu beteiligen. Mikroökonomisch kann die Kontrolle des Managements als öffentliches Gut verstanden werden, das durch externe Effekte eingeschränkt ist.[186] Dieses Trittbrettfahrerproblem der Unternehmenskontrolle (*free-rider*-Problem) ist in der Literatur vielfach thematisiert.[187] Shleifer und Vishny (1986) zeigen modelltheoretisch, dass Investoren, die aufgrund der Größe ihrer Vermögensposition einen Anreiz zur Kontrolle des Managements haben, zur Überwindung des *free-rider*-Problems beitragen.[188] Solange die *blockholder* dabei ihre kumulierten Stimm- und Vermögensrechte einsetzen, um den gesamten Unternehmenswert zu steigern, profitieren davon auch Minderheitsaktionäre durch die Teilung privater Kontrollrenditen (sog. *shared benefits of control).* Neben der modelltheoretischen Begründung von Shleifer und Vishny (1986) lassen sich diese *shared benefits of control* auch empirisch nachweisen, z.B. durch die Ausübung von Aufsichtsratsmandaten oder in Form auffällig hoher positiver Aktienrenditen bei Existenz von *blockholdern*.[189]

Großeigentümer haben aber ebenfalls einen Anreiz, ihre Macht zur privaten Nutzung von Unternehmensressourcen einzusetzen. Zum Nachteil von Minderheitsaktionären können dadurch sog. *private benefits of control* entstehen.[190] Barclay und Holderness (1989) kommen zu dem Ergebnis, dass Aktienpakete im Vergleich zum Börsenkurs nach Bekanntgabe durchschnittlich mit einem Aufschlag von 20 Prozent gehandelt

---

[186] Zum Begriff des öffentlichen Gutes vgl. z.B. Frank (2000), S. 626.

[187] Vgl. z.B. Grossman und Hart (1980), S. 42 oder Shleifer und Vishny (1997), S. 741.

[188] Das Modell von Shleifer und Vishny (1986) baut auf Überlegungen von Grossman und Hart (1980) auf. Es kann gezeigt werden, dass große Minderheitsinvestoren (deren Anteil am Unternehmen geringer als 50 Prozent ist) durch exklusiven Zugang zu einer besseren Technologie die Chancen einer erfolgreichen feindlichen Übernahme bei ineffizienter Unternehmensführung erhöhen. Dadurch wird die Kontrolle des bestehenden Managements zum Wohl aller Aktionäre verbessert. Weiterhin beleuchten die Autoren den Einfluss von Großaktionären durch sog. *proxy fights* und direkte Verhandlungen mit dem Management, vgl. Shleifer und Vishny (1986), S. 465-474. Vgl. zum direkten Einfluss von *blockholdern* über die sog. „*voice*-Option" auch die Arbeiten von Admati et al. (1994), Kahn und Winton (1998), Maug (1998) oder Mello und Repullo (2004). Empirische Evidenz liefern beispielsweise Ferreira und Matos (2008) oder für Deutschland Petry (2009a).

[189] Vgl. Holderness (2003), S. 54 bzw. modelltheoretisch Shleifer und Vishny (1986), S. 465-474.

[190] Vgl. Barclay und Holderness (1989), S. 373 f. Für eine ausführliche Diskussion möglicher Kosten durch Großinvestoren, vgl. auch Shleifer und Vishny (1997), S. 758-761.

werden. Da sich Aktienpakete im Zeitablauf selten auflösen,[191] spiegelt dieser Handelsaufschlag – so die Argumentation der beiden Autoren – auch die mit dem Aktienpaket assoziierten *private benefits of control* wider.[192] Verbriefen Vorzugsaktien mehr als eine Stimme (*superior voting rights*), kann die Abweichung von dem Prinzip, dass jede Aktie ein Stimmrecht bedeutet (*one share-one vote*), *private benefits of control* verstärken.[193] Außerdem besteht die Gefahr, dass die Existenz von Großaktionären oben aufgeführte Konflikte zwischen einzelnen Anspruchsgruppen (Eigentümer, Gläubiger, Management bzw. Arbeitnehmer) verschärft.[194]

Dieses Phänomen kann im Zusammenhang mit Familienunternehmen bedeutsam sein, weil Gründerfamilien ein großes Interesse haben, die Kontrolle über das Familienunternehmen zu behalten und an nachfolgende Generationen weiterzugeben. Letztlich bedeutet dies, dass die Gründerfamilie mit ihrer Beteiligung auch familieninterne Ziele verfolgt.[195] Ein Indiz für die Existenz privater Kontrollrenditen in Familienunternehmen ist, dass Unternehmen mit unterschiedlichen Aktiengattungen häufig von Familien dominiert werden.[196] Weiterhin zeigen Villalonga und Amit (2009), dass Gründerfamilien in den USA nicht nur die Emission unterschiedlicher Aktiengattungen, son-

---

[191] Vgl. Barclay und Holderness (1989), S. 375 f. und S. 377 bzw. modelltheoretisch Shleifer und Vishny (1986), S. 477.

[192] Vgl. Barclay und Holderness (1989), S. 378-381.

[193] Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 758 bzw. für eine modelltheoretische Betrachtung zur Optimalität von *one share – one vote* und einfacher Mehrheit bei Aktionärsversammlungen, vgl. Grossman und Hart (1988), S. 182-199 bzw. Harris und Raviv (1988), S. 207-226.

[194] In diesem Zusammenhang spricht man auch davon, dass zwar der Konflikt zwischen Management und Aktionären (Agency-Konflikt I) reduziert wird. Gleichzeitig entsteht bzw. verschärft sich ein anderer Konflikt, nämlich der zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären (Agency-Konflikt II).

[195] Vgl. Achleitner et al. (2009a), S. 20 f.

[196] Nenova (2001) kann in ihrer Studie zeigen, dass in den 18 untersuchten Ländern börsennotierte Unternehmen mit mehreren Aktiengattungen (*dual-class firms*) überwiegend von Familien dominiert werden. Für Deutschland identifiziert Nenova (2001) im Jahr 1999 z.B. 65 solcher *dual-class firms*. 77% dieser Unternehmen haben einen 20%-Kontrollaktionär in Form einer Familie. Vgl. Nenova (2001), S. 22. Ehrhardt und Nowak (2003) argumentieren, dass traditionelle Familienunternehmen in Deutschland entgegen dem aktuellen Trend nicht bereit sind, ihre stimmrechtslosen Vorzugsaktien in Stammaktien umzuwandeln. Weiterhin finden Kontrolltransfers in deutschen börsennotierten Familienunternehmen häufig *en bloc* statt. Die Autoren werten beide Phänomene als Indizien für die Existenz privater Kontrollrenditen in deutschen börsennotierten Familienunternehmen. Vgl. Ehrhardt und Nowak (2003), S. 375. Cronqvist und Nilsson (2003) zeigen, dass *dual-class shares* in Schweden in Familienunternehmen üblicher sind als in Nicht-Familienunternehmen. Vgl. Cronqvist und Nilsson (2003), S. 697. Vgl. zusammenfassend auch Adams und Ferreira (2008), S. 62.

dern auch andere Mechanismen einsetzen, um ihre Kontrolle im Unternehmen zu wahren.[197] Die Studie von Villalonga und Amit (2009) ist allerdings auch ein Beleg dafür, dass sich die Existenz solcher Mechanismen zur Sicherung der Familienkontrolle nicht per se wertmindernd auswirken muss.[198]

Daneben weist Tirole (2006) darauf hin, dass Unternehmenskontrolle durch Großaktionäre gewissen Grenzen unterliegt. Nachdem die Interessen der Großaktionäre in der Regel wiederum von delegierten Managern wahrgenommen werden, kann es z.B. auch innerhalb des Großaktionärs selbst zu Prinzipal-Agenten-Konflikten kommen. Das kann auf institutionelle Investoren, strategische Investoren und Familienaktionäre gleichermaßen zutreffen. Manager von institutionellen Investoren (z.B. Pensionskassen oder Investmentfonds) investieren Gelder nicht auf eigene Rechnung, sondern auf fremde Rechnung (d.h. für eine Vielzahl unorganisierter Kleininvestoren). Letztlich sind diese Fondsmanager daher auch nur Agenten dieser Investoren. Strategische Investoren (d.h. andere Unternehmen) unterliegen denselben Prinzipal-Agenten-Problemen wie die Unternehmen, die sie eigentlich überwachen sollen. Im Fall von Familienaktionären können Konflikte innerhalb der Familie ihre Effizienz als Kontrollaktionäre reduzieren. Daher stellt sich die Frage, ob Unternehmenskontrolle durch Großaktionäre tatsächlich die Corporate Governance verbessert. Erstens ist unklar, ob jemand wiederum die Großaktionäre überwacht und zweitens bleibt fraglich, ob sich aus der Beziehung zwischen Großaktionär und Management nicht noch andere Probleme ergeben, wie z.B. ein zu geringes Niveau an Unternehmenskontrolle oder eine Zusammenarbeit des Managements mit dem Kontrollaktionär nach dem Motto „quid

[197] Konkret untersuchen Villalonga und Amit (2009) vier unterschiedliche Mechanismen zur Sicherung der Kontrolle: Eigentümerpyramiden, unterschiedliche Aktiengattungen, Stimmrechtskoalitionen und überproportionale Vertretung der Gründerfamilie im *board of directors* (im Verhältnis zu ihren Eigentumsanteilen). Vgl. Villalonga und Amit (2009), S. 3048 f.

[198] Villalonga und Amit (2009) attestieren vor allem den Eigentumspyramiden und den Stimmrechtskoalitionen einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert. Dagegen wirken sich die Etablierung unterschiedlicher Aktiengattungen und die überproportionale Vertretung im *board of directors* wertmindernd aus. Vgl. Villalonga und Amit (2009), S. 3086. Im Übrigen wird in Kapitel 4.1 ausführlich dargelegt, dass (börsennotierte) Familienunternehmen keine schlechtere (ggf. sogar eine bessere) Unternehmensperformance aufweisen als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen. Dies spricht dafür, dass Minderheitsaktionäre per saldo von der Präsenz der Gründerfamilie profitieren. Weiterhin argumentieren Adams und Ferreira (2008), dass die Frage, ob Abweichungen vom *one share-one vote*-Prinzip sich negativ auf den Unternehmenswert auswirken, empirisch schwierig zu beantworten ist. Vgl. Adams und Ferreira (2008), S. 53.

pro quo“, die zu einer gemeinsamen Bereicherung auf Kosten der Minderheitsaktionäre führt.[199]

Letztlich können Großaktionäre nicht nur direkt durch *monitoring* die Corporate Governance eines Unternehmens („*voice*“) beeinflussen, sondern auch dadurch, dass sie ihre Anteile veräußern, wenn sich die Unternehmensperformance schlecht entwickelt („*exit*“). Die latente Gefahr, dass kleinere *blockholder* ihre Anteile verkaufen und damit die Entwicklung des Aktienkurses negativ beeinflussen, stellt eine – wenn auch in Kontinentaleuropa aufgrund der konzentrierten Eigentümerstrukturen weniger bedeutende – Option dar, wie *blockholder* Einfluss auf das Management ausüben können.[200]

Anlegerschutz

Wie bereits in Kapitel 3.2 erläutert, sind Rechtsinstitutionen aus mindestens zwei Gründen von hoher Bedeutung für die Ausprägung von Corporate-Governance-Mechanismen: Erstens schaffen Rechtsinstitutionen das Umfeld (*contracting environment*) für vertragliche Regelungen zwischen den beteiligten Akteuren (Eigen- und Fremdkapitalgeber, Management, Arbeitnehmern etc.). Zweitens ist der Anleger- und Gläubigerschutz ein wichtiger Faktor, um Kapitalgeber (vor allem Kleinanleger und Gläubiger) zur Investition ihrer Ersparnisse zu bewegen.[201] Hierbei ergeben sich weltweit deutliche Unterschiede hinsichtlich des Anlegerschutzes: Deutschland zeichnet sich z.B. durch besonders hohe Standards beim Gläubigerschutz – zumindest für Gläubiger mit Sicherheiten – aus.[202] Dies ist sicherlich ein Grund dafür, dass Deutschland sich über Jahrzehnte hinweg zu einem bankorientierten Finanzsystem entwickelt hat. Der Anlegerschutz für Kleinaktionäre (der ein wichtiger Faktor ist, um der Ausbeutung von Minderheitsaktionären vorzubeugen) ist dagegen in den angelsächsischen Ländern traditionell deutlich stärker ausgeprägt als in Kontinentaleuropa, Skandina-

[199] Vgl. Tirole (2006), S. 41-43 bzw. die Argumentation von Coffee (1991), dass institutionelle Investoren bzw. deren Fondsmanager einer zu geringen Kontrolle unterliegen.

[200] Vgl. hierzu z.B. die Diskussion in Tirole (2006), S. 333-335 sowie weiterführend die theoretischen Arbeiten von Edmans (2009), Edmans und Manso (2009) oder Admati und Pfleiderer (2009). Für empirische Evidenz vgl. Parrino et al. (2003), Chen et al. (2007) oder McCahery et al. (2008). Für Deutschland vgl. Petry (2009a). Letztlich geht die Diskussion über aktive oder passive Unternehmenskontrolle zurück auf Hirschman (1970).

[201] Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 750 oder La Porta et al. (1998), S. 1114.

[202] Vgl. La Porta et al. (1998), S. 1138 bzw. Tirole (2006), S. 54.

vien oder Japan.[203] Nichtsdetostrotz ist der Anlegerschutz in diesen Ländern immer noch besser als in zahlreichen Entwicklungsländern. Die Tatsache, dass in den angelsächsischen Ländern die Unternehmensfinanzierung mit Eigenkapital über organisierte Kapitalmärkte und die Aktienkultur unter den Privatanlegern einen viel höheren Stellenwert einnimmt als in anderen entwickelten Ländern, unterstreicht die große Bedeutung des Anlegerschutzes als Mechanismus, durch den sich vor allem Kleinaktionäre gegen opportunistisches Verhalten des Managements (Agency-Konflikt I) bzw. der Mehrheitsaktionäre (Agency-Konflikt II) schützen können. Insofern kann man den Anlegerschutz durchaus als externen Corporate-Governance-Mechanismus interpretieren.[204] Das nachfolgende Kapitel 3.4 greift diese Diskussion auf und geht insgesamt noch stärker auf die institutionellen Unterschiede zwischen marktorientierten und bankorientierten Finanzsystemen ein. Die Diskussion des deutschen Finanzsystems vor dem Hintergrund aktueller rechtlicher Entwicklungen ist dabei das zentrale Ziel des nachfolgenden Teilkapitels.

[203] Vgl. La Porta et al. (1998), S. 1113 bzw. Tirole (2006), S. 54.

[204] Vgl. hierzu Tirole (2006), S. 53-56 oder z.B. die Arbeit von La Porta et al. (2000). Für eine genauere Analyse der institutionellen Unterschiede in marktorientierten und bankorientierten Finanzsystemen, vgl. Kapitel 3.4

3.4 Finanzsysteme bzw. Corporate-Governance-Systeme

3.4.1 Begriff des Finanzsystems

Der Begriff eines Finanzsystems ist nicht eindeutig definiert. Vielmehr kann man ihn in einer „engen und einer weiten" Fassung verwenden. In einer „engen Definition" umfasst das Finanzsystem einen Teilbereich der Volkswirtschaft, der den anderen volkswirtschaftlichen Sektoren Finanzdienstleistungen anbietet. Selbst nach dieser engen Definition besteht ein Finanzsystem aus unterschiedlichen Komponenten bzw. Finanzintermediären, unter anderem aus Zentralbanken, Banken sowie sonstigen Finanzinstitutionen (wie z.B. Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds, Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften oder Hedge Fonds), organisierten Kapitalmärkten und den relevanten Aufsichts- und Überwachungsbehörden. Folgt man jedoch einer „weiten Definition" eines Finanzsystems, umfasst es alle Aufgaben im Zusammenhang mit dem Angebot und der Nachfrage von Kapital.[205]

Ein Finanzsystem sorgt insbesondere dafür, dass Ersparnisse bzw. Kapital von Kapitalanbietern, d.h. von Marktteilnehmern mit Einkommensüberschuss (sog. *surplus spending units*, in der Regel kommt diese Rolle den privaten Haushalten zu) zu Kapitalnachfragern, d.h. Marktteilnehmern mit Investitionsmöglichkeiten (sog. *deficit spending units*, in der Regel handelt es sich hierbei um private Unternehmen oder den Staat) transferiert werden. Innerhalb dieses Transformationsprozesses lösen die beteiligten Finanzintermediäre bzw. der organisierte Kapitalmarkt Probleme, die einen direkten Transfer von Kapitalanbietern zu Kapitalnachfragern in der Regel verhindern. Das Hauptproblem besteht darin, dass Kapitalanbieter und -nachfrager unterschiedliche Präferenzen, Bedürfnisse und Nutzenfunktionen haben. Während Sparer in der Regel kleinere Beträge oftmals möglichst sicher und kurzfristig verfügbar anlegen wollen, haben Unternehmen das Bedürfnis, größere, ggf. unsichere und langfristige Investitionsprojekte zu finanzieren. Insofern übernehmen Finanzdienstleister und Kapitalmärkte Aufgaben der Losgrößen, Fristen- und Risikotransformation. Darüber hinaus existieren – wie in Kapitel 3.2 beschrieben – ex-ante und ex-post Informationsasymmetrien zwischen den beteiligten Vertragspartnern, die zu adverser Selektion, moralischem Risiko und damit zu einem Marktversagen führen können. In diesem Sinn

[205] Vgl. zur engen und weiten Definition von Finanzsystemen Schmidt und Tyrell (2004), S. 21.

übernehmen Finanzintermediäre zusätzlich Selektions- und Überwachungsaufgaben.[206] Gerade in den letzten Jahren haben Finanzintermediäre darüber hinaus auch eine Verbriefungsfunktion (*financial securitization*) übernommen, d.h. sie haben spezifische Vermögensgegenstände und Risiken handel- und veräußerbar gemacht.[207]

Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass ein Kontinuum an Finanzsystemen existiert, deren Extrempunkte ursprünglich (d.h. zumindest bis vor zehn bis 15 Jahren) durch zwei unterschiedliche Prototypen an Finanzsystemen gekennzeichnet sind: Das marktorientierte (angelsächsische) Finanzsystem (in den USA und Großbritannien) und das bankorientierte (kontinentaleuropäische) Finanzsystem (z.B. typisch für Deutschland und andere kontinentaleuropäische Länder sowie für Japan).[208] Diese Finanzsysteme unterscheiden sich dabei hinsichtlich der relativen Bedeutung von organisierten Kapitalmärkten und Banken für die Unternehmensfinanzierung. Weiterhin unterscheiden sich die beiden Finanzsysteme auch hinsichtlich der eingesetzten Corporate-Governance-Mechanismen sehr stark. Früh (1999) spricht in diesem Zusammenhang von den marktorientierten angelsächsischen *shareholder*-Systemen im Vergleich zu den institutionenorientierten *stakeholder*-Systemen Kontinentaleuropas und Japans. In Letzteren, die er auch als *insider*-Systeme bezeichnet, übernehmen Großaktionäre, Banken und Arbeitnehmer als *insider* eine bedeutende Kontrollfunktion, während in den angelsächsischen Shareholder-Systemen, die er auch *outsider*-Systeme nennt, der Markt als externer Corporate-Governance-Mechanismus dominiert.[209] Schmidt und

---

[206] Vgl. hierzu die Arbeiten von Diamond (1984) sowie Tyrell (2003).

[207] Vgl. hierzu Schmidt und Tyrell (2004), S. 23-30. Die Autoren weisen darauf hin, dass man ein Finanzsystem unterschiedlich tief analysieren kann. Während ein institutioneller Ansatz (*institutional approach*) vor allem auf die deskriptive Beschreibung der Finanzinstitutionen abzielt, betont der intermediäre Ansatz (*intermediation approach*) die hier dargestellte Intermediärs- bzw. Transformationsfunktion eines Finanzsystems. Der funktionale Ansatz (*functional approach*) beschreibt noch breiter die unterschiedlichen Funktionen eines Finanzsystems (inklusive der unterstützenden Funktion für den Austausch von Gütern und Dienstleistungen oder das Management von Risiken etc.), während der systematische Ansatz (*systematic approach*) sich weitergehend damit beschäftigt, inwiefern die einzelnen Elemente bzw. Komponenten eines Finanzsystems tatsächlich zusammen passen (d.h. komplementär sind). Nach diesem Ansatz lässt sich auch beurteilen, inwieweit ein Finanzsystem konsistent ist (auch wenn die empirische Umsetzung sehr schwierig ist und oft nicht vollständig gelingt).

[208] Vgl. zu den Begriffen marktorientiertes versus bankorientiertes (oder kontrollorientiertes) Finanzsystem z.B. Allen und Gale (2000), S. 30-42; Krahnen und Schmidt (2004) oder Rudolph (2006), S. 549-556.

[209] Vgl. Früh (1999), S. 37-125 bzw. zusammenfassend S. 315 oder Schmidt (2004) S. 397. Darüber hinaus werden diese beiden Prototypen an Finanzsystemen in der Literatur oftmals mit weiteren, unterschiedlichen Fachbegriffen bezeichnet, z.B. als *outsider* vs. *insider system* (Franks et al.

Tyrell (2004) argumentieren, dass das Corporate-Governance-System, d.h. die Mechanismen mit denen Kapitalgeber gegenüber den Kapitalnachfragern Informationsasymmetrien reduzieren und diese ggf. beeinflussen oder kontrollieren, ein integraler Bestandteil eines jeden Finanzsystems ist.[210] Sparer werden nämlich sicherlich nur dann zum oben angesprochenen Transformationsprozess bereit sein, wenn ein entsprechendes Geflecht an institutionellen oder marktorientierten Mechanismen dafür sorgt, dass der Unternehmenssektor ihre Ersparnisse renditeorientiert anlegt und sie diese zu einem zukünftigen Zeitpunkt unter Zuhilfenahme diverser Finanzintermediäre abrufen und zurückerhalten können. Alternativ gibt es daher in der Literatur auch Untersuchungen, die anstelle von unterschiedlichen Finanzsystemen auch von unterschiedlichen Corporate-Governance-Systemen sprechen.[211]

Das Design eines Finanzsystems bzw. Corporate-Governance-Systems ist aus einer Reihe von Gründen für die volkswirtschaftliche Entwicklung eines Landes (bzw. Wirtschaftsraums) von Bedeutung. Mittlerweile haben einige Arbeiten erste empirische Evidenz dafür geliefert, dass Corporate Governance und die Entwicklung des Finanzsystems die Verfügbarkeit und Kosten externen Kapitals, die Performance und Bewertung von Unternehmen und letztendlich auch das Wachstum einer Volkswirtschaft nachhaltig beeinflussen.[212]

(2009), S. 6), *market-orientated* vs. *blockholder-based* (Köke und Renneboog (2005), S. 477), *Anglo-Saxon* vs. *Continental European system*, *shareholder-* vs. *stakeholder system* (Matthes (2000), S. 21), *common law* vs. *civil law system* (La Porta et al. (1998), S. 1117-1135), *dispersed ownership* vs. *control ownership system* (Coffee (2001), S. 3) oder *market-based systems* vs. *control-based systems* (Thomsen et al. (2006), S. 249).

[210] Vgl. Schmidt und Tyrell (2004), S. 22.

[211] Vgl. Goergen et al. (2008), S. 43. Die Autoren definieren ein Corporate-Governance-System als „the amalgam of institutional and market-based mechanisms which ensure that the agent (i.e. the management) runs the firm for the benefits of one or multiple principals (shareholders, creditors, suppliers, clients, employees and other parties with whom the firm conducts its business). Das heißt, die Kombination unterschiedlicher (interner und externer) Corporate-Governance-Mechanismen (d.h. ein Corporate-Governance-System) sorgt dafür, dass sich der Agent möglichst im Sinn eines oder mehrerer Prinzipale (z.B. Aktionäre, Gläubiger, Kunden oder Zulieferer) verhält. Hierbei gilt es, die Konflikte zwischen den einzelnen Parteien zu minimieren.

[212] Vgl. hierzu z.B. für einen Überblick den Artikel von Levine (1997) sowie die Arbeiten von Schumpeter (1911), King und Levine (1993), Levine und Zervos (1998), Rajan und Zingales (1998b), Levine (1998) und La Porta et al. (2002). Hierbei sei allerdings einschränkend darauf verwiesen, dass es durchaus Arbeiten gibt, welche die Kausalität in Frage stellen. Alternativ könnte nämlich ein gut entwickeltes Finanzsystem eher das Resultat als die Ursache wirtschaftlicher Entwicklung sein. Vgl. hierzu z.B. Robinson (1952) und ggf. auch Rajan und Zingales (2003).

Hinsichtlich des Designs des Finanzsystems bzw. der Corporate-Governance-Mechanismen existieren weltweit große nationale Unterschiede.[213] Daher werden hier (i) die Prototypen dieser beiden Finanzsysteme – das marktorientierte und bankorientierte Finanzsystem – kurz erläutert (Kapitel 3.4.2) und (ii) die Bedeutung für die Entwicklung von Familienunternehmen (Kapitel 3.4.3) dargestellt. Weiterhin wird (iii) auf bestimmte aktuelle Veränderungen in der Regulierung der Corporate Governance (vor allem in Deutschland) hingewiesen (Kapitel 3.4.4). Zum Teil hängen diese regulatorischen Veränderungen mit einigen in der Öffentlichkeit stark beachteten Skandalen größerer Unternehmen (wie z.B. Enron, Worldcom oder Parmalat) zusammen. (iv) Letztlich hat dies zu einer Debatte geführt, ob es ein überlegenes Finanzsystem gibt und inwieweit sich die unterschiedlichen Finanzsysteme bzw. Corporate-Governance-Systeme angleichen (Konvergenzdebatte, vgl. Kapitel 3.4.5).

3.4.2 Marktorientiertes und bankorientiertes Finanzsystem

Traditionell ist ein marktorientiertes Finanzsystem durch folgende institutionelle Charakteristika gekennzeichnet: (i) Organisierte Kapitalmärkte haben eine hohe Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung, d.h. selbst kleinere Unternehmen haben einen guten Marktzugang und können sich über den organisierten Kapitalmarkt mit externem Eigen- und Fremdkapital finanzieren. (ii) Ein ausgeprägter Anlegerschutz motiviert Kleinanleger und institutionelle Anleger, auf dem organisierten Kapitalmarkt zu investieren (häufig in Verbindung mit einem auf Basis eines Kapitaldeckungsverfahrens organisierten Rentensystem).[214] (iii) In der Folge ergeben sich atomisierte Aktionärsstrukturen (d.h. eine geringe Eigentümerkonzentration und keine Bedeutung von Eigentümerpyramiden und Überkreuzbeteiligungen).[215] (iv) Hohe Publizitätsstandards[216]

---

[213] Vgl. z.B. Shleifer und Vishny (1997), S. 769. Mittlerweile existieren einige überblicksartige Arbeiten zu den nationalen Unterschieden hinsichtlich der Ausprägung einzelner Corporate-Governance-Mechanismen, vgl. unter anderem Barca und Becht (2002), Denis und McConnell (2003) oder Morck und Steier (2007).

[214] In den USA waren im Jahr 1995 die Hälfte aller Aktionäre Privatanleger, in Deutschland lediglich 17 Prozent. Vgl. Allen und Gale (2000), S. 82. Die damit verbundene starke Portfolioorientierung der Investoren sorgt für eine breite Risikodiversifizierung. Sekundärmärkte zeichnen sich durch hohe Liquidität und sehr gute Verkaufsmöglichkeiten der Investoren aus. Zum Zusammenhang zwischen Finanz- und Rentensystem vgl. darüber hinaus weiterführend z.B. Tyrell und Schmidt (2001).

[215] Die weitgehende Absenz von Eigentümerpyramiden in marktorientierten Finanzsystemen hängt vermutlich mit Regulierungsaspekten zusammen. Ein potenzieller Grund für die USA könnte in der

in Verbindung mit *true-and-fair-view* Rechnungslegungssystemen führen zur Reduzierung von Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensinsidern und außen stehenden Aktionären. (v) Einem funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle (*market for corporate control*) kommt eine hohe Bedeutung zur Disziplinierung des Managements zu.

Aktionäre haben in solchen Finanzsystemen gute Chancen, rechtliche Ansprüche gerichtlich geltend zu machen (*strong law enforcement*), falls das Management seine treuhänderischen Pflichten gegenüber den Aktionären (*fiduciary duty*) verletzt. Dies kann z.B. in Form von Aktionärssammelklagen (*class-action suits*) erfolgen. Weiterhin sorgen Aufsichtsbehörden, wie z.B. die *Securities and Exchange Commission (SEC)* oder das amerikanische Justizministerium (*U.S. Department of Justice*) für die effektive Umsetzung der vorgegebenen Transparenzstandards.[217] Typischerweise kommt den organisierten Kapitalmärkten in solchen Ländern eine hohe Bedeutung zu.[218] Corporate Governance orientiert sich am Grundsatz der *shareholder-value*-Maximierung und aus einer Prinzipal-Agenten-Perspektive besteht der Hauptkonflikt zwischen Management und Aktionären. Private Kontrollrenditen sind tendenziell gering.[219] Banken

---

Einführung einer Besteuerung konzerninterner Dividendenzahlungen in den 1930er Jahren liegen (vgl. hierzu Morck und Yeung (2005)), während die frühzeitige Einführung verpflichtender Übernahmeangebote einen plausiblen Grund für Großbritannien darstellt (vgl. Franks et al. (2005)).

[216] Die hohen Publizitätsstandards beziehen sich z.B. auf eine Veröffentlichungspflicht hinsichtlich *insider trading, related party transactions*, oder auch Vergütungsstrukturen des Topmanagements. Sie ergeben sich zum Teil aus den *true-and-fair-view* Rechnungslegungsvorschriften, zum Teil allerdings auch aus zusätzlichen aufsichtsrechtlichen Vorschriften für börsennotierte Unternehmen (z.B. durch die *Securities and Exchange Commission* in den USA).

[217] Vgl. für eine Beschreibung dieser Charakteristika unter anderem Shleifer und Vishny (1997), S. 769-771; Coffee (2001), S. 3 und außerdem Enriques und Volpin (2007), S. 127.

[218] Zum Beispiel ist die Relation aus Marktkapitalisierung und Bruttoinlandsprodukt in marktorientierten Finanzsystemen deutlich höher als in bankorientierten Finanzsystemen. So hat dieses Verhältnis im Jahr 1993 in den USA und Großbritannien 82% bzw. 140% betragen, während es in Deutschland bei 24% lag. Vgl. hierzu Allen und Gale (2000), S. 47.

[219] Empirisch werden private Kontrollrenditen durch Preisaufschläge beim Erwerb von Aktienpaketen (*block premium*) und Aktienpreisdifferenzen zwischen stimmberechtigten und stimmrechtslosen Aktien (*voting premium*) gemessen. Dyck und Zingales (2004) dokumentieren in einer internationalen Studie, dass die Höhe solcher Paketzuschläge je nach Herkunftsland des beteiligten Unternehmens stark variiert. Während die Paketzuschläge in den USA und Großbritannien mit jeweils 1% vergleichsweise gering sind, sind sie in Deutschland und Italien mit 10% bzw. 37% vergleichsweise hoch. Der internationale Durchschnitt solcher Paketzuschläge liegt bei 14% Vgl. Dyck und Zingales (2004), S. 551. Nenova (2003) analysiert ebenfalls Stimmrechtsprämien (*voting premiums*) im Fall mehrerer Aktiengattungen. In ihrer internationalen Studie kommt Nenova (2003) zu dem Ergebnis, dass diese Prämien in den USA bzw. Großbritannien durchschnittlich bei 2% bzw. 10% liegen, während sie in Deutschland und Italien bei 10% bzw. 29% liegen. Vgl.

kommt in diesem Corporate-Governance-Regime aus historischen Gründen eine relativ geringe Bedeutung zu.[220] Weiterhin sind sowohl Banken als auch Arbeitnehmer typischerweise nicht im *board of directors* vertreten. Mit dem *board of directors* ist in marktorientierten Finanzsystemen in der Regel ein monistisches (d.h. einstufiges) Boardsystem (*one-tier board structure*) üblich.[221]

Ein bankorientiertes Finanzsystem zeichnet sich hingegen traditionell durch folgende Charakteristika aus: (i) Banken haben eine hohe Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung. Sie sind in der Regel als Hausbanken[222] langfristig orientierte Kreditgeber (*relationship lending*) und können ihren Kunden als Universalbanken ein breites Produktportfolio anbieten. Weiterhin sind sie oftmals im Aufsichtsrat vertreten, können Eigentumsanteile an Unternehmen halten und darüber hinaus ihr Depotstimmrecht wahrnehmen, um Anleger auf der Hauptversammlung zu vertreten.[223] Dagegen haben

---

Nenova (2003), S. 336. Zingales (1994) dokumentiert, dass Stimmrechte an der Mailänder Börse zwischen 1987 und 1990 mit einer extrem hohen Prämie (von bis zu 90%) gehandelt werden, vgl. Zingales (1994), S. 125 f. Diese Ergebnisse unterstützen die These, dass private Kontrollrenditen in marktorientierten Finanzsystemen tendenziell geringer ausfallen als in bankorientierten Finanzsystemen.

[220] Einige Länder haben ein Trennbankensystem (z.B. Japan, bis vor kurzem auch die USA), andere Länder (Großbritannien, Deutschland) dagegen ein Universalbankensystem. Zur Erklärung von Trennbanken- bzw. Universalbankensystem, vgl. z.B. Achleitner (2002), S. 5-8. Vgl. zu der unterschiedlich stark ausgeprägten Regulierung von Bankensystemen den internationalen Vergleich von Frankel und Montgomery (1991), S. 284-287 oder Allen und Gale (2000), S. 87-93. Allerdings ist das in den USA als Folge der großen Bankenkrise Ende der 1920er Jahre durch den Glass-Stegall Act von 1933 eingeführte Trennbankensystem in den 1990er Jahren zunehmend aufgeweicht und durch den Gramm-Leach-Bliley-Act von 2002 mittlerweile auch de jure aufgehoben worden, was zu einer weiteren Deregulierung des amerikanischen Bankensystems entscheidend beigetragen hat. Vgl. z.B. Achleitner (2002), S. 5-8. Die Folgen der weltweiten Finanzkrise und der Zusammenbruch führender Investmentbanken wie Bear Sterns oder Lehmann Brothers im Jahr 2008 haben jedoch dazu geführt, dass alle Investmentbanken in den USA ihr bisheriges Geschäftsmodell zugunsten dem einer normalen *commercial bank* gewandelt haben. Vgl. Neubacher (2008), S. 8 in der Börsen-Zeitung vom 16. Oktober 2008. Inwieweit die aktuelle Banken- und Finanzkrise sich auf eine Neuordnung der Bankenregulierung auswirkt, ist derzeit noch nicht absehbar.

[221] Vgl. zur Zusammensetzung und den Aufgaben eines angelsächsischen *board of directors* die Darstellung in Kapitel 3.3.1.

[222] Typisch für eine Hausbankbeziehung ist ihre Langfristigkeit, die partnerschaftliche Ausrichtung und der Charakter der dominierenden Hauptbankbeziehung, vgl. zur Hausbankbeziehung Doberanzke (1993), S. 20-23 sowie Elsas und Krahnen (2004).

[223] Fremdfinanzierung findet in Deutschland nicht wie in den USA über den Markt (Anleihefinanzierung), sondern überwiegend individuell (Kreditfinanzierung) statt. Vgl. hierzu Allen und Gale (2000), S. 52. Vgl. zur Bedeutung der Banken für die Corporate Governance in Deutschland unter anderem Schmidt (2004), S. 395 sowie die Arbeiten von Cable (1985), Wenger und Kaserer (1998), Emmons und Schmid (1998), Edwards und Nibler (2000) sowie Gorton und Schmid (2000). Zum Beispiel zeigt der historische Fall der Feldmühle AG, welche Macht Banken durch die

organisierte Kapitalmärkte im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern mit marktorientierten Finanzsystemen eine untergeordnete Bedeutung. (ii) Der Anlegerschutz ist weniger stark ausgeprägt. Insgesamt ist daher eine relativ geringe Anzahl der Bevölkerung als Kleinanleger auf dem organisierten Kapitalmarkt als Investor tätig (das hängt unter anderem auch mit dem Rentensystem zusammen, das größtenteils auf einem Umlageverfahren anstatt auf einem Kapitaldeckungsverfahren basiert). (iii) Eigentümerstrukturen sind in der Regel selbst unter großen, börsennotierten Unternehmen hochkonzentriert (wobei komplizierte Eigentumsverflechtungen, wie z.B. Eigentümerpyramiden, Überkreuzbeteiligungen oder die Abweichung vom *one-share-one-vote* Prinzip durch unterschiedliche Aktiengattungen lange Zeit üblich waren). Außerdem haben die Aktionäre ein deutlich höheres Mitspracherecht bei bestimmten unternehmerischen Entscheidungen, wie z.B. Aktienrückkäufen, Dividendenzahlungen oder Kapitalerhöhungen.[224] (iv) Zumindest bis vor kurzem waren die Publizitätsanforderungen bei einem gleichzeitig konservativen Rechnungslegungssystem relativ gering.[225] (v) Der Markt für Unternehmenskontrolle spielt eine untergeordnete Rolle für die Disziplinierung des Managements, feindliche Übernahmen sind eine Ausnahme.[226] Darüber hinaus haben börsennotierte Unternehmen in Deutschland typischerweise ein dualisti-

---

Wahrnehmung ihres Depotstimmrechts ausüben können. In dem gescheiterten Versuch der Gebrüder Flick, die Feldmühle Nobel AG im Jahr 1988 zu übernehmen, hat die Deutsche Bank in der entscheidenden Aktionärsversammlung 55% der Stimmrechte wahrgenommen, obwohl die auf eigene Rechnung gehaltenen Eigentumsanteile nur 8% der Stimmrechte betragen haben. Vgl. Franks und Mayer (2001), S. 954 bzw. Goergen et al. (2008), S. 46. Dittmann et al. (2009) argumentieren, dass die Bedeutung der Banken in der Corporate Governance börsennotierter Unternehmen – vor allem deren Eigentumsanteile – in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen ist. Vgl. Dittmann et al. (2009), S. 3 f.

[224] Vgl. zur hohen Eigentümerkonzentration in bankorientierten Finanzsystemen z.B. La Porta et al. (1999), Barca und Becht (2002) oder Faccio und Lang (2002) sowie die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Arbeit in Kapitel 6.5.1. Zu den größeren Mitspracherechten vgl. unter anderem Enriques und Volpin (2007), S. 127 oder Cools (2005).

[225] Vgl. Daske et al. (2008). Zum konservativen deutschen Rechnungslegungssystem nach Handelsgesetzbuch (HGB) vgl. z.B. Harris et al. (1994) oder Leuz und Wüstemann (2004).

[226] Vgl. hierzu auch Fußnote 180 in Kapitel 3.3.2 sowie z.B. Franks und Mayer (2001), S. 974 und Köke (2004), S. 54. Eine gegenteilige Meinung vertreten Jenkinson und Ljungqivst (2001). Obwohl feindliche Übernahmen in der Tat rar sind (die Autoren identifizieren zu dem Zeitpunkt ihrer Untersuchung zwei feindliche Übernahmen: Krupp und Thyssen sowie Vodafone und Mannesmann), ist die Akkumulation von Aktionärsblöcken (*hostile stakes*) durchaus üblich. Die Autoren kommen daher zu dem Schluss, dass die Bildung solcher „feindlicher Aktionärsblöcke" in Deutschland in einer ähnlichen Häufigkeit auftreten wie feindliche Übernahmen in Großbritannien und dass von ihnen auch eine disziplinierende Wirkung ausgeht (vgl. Jenkinson und Ljungqvist (2001), S. 398 bzw. 430).

sches (d.h. zweistufiges) Führungssystem mit einem Vorstand und einem Aufsichtsrat (*two-tier board structure*). Hierbei ist zumindest ab einer bestimmten Unternehmensgröße bzw. Branchenzugehörigkeit aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Grundlagen eine Arbeitnehmervertretung innerhalb des Aufsichtsrats vorgesehen.[227] In einem solchen Finanzsystem werden die Interessen unterschiedlicher *stakeholder* berücksichtigt. Insofern spricht man von einer *stakeholder*-Orientierung (oder einer Maximierung des *stakeholder value*) anstatt einer *shareholder*-Orientierung (oder einer Maximierung des *shareholder value*). Aufgrund der konzentrierten Eigentümerstrukturen und der hohen Bedeutung der Bankenfinanzierung gewinnen die Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären sowie zwischen den Aktionären und den Gläubigern im Vergleich zum marktorientierten Finanzsystem zunehmend an Bedeutung.[228]

Natürlich stellt sich an dieser Stelle die Frage, welche Faktoren Unterschiede in der Ausprägung von Finanz- bzw. Corporate-Governance-Systemen verursachen. Während in der frühen Phase der Corporate-Governance-Forschung der Einfluss einzelner Corporate-Governance-Mechanismen (wie z.B. der *market for corporate control,* das *board of directors* oder die Vergütungsstrukturen) auf die Unternehmenspolitik und Unternehmensperformance im Vordergrund stand, hat sich mit den innovativen Arbeiten von La Porta et al. (1998, 1999, 2000, 2002) ein eigener Literaturstrang zu dem Themenbereich „*law and finance*" etabliert. Die Arbeiten dieses Literaturstrangs heben die Bedeutung rechtlicher Institutionen (wie z.B. *legal origin, investor protection, accounting rules, law enforcement* etc.) für die Entwicklung von Finanzsystemen und

---

[227] Diese Besonderheit des deutschen Corporate-Governance-Umfelds war Anlass für einige Untersuchungen zu der Frage, ob sich Arbeitnehmermitbestimmung per se positiv oder negativ auf den Unternehmenswert auswirkt. Bereits Jensen und Meckling (1979) haben in diesem Zusammenhang folgende Frage aufgeworfen: „If codetermination is beneficial to both stockholders and labor, why do we need laws which force firms to engage it?" (Jensen und Meckling (1979), S. 474). Benelli et al. (1987) und Baums und Frick (1998) kommen auf der Basis einer Eventstudie zu dem Ergebnis, dass paritätische Mitbestimmung gemäß dem MibestG von 1976 kaum Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben. Vgl. Benelli et al. (1987), S. 555. Fauver und Fuerst (2006) kommen hingegen zu dem Schluss, dass die Beteiligung von Arbeitnehmern mit Insiderinformationen (im Gegensatz zu Gewerkschaftsmitgliedern) an der Kontrolle des Managements positive Effekte für die Entwicklung des Unternehmenswerts haben kann, während Gorton und Schmid (2004) sowie Petry (2009b) zu dem gegenteiligen Ergebnis kommen. Vgl. für eine detaillierte Erläuterung der rechtlichen Regelungen zur Mitbestimmung in Deutschland Kapitel 3.3.1 sowie die Beschreibung der institutionellen Rahmenbedingungen in den hier aufgeführten Aufsätzen.

[228] Vgl. unter anderem Shleifer und Vishny (1997), S. 760, Faccio et al. (2001), S. 55 oder Kaserer et al. (2005), S. 4.

Corporate-Governance-Mechanismen hervor.[229] Dabei kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass der Anlegerschutz, der Entwicklungsstand des organisierten Kapitalmarkts und die Bedeutung der Außenfinanzierung in den angelsächsischen Ländern mit englischem Rechtssystem (*common law*) am höchsten sind, gefolgt von Ländern mit deutschem oder skandinavischem Ursprung (*civil law*). Schließlich folgen in dieser Reihenfolge solche Länder mit einem Rechtssystem französischen Ursprungs (*civil law*).[230] Das Entwicklungsniveau des organisierten Kapitalmarkts ist dagegen am geringsten in Entwicklungsländern, in denen häufig pyramidenartige Eigentümerstrukturen, familiäre Verflechtungen und interne Kapitalmärkte (*pyramidal business groups*) als Ersatz für ein funktionierendes Finanzsystem dienen.[231] In solchen Entwicklungsländern sind Institutionen zur Sicherung von Vertrauen und Sicherheit unter Vertragsparteien (z.B. durch Veröffentlichungspflichten, Anleger- und Gläubigerschutz sowie funktionierende Corporate-Governance-Mechanismen) schwach ausgeprägt. In der Folge ergeben sich große Informationsasymmetrien und Friktionen auf den Faktormärkten für Kapital, Rohstoffe und Humankapital. In einer derartigen Umgebung sind Geschäfte innerhalb einer Unternehmensgruppe sicherer als mit externen

---

[229] Auch Allen und Gale (2000), S. 110 f. beschreiben, dass politische, rechtliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen in einzelnen Ländern bzw. Regionen für die Entwicklung eines Finanzsystems verantwortlich sein können. Doidge et al. (2007) zeigen, dass sich Unterschiede in der Corporate Governance (gemessen anhand verschiedener Ratings zu Corporate Governance und Veröffentlichungspraktiken) hauptsächlich durch länderspezifische Variablen und kaum durch unternehmensspezifische Variablen erklären lassen. Insbesondere hat die Tatsache, ob es sich um eine Industrienation oder ein Entwicklungsland handelt, einen hohen Erklärungsgehalt. Unternehmensspezifische Variablen haben darüber hinaus in entwickelten Ländern einen höheren Erklärungsgehalt als in Entwicklungsländern, vgl. Doidge et al. (2007), S. 4 f. Acemoglu et al. (2001) argumentieren hingegen, dass die Kolonialisierung einen stärkeren Einfluss auf das institutionelle Umfeld hat als die Rechtstradition. Natürlich hängen jedoch beide Aspekte unmittelbar miteinander zusammen.

[230] Vgl. hierzu unter anderem auch Rudolph (2006), S. 557 oder Tirole (2006), S. 53-56. Aufbauend auf dieser „*law and finance*" Literatur untersuchen eine Reihe von Studien, inwieweit institutionelle Unterschiede zwischen einzelnen Ländern Unternehmenspolitik, Unternehmensperformance oder bestimmte Unternehmenscharakteristika beeinflussen. An dieser Stelle sollen nur einige wenige Beispiele illustrierend den hohen Einfluss dieses Literaturstrangs verdeutlichen. Zum Beispiel untersuchen Nenova (2003) und Dyck und Zingales (2004) den Einfluss des institutionellen Umfelds auf Paketzuschläge (*block premium*) bzw. Stimmrechtsprämien (*voting premium*). Leuz et al. (2003) untersuchen den Einfluss von Anlegerschutz und der institutionellen Rahmenbedingungen auf *earnings management*. Sie argumentieren, dass Unternehmensinsider in Ländern mit geringerem Anlegerschutz stärker auf *earnings management* Aktivitäten setzen, um ihre privaten Kontrollrenditen gegenüber den Minderheitsaktionären zu sichern. Vgl. Leuz et al. (2003), S. 507 f. Antoniou et al. (2008) betonen den Einfluss des Finanzsystems auf Kapitalstrukturentscheidungen.

[231] Vgl. unter anderem Shleifer und Vishny (1997), S. 770; Khanna und Palepu (2000), S. 868 f.; Khanna (2000); Morck et al. (2005), S. 672 oder Khanna und Yafeh (2005), S. 340 f. und 348.

Geschäftspartnern. Die Reputation der Unternehmerfamilie gewinnt an Bedeutung.[232] Insofern kommen Morck et. al. (2005) in diesem Zusammenhang zu folgendem Ergebnis: „Control pyramids may well be an economically rational response to poorly functioning markets in developing economies.“[233]

3.4.3 Finanzsysteme und Familienunternehmen

Burkart et al. (2003) liefern in einer modelltheoretischen Betrachtung eine potenzielle Erklärung dafür, warum die volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen mit der Entwicklung des Finanzsystems zusammenhängt: Sie legen dar, dass sich Familienunternehmen in Ländern mit sehr gutem Anlegerschutz (z.B. in den USA oder in Großbritannien) im Lauf ihres Lebenszyklus zu Unternehmen mit atomisierter Eigentümerstruktur wandeln. Hingegen sichern sich Familien in Ländern mit vergleichsweise gutem Anlegerschutz (z.B. in kontinentaleuropäischen Ländern) als Großaktionäre dauerhaft Kontrollrechte über das Familienunternehmen, geben aber die Unternehmensführung während des Lebenszyklus an ein externes Management ab. Schließlich bleibt in Ländern mit schlechtem Anlegerschutz (also in Entwicklungsländern) sowohl das Eigentum als auch die Unternehmensführung dauerhaft in den Händen der Unternehmerfamilie.

Letztlich entscheidet die Gründerfamilie die Nachfolgeentscheidung, indem sie (i) die besseren Managementfähigkeiten eines externen Managers (im Vergleich zu einem familieninternen Nachfolger) gegen (ii) dessen Möglichkeit zur Generierung privater Kontrollrenditen zu Lasten der Aktionäre abwägt. Während diese Ausbeutungsmöglichkeiten in Ländern mit sehr gutem Anlegerschutz tendenziell gering sind, sind sie in Ländern mit geringem Anlegerschutz vergleichsweise hoch. Daher kann dieses Modell der Unternehmensnachfolge in Familienunternehmen die empirisch beobachtbaren Unterschiede bezüglich der Eigentümerkonzentration und der Persistenz von Gründerfamilien in Aktionärsstrukturen erklären.[234] Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Bhattacharya und Ravikumar (2001) in ihrem Modell. Sie leiten formal her, dass Fa-

---

[232] Vgl. die Arbeiten von Khanna und Palepu (2000) und Khanna und Rivkin (2001) sowie Morck et al. (2005), S. 671 f.

[233] Morck et al. (2005), S. 672.

[234] Vgl. Burkart et al. (2003), S. 2169 f.

milienunternehmen größer sind, länger Bestand haben und niedrigere Investitionsquoten aufweisen, sofern Kapitalmärkte weniger stark entwickelt sind.[235]

Inwieweit die institutionellen Rahmenbedingungen die Entwicklung der Eigentümerstrukturen (und insbesondere die Entwicklung von Familienunternehmen bzw. *insider ownership*) beeinflussen, ist dagegen ein bisher empirisch noch kaum beleuchtetes Forschungsfeld. Die Untersuchung von Franks et al. (2009) liefert jedoch erste Befunde (die mit dem theoretischen Modell von Burkart et al. (2003) weitestgehend übereinstimmen), dass das Finanzsystem durchaus einen Einfluss auf das Vorkommen und die Persistenz von Familienunternehmen hat. Die Autoren untersuchen die Entwicklung von Eigentümerstrukturen der größten 1.000 privaten und börsennotierten Unternehmen (gemessen am Umsatz) in den vier bedeutendsten europäischen Volkswirtschaften (Deutschland, Italien, Frankreich und Großbritannien). Durch den Vergleich des *outsider*-Systems in Großbritannien mit den drei *insider*-Systemen Deutschland, Italien und Frankreich werden in ihrem Forschungsdesign dabei auch die Auswirkungen unterschiedlicher Finanzsysteme berücksichtigt. Die Hauptergebnisse der Studie deuten durchaus auf einen Einfluss der institutionellen Rahmenbedingungen hin: (i) Wie erwartet ist der Anteil der börsennotierten Unternehmen in Großbritannien deutlich größer als in den drei kontinentaleuropäischen Ländern. (ii) Der Anteil der Familienunternehmen ist in den kontinentaleuropäischen Ländern deutlich größer, und zwar sowohl unter den privaten als auch unter den börsennotierten Unternehmen. (iii) Die Wahrscheinlichkeit, dass eine Familie die Kontrolle über das Familienunternehmen behält, ist zumindest für den Zeitraum 1996 bis 2006 in Kontinentaleuropa deutlich größer als in Großbritannien.

Die Autoren interpretieren ihre Ergebnisse folgendermaßen: Während in Großbritannien ein Unternehmen einen typischen Lebenszyklus von einer *entrepreneurial firm* (die in der Regel immer als Familienunternehmen startet) hin zu einem börsennotierten Unternehmen mit atomisierter Eigentümerstruktur (einer *widely-held firm*) durchläuft, trifft dies auf Kontinentaleuropa nicht zu. Für diesen typischen Lebenszyklus eines Unternehmens sorgen in Großbritannien sowohl das Bedürfnis zur Aufnahme externen Eigenkapitals als auch ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle (*market for corporate control*). Hingegen sind bestimmte Institutionen (wie z.B. Hausbanken und Eigentümerpyramiden) in den kontinentaleuropäischen Ländern dafür verantwort-

[235] Vgl. Bhattacharya und Ravikumar (2001), S. 191.

lich, dass dort die Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen in Familienunternehmen geringer ausgeprägt ist.[236] Insgesamt kann man davon ausgehen, dass der rechtlichen Regulierung eine besondere Bedeutung für die Entwicklung des Finanzsystems bzw. der Ausprägung der Corporate-Governance-Mechanismen innerhalb eines Landes zukommt.[237]

---

[236] Vgl. Franks et al. (2009). Für die USA existieren zwei empirische Studien, die sich mit der Dynamik von *insider ownership* beschäftigen. Holderness et al. (1999) kommen zu dem Ergebnis, dass sich das *managerial ownership* in börsennotierten amerikanischen Unternehmen zwischen 1935 (durchschnittlich 13%) und 1995 (durchschnittlich 21%) um durchschnittlich 8% erhöht hat. Aus Sicht der Autoren hängt diese Entwicklung weder mit einer veränderten Gewichtung alternativer Corporate-Governance-Mechanismen noch mit dem Einfluss von *managerial ownership* auf die Unternehmensperformance (der zu beiden Zeitpunkten ähnlich stark ausgeprägt war) zusammen, sondern mit besseren Möglichkeiten für das Management, Risiken abzusichern und zu diversifizieren (vgl. Holderness et al. (1999), S. 436 f.). Helwege et al. (2007) untersuchen die Entwicklung von *insider ownership* nach dem Börsengang. In einem Großteil der Unternehmen in ihrer Stichprobe reduziert sich das *insider ownership* stark und die Unternehmen haben eine zunehmend atomisierte Eigentümerstruktur. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass sowohl die Marktperformance als auch die Liquidität der Aktientitel treibende Faktoren für die dynamischen Veränderungen in der Eigentümerstruktur sind (vgl. Helwege et al. (2007), S. 995-1000). Da beide Studien sich auf ein Land mit einem marktorientierten Finanzsystem beziehen (die USA), lassen sich jedoch – anders als in der Studie von Franks et al. (2009) – keine Rückschlüsse auf den Einfluss institutioneller Faktoren ziehen.

[237] Hierzu gibt es jedoch auch kritische Meinungen. Pagano und Volpin (2005, 2006) zeigen, dass die von La Porta et al. (1998) bezüglich des Anlegerschutzes dokumentierten Unterschiede hinsichtlich der Rechtstraditionen im Zeitraum 1993 bis 2002 abnehmen. Weiterhin argumentieren die Autoren, dass die Rechtstradition eine endogene Variable ist (vgl. hierzu auch Tirole (2006), S. 55). Pagano und Volpin (2006) finden daher auch eine geringere Korrelation zwischen dem Niveau des Anlegerschutzes und der Entwicklung des Kapitalmarkts. Vgl. Pagano und Volpin (2006), S. 319. Weiterhin argumentieren insbesondere Rajan und Zingales (2003) auf Basis einer historischen Analyse, dass zu Beginn des 20. Jahrhunderts (konkret im Jahr 1913) das Finanzsystem (vor allem der organisierte Kapitalmarkt) nicht in den angelsächsischen Ländern mit *common-law*-Tradition besser entwickelt war, sondern im Gegenteil in kontinentaleuropäischen Ländern wie Deutschland und Frankreich mit einer *civil-law*-Tradition. Zum Beispiel war die Marktkapitalisierung (im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) in Frankreich 1913 doppelt so hoch wie in den USA (0,78 vs. 0,39), obwohl das französische Recht damals wie heute nicht besonders anlegerfreundlich war bzw. ist. Insofern argumentieren die Autoren, dass strukturelle Theorien (also auch solche, die strukturelle Unterschiede bezüglich der rechtlichen Traditionen und Institutionen anführen) das weltweit unterschiedliche Entwicklungsniveau der Finanzsysteme nicht unbedingt vollständig erklären können. Vgl. Rajan und Zingales (2003), S. 7.

3.4.4 Entwicklung des deutschen Finanzsystems

Aus diesem Grund soll nun die jüngere Entwicklung des deutschen Finanzsystems – als das dieser empirischen Untersuchung zugrunde liegende institutionelle Umfeld – aus regulatorischer Sicht kurz aufgezeigt werden. Bis vor zehn bis fünfzehn Jahren war Deutschland ein typisches Beispiel für ein Land mit bankorientiertem Finanzsystem.[238] Neben den oben aufgeführten klassischen Charakteristika eines solchen Finanzsystems (geringe Bedeutung des organisierten Kapitalmarkts, hohe Bedeutung der Innen- und Bankenfinanzierung sowie *relationship-based lending*, konzentrierte Eigentümerstrukturen, geringe Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle etc.) war Deutschland traditionell durch eine Vielzahl an Unternehmensverflechtungen bzw. Überkreuzbeteiligungen zwischen den großen Finanzunternehmen (d.h. den großen Universalbanken und Versicherungsunternehmen) einerseits und zahlreichen Nicht-Finanzunternehmen andererseits, der sog. „Deutschland-AG", gekennzeichnet. Neben umfangreichen Kapitalverflechtungen hat das auch dazu geführt, dass es zahlreiche personelle Verflechtungen zwischen Vorständen und Aufsichtsräten gegeben hat.[239] Nach einer Phase, in der das deutsche Corporate-Governance-System über mehrere Jahrzehnte hinweg äußerst stabil war,[240] hat jedoch in den letzten Jahren eine Vielzahl an Gesetzesnovellen zu einer großen Veränderung des regulatorischen Umfelds in Deutschland geführt. Diese regulatorischen Veränderungen sind durch eine Reihe von Faktoren getrieben, unter anderem durch die Internationalisierung der Kapitalmärkte, länderübergreifende Initiativen (wie z.B. die OECD-Grundsätze der Corporate Governance oder Verordnungen der Europäischen Union), eine verstärkte öffentliche Debatte (z.B. über die angemessene Höhe und Struktur der Managementvergütung[241]) sowie einige große Unternehmensskandale innerhalb der letzten Jahre (z.B. Enron, Worldcom oder Parmalat).[242] Nachdem die meisten dieser Gesetzesnovellen in den Zeitraum der vorliegenden empirischen Untersuchung (1995 bis 2006) fallen, sollen hier kurz einige wichtige Änderungen vorgestellt werden, ohne dass diese Erläute-

---

[238] Vgl. Schmidt (2004), S. 387.

[239] Vgl. hierzu z.B. Höppner (2003), Kengelbach und Roos (2006) oder Rapp et al. (2008a).

[240] Vgl. Schmidt (2004), S. 404.

[241] Gemäß § 87 Abs. 1 hat die Vergütung des Vorstands in angemessener Höhe zu seinen Aufgaben und der Lage der Aktiengesellschaft zu sein.

[242] Vgl. Enriques und Volpin (2007), S. 128.

rungen einen Anspruch auf Vollständigkeit erheben.[243] Einen zusammenfassenden Überblick gibt darüber hinaus Abbildung 8 auf Seite 95.

Erst mit der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) im Jahr 1995 wurden Aktionäre verpflichtet, ihre Eigentumsanteile (Stimmrechte und nicht Vermögensrechte) bei Überschreitung bestimmter Meldegrenzen an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)[244] sowie an das börsennotierte Unternehmen zu melden. Insofern ist die Datenqualität hinsichtlich der deutschen Eigentümerstrukturen durch diese Gesetzesnovelle deutlich verlässlicher geworden. Aus diesem Grund markiert das Jahr 1995 auch den Startpunkt für die vorliegende empirische Untersuchung.[245]

Im Jahr 1998 ist das dritte Finanzmarktfördergesetz in Kraft getreten. Weiterhin wurde in diesem Jahr das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) verabschiedet (und es ist auch in diesem Jahr in Kraft getreten). Das KonTraG hat die Haftung von Vorstand, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfern in Un-

---

[243] Eine vollständige Darstellung aller relevanten Gesetzesänderung geht über den Umfang der vorliegenden Arbeit und vor allem den Zweck dieses einführenden Kapitels zum deutschen Finanzsystem deutlich hinaus. Vgl. hierzu z.B. Noack und Zetzsche (2005), Moldenhauer (2007), S. 28-42; Enriques und Volpin (2007), S. 127-137 sowie Goergen et al. (2008), S. 59-65. Zur Entwicklung des Anlegerschutzes vgl. Nowak (2004), S. 425-449. Enriques und Volpin (2007) weisen dabei darauf hin, dass die Gesetzesnovellen an vier unterschiedlichen Gesichtspunkten ansetzen: (i) Stärkung interner Corporate-Governance-Mechanismen (ii) Stärkung der Aktionärsrechte (iii) Verbesserung der Transparenzstandards und Offenlegungspflichten und (iv) Verbesserung der Durchsetzbarkeit rechtlicher Ansprüche. Die nachfolgend aufgeführten Beispiele aus dem deutschen Umfeld zielen auf alle vier Gesichtspunkte ab. Vgl. Enriques und Volpin (2007), S. 125-127.

[244] Damals unterlag die Wertpapieraufsicht noch dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), das überhaupt erst im Jahr 1994 gegründet wurde und zum 01.01.1995 seine Arbeit aufnahm. Im Jahr 2002 ging dann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aus einer Fusion der drei Bundesaufsichtsämter für den Wertpapierhandel, das Kreditwesen sowie Bauspar- und Versicherungsunternehmen hervor. Die BaFin bündelt heute die Aufsicht über Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen, Versicherungsunternehmen sowie den Wertpapierhandel unter einem Dach. Vgl. hierzu die historische Darstellung zur Entwicklung der Aufsichtsbehörde auf der Homepage der BaFin (http://www.bafin.de/). Das Wertpapierhandelsgesetz wurde 1994 im Zusammenhang mit dem zweiten Finanzmarktfördergesetz verabschiedet. Durch das Wertpapierhandelsgesetz wurden folgende EU-Richtlinien (zumindest zum Teil) in deutsches Recht umgesetzt: Die Insiderrichtlinie (89/592/EWG), die Transparenzrichtlinie (88/627/EWG) und die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG). Vor der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes mussten lediglich Eigentumsanteile gemeldet werden, wenn sie die bis dahin gültigen Meldeschwellen von 25% bzw. 50% überschritten hatten. Mit dem WpHG wurden schließlich folgende Meldeschwellen implementiert: 5%, 10%, 25%, 50% und 75%. Vgl. auch Goergen et al. (2008), S. 59 f.

[245] Vgl. hierzu auch Kapitel 6.1.

ternehmen erweitert, die Verpflichtung zur Einrichtung eines Risikomanagements begründet und – innerhalb einer zweijährigen Übergangsphase – die Emission von Aktiengattungen mit Mehrstimmrechten abgeschafft. Nach einer weiteren Übergangsphase bis zum Jahr 2003 sind Aktiengattungen mit Mehrstimmrechten nun komplett verboten.[246] Im Rahmen der Unternehmenssteuerreform (Steuersenkungsgesetz) wurden ab dem Jahr 2002 Gewinne aus der Veräußerung von Kapitalbeteiligungen im Unternehmenssektor (d.h. bei Kapitalgesellschaften) steuerfrei gestellt, was in den darauf folgenden Jahren zu einer Entflechtung zahlreicher Überkreuzbeteiligungen (der sog. „Deutschland-AG“) geführt hat.[247]

Mit dem Jahr 2002 ist dann eine Reihe weiterer wichtiger Gesetzesänderungen in Kraft getreten: (i) die gesetzlich verankerte Pflicht zu einer Entsprechungserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex gem. § 161 AktG, (ii) das Squeeze-Out-Recht zur Abfindung von Minderheitsaktionären gem. § 327a-f AktG, (iii) die Einführung einer Veröffentlichungspflicht von Insidergeschäften mittels § 15a WpHG im Rahmen des vierten Finanzmarktfördergesetzes, (iv) die Einführung zur Abgabe eines verpflichtenden Übernahmegebotes ab einer Eigentumsschwelle von 30% gemäß § 14 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und (v) die Schaffung einer einheitlichen Aufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen.

Im Jahr 2002 wurde der Deutsche Corporate Governance Kodex über § 161 AktG (eingefügt durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz, in Kraft getreten am 26.07.2002) mit einer gesetzlichen Grundlage etabliert. Der Kodex beinhaltet eine Reihe von Empfehlungen und Anregungen zur Ausgestaltung der Unternehmensführung und -kontrolle börsennotierter Unternehmen. Hierbei entwickelt die von der Bundesregierung eingesetzte „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ den Kodex ständig weiter.[248] Die Einführung dieses Kodex und die damit verbundene öffentliche Debatte hat das Bewusstsein für die Bedeutung guter Unterneh-

---

[246] Vgl. hierzu ausführlich Berrar (2001), S. 52-63; Albers (2002) sowie Goergen et al. (2008), S. 60 f.

[247] Vgl. Kengelbach und Roos (2006). Das Gesetz wurde im Jahr 2000 verabschiedet und ist 2002 in Kraft getreten, vgl. Schmidt (2004), S. 410.

[248] Vgl. hierzu die aktuelle Version des Deutschen Corporate Governance Kodex (ein Download ist auf der offiziellen Homepage der Regierungskommission unter http://www.corporate-governance-code.de/ möglich) oder die Ausführungen in Andres und Theissen (2008), S. 291 f. Ähnliche Corporate Governance Kodizes wurden auch in anderen europäischen Ländern eingeführt, z.B. in den Niederlanden (2004) oder Großbritannien (2003). Vgl. hierzu unter anderem Bassen et al. (2006), S. 375-401.

mensführung und -kontrolle in Deutschland sicherlich geschärft. Trotzdem handelt es sich im Vergleich zu einer „harten“ – per Gesetz verpflichtenden – Regulierung bei dem Deutschen Corporate Governance Kodex um ein Instrument der „weicheren“ Selbstregulierung. Die Anwendung der Regelungen selbst ist nicht gesetzlich verpflichtend. Vielmehr müssen die Unternehmen im Rahmen des Jahresabschlusses mit einer Compliance-Erklärung nach § 161 AktG offen legen, welchen Anregungen und Empfehlungen des Kodex sie nicht gefolgt sind (*comply-or-explain-principle*).[249]

Seit dem Jahr 2002 besteht darüber hinaus die gesetzliche Pflicht, Insiderhandelsgeschäfte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu melden. Gemäß § 15a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) müssen Personen mit Führungsaufgaben (d.h. persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans oder sonstige Personen mit Insiderinformationen) eigene Geschäfte mit Aktien oder Derivaten der BaFin binnen fünf Werktagen mitteilen. Dies gilt auch für Personen, die in einer engen Beziehung (z.B. Ehepartner, Kinder oder andere Verwandte) zu dem Unternehmensinsider stehen. Eine vergleichbare Offenlegungspflicht von Insiderhandelsgeschäften bestand in angelsächsischen Ländern bereits seit Jahrzehnten. Die Auswirkungen von Insiderhandel ist ein in der empirischen Kapitalmarktforschung ausführlich beleuchtetes Phänomen. Die Mehrheit der Studien kommt zu dem Ergebnis, dass Insiderhandel zu abnormalen, positiven Aktienrenditen für die Unternehmensinsider führt.[250] In diesem Sinn ist die Einführung einer Meldepflicht für Insiderhandelsgeschäfte ein wichtiger Meilenstein, Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensinsidern und außen stehenden Aktionären zu reduzieren und die opportunistische Realisierung abnormaler, positiver Aktienrenditen durch Unternehmensinsider auf Kosten der anderen Aktionäre einzuschränken.

---

[249] Vgl. z.B. Kaserer und Bress (2003), S. 94-99 zu einer kritischen Stellungnahme zur Selbstregulierung im Zusammenhang mit Corporate-Governance-Fragen. Die Ausführungen von Kaserer und Bress (2003) basieren dabei, angesichts der zu diesem Zeitpunkt noch jungen Historie des Deutschen Corporate Governance Kodex, vor allem auf den schlechten Erfahrungen in Deutschland mit dem 1995 eingeführten und sechs Jahre lang gültigen Übernahmekodex, der ebenfalls ein Instrument der Selbstregulierung war und kaum Anerkennung gefunden hatte. Hecker (2000) bezeichnet den Übernahmekodex daher sogar als „stumpfes Schwert“, vgl. Hecker (2000), S. 41.

[250] Vgl. hierzu unter anderem die Arbeiten von Jeng et al. (2003), Fidrmuc et al. (2006) oder für Deutschland Walter und Dymke (2008), Stotz (2006), Betzer und Theissen (2008 und 2009) oder Dickgiesser und Kaserer (2009). Vgl. zur Regelung von Insidergeschäften in Deutschland § 15a WphG.

Mit der Einführung der Squeeze-Out-Regelung (§ 327a-f AktG) wurde Mehrheitsaktionären mit einem Anteilsbesitz von mindestens 95% des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft die Möglichkeit gegeben, Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung aus dem Unternehmen zu drängen.[251]

Mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), das zum 01.01.2002 in Kraft getreten ist, wurde in Deutschland eine Regelung geschaffen, nach der die Abgabe eines bindenden Angebots ab einer bestimmten Kontrollschwelle (30% der Stimmrechte) verpflichtend ist, sofern es sich um eine börsennotierte Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) mit Unternehmenssitz in Deutschland handelt. Durch die Verpflichtung, alle Aktionäre einer Aktiengattung gleich zu behandeln, sowie durch die Publizität sollen die Rechte der Minderheitsaktionäre geschützt werden. Weiterhin regelt das Gesetz, welche (und ggf. unter welchen Bedingungen) Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen legal sind.[252]

Schließlich wurde im Jahr 2002 durch die Fusion der drei bis dahin zuständigen Aufsichtsbehörden (Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel, Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen sowie Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen) mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eine einheitliche Aufsichtsbehörde für die ganzheitliche Überwachung aller Finanzdienstleistungen geschaffen. Dieser Schritt hat sicherlich zur Stärkung der Aufsichtsbehörde und damit zur besseren Überwachung der Aktionärsinteressen beigetragen.[253]

---

[251] Vgl. hierzu §§ 327a-f AktG. Die Einführung dieser Squeeze-out-Regelung hat in den Jahren 2002 und 2003 zu einer Welle an Going-Private-Transaktionen geführt, was sich deutlich auf die Zusammensetzung der Stichprobe im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ausgewirkt hat. Vgl. hierzu Kapitel 6.2.

[252] Vgl. hierzu das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Vor der Verabschiedung des Gesetzes im November 2001 bestand in Deutschland bereits sechs Jahre lang eine Form der Selbstregulierung durch einen Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission. Dieser seit Oktober 1995 gültige Übernahmekodex hatte die freiwillige Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots empfohlen. Später wurde die Anerkennung dieses Übernahmekodex als Verpflichtung zur Aufnahme in den DAX, MDAX und den Neuen Markt gemacht, allerdings trotzdem lediglich von weniger als der Hälfte aller Unternehmen anerkannt. Vgl. zum deutschen Übernahmekodex z.B. Hecker (2000), S. 39-47 bzw. Kaserer und Bress (2003), S. 95 f. Zur Regulierung von Unternehmensübernahmen in Deutschland allgemein vgl. auch Rudolph (2006), S. 484-489 bzw. Goergen et al. (2008), S. 61-63.

[253] Schmidt (2004) kritisiert jedoch, dass die BaFin im Vergleich z.B. zur SEC in den USA zu wenig Macht in der Durchsetzung ihrer Regeln hat. Zum Beispiel kann die BaFin nicht selbst Verletzungen der Insiderregelungen verfolgen, sondern ist in dieser Hinsicht auf die Verfolgung solcher Delikte durch die Staatsanwaltschaft angewiesen. Vgl. Schmidt (2004), S. 407.

Jahr	Kapitalmarktreform	Wesentliche Inhalte
1995	Wertpapierhandelsgesetz Übernahmekodex	• Regulierung des Wertpapierhandels (Etablierung des Bundesaufsichtsamts für Wertpapierhandel, Ad-hoc-Publizität, Verbot von Insiderhandel) • Konkretisierung von Veröffentlichungspflichten (u.a. Stimmrechte an AGs) • Freiwillige Verhaltensregeln für Unternehmensübernahmen
1998	3. Finanzmarktfördergesetz Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KontraG) Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG)	• Erweiterung der Haftung von Vorstand, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfern • Verpflichtung zur Einrichtung eines internen Risikomanagementsystems • Abschaffung von Mehrstimmrechtsaktien • Befreiende Wirkung von Konzernabschlüssen nach IFRS/IAS oder US-GAAP
1999	OECD Grundsätze der Corporate Governance (überarbeitete Fassung in 2004) Neue Insolvenzordnung (InsO)	• Orientierungshilfen für Gesetzes- und Regulierungsinitiativen in OECD-Mitglieds- wie auch Nichtmitgliedsländern • Unternehmenssanierung mittels Insolvenzplan in Anlehnung an Chapter 11 in den USA
2000	Steuererleichterungsgesetz	• Wechsel vom Anrechnungsverfahren zum Halbeinkünfteverfahren in der Besteuerung von Dividenden, Steuerfreiheit von Kapitalgewinnen
2002	4. Finanzmarktfördergesetz, Gründung der BaFin Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz (WpÜG) Squeeze-Out-Recht im Aktiengesetz Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) Transparenz- und Publikationsgesetz (TransPub) Unternehmenssteuerreform Regulierung von Insidergeschäften im WphG	• Abgabe eines Pflichtangebots ab einem 30%-Stimmrechtsanteil (WpÜG) • Abfindung von Minderheitsaktionären durch Squeeze-Out • Entsprechungserklärung zum DCGK (*comply or explain-principle*) • Verbesserung der Transparenz von Unternehmensführung und -überwachung • Steuerfreie Veräußerung von Kapitalbeteiligungen (Unternehmenssteuerreform) • Veröffentlichungspflicht für Insidergeschäfte gemäß WphG • Schaffung einer einheitlichen Aufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen
2004	Anlegerschutzverbesserungsgesetz Gesetz zur Einführung der europäischen Gesellschaft (SEEG)	• Verbesserung des Anlegerschutzes durch Konkretisierung von Regelungen zum Insiderhandel und zur Ad-hoc Publizität • Einführung der Societas Europae mit einstufiger Organstruktur als Alternative zur AG
2005	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) Bilanzrechtsreformgesetz (BilReg) Bilanzkontrollgesetz (BilKoG) Investmentmodernisierungsgesetz	• Verbesserung des Anlegerschutzes, v.a. zum Insiderhandel und zur Ad-hoc Publizität • Stärkung der Unabhängigkeit von Abschlussprüfern • Vermeidung von Bilanzmanipulation durch zweistufiges Verfahren zur Überwachung von Unternehmensberichten kapitalmarktorientierter Unternehmen
2006	Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütung Transparenz-Richtline-Umsetzungsgesetz (TUG) Übernahmerichtlinien-Umsetzungsgesetz	• Individualisierte Veröffentlichung von Vorstandsgehältern und der Struktur der Vorstandsvergütung (inklusive erfolgsabhängiger Komponenten) • Verbesserung von Veröffentlichungspflichten für Stimmrechte an AGs

Abbildung 8: Gesetzesreformen in Deutschland (Kapitalmarktregulierung)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Nowak (2004), Moldenhauer (2007) und Enriques und Volpin (2007)

Die Transparenz der Vorstandsvergütung war für deutsche börsennotierte Unternehmen bis vor kurzem sehr eingeschränkt. So haben die Mehrheit der börsennotierten Unternehmen über den gesamten Untersuchungszeitraum maximal aggregierte Zahlen zur Vergütung des gesamten Vorstands bzw. Aufsichtsrats geliefert. Mit der Verabschiedung des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes (VorstOG) im Jahr 2005 hat sich dies jedoch geändert. So sind deutsche Prime-Standard-Unternehmen seit dem Jahr 2006 verpflichtet,[254] die Vergütungsstrukturen ihrer Vorstandsmitglieder individualisiert offen zu legen.[255]

Eine besondere Rolle innerhalb der Corporate Governance kommt auch der Rechnungslegung zu. Erstens ist sie ein integraler Bestandteil der Corporate Governance, da durch die Veröffentlichung von Informationen zur Ertrags- und Vermögenslage eines Unternehmens Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Unternehmensinsidern reduziert werden und zweitens bildet sie die Grundlage für andere Mechanismen des Corporate-Governance-Systems (z.B. für rechnungswesenbasierte Vergütungsbestandteile, zur Bereitstellung wichtiger Unternehmensinformationen, wie z.B. der Entsprechungserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex oder anhand der de facto Bestimmung von Dividendenzahlungen im Rahmen des Konzernabschlusses).[256] Gerade für börsennotierte Unternehmen in Deutschland haben sich die einschlägigen Rechnungslegungsvorschriften grundsätzlich verändert. Im Jahr 1998 wurde mit dem Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (und mit § 292a HGB) für kapitalmarktorientierte Mutterkonzerne bis zum Jahr 2004 eine Möglichkeit geschaffen, mit befreiender Wirkung einen Konzernjahresabschluss nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften (d.h. nach US-GAAP oder nach IFRS/IAS) aufzustellen. Mit dem KontraG und dem TransPuG hat der Gesetzgeber weiterhin dazu beigetragen, das Niveau und den Inhalt der Konzernjahresabschlüsse deutscher kapitalmarktorientierter Konzerne an internationale Standards anzupassen: Ein Konzernabschluss muss demnach neben der Konzernbilanz, der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung und dem Konzernanhang auch eine Segmentberichterstattung, eine Kapitalflussrechung und einen Eigenkapitalspiegel enthalten. Mit der EU-Verordnung Nr. 1606/2002 bzw. dem Bilanzrechtsreformgesetz (BilReg) wurden seit 2005 alle kapitalmarktorientierten

[254] Konkret gilt das VorstOG für alle nach dem 31.12.2005 beginnende Geschäftsjahre. Vgl. hierzu im Detail das VorstOG.

[255] Vgl. hierzu auch Rapp und Wolff (2007) bzw. Rapp et al. (2008b).

[256] Vgl. hierzu auch Pellens et al. (2009), S. 102.

Mutterunternehmen innerhalb von Deutschland (bzw. der Europäischen Union) zu einer verpflichtenden Anwendung von IFRS/IAS bei der Aufstellung des Konzernabschlusses gezwungen.[257] Nachdem die Mehrheit der Unternehmen in der vorliegenden Stichprobe Konzerngesellschaften sind, haben nahezu alle Unternehmen im Lauf der Untersuchungsperiode von der Anwendung nationaler Rechnungslegung auf internationale Rechnungslegung gewechselt.[258] Ob allerdings mit der Einführung einer obligatorischen Anwendung von internationalen Rechnungslegungsstandards mit *true-and-fair-view* Prinzip tatsächlich die Transparenz gegenüber dem konservativen deutschen Rechnungslegungssystem nach HGB erhöht wird, ist unklar. Zum Beispiel weist Wüstemann (2001) darauf hin, dass die Anwendung solcher Rechnungslegungsvorschriften nicht notwendigerweise eine angelsächsische Offenlegungspraxis nach sich zieht. Insbesondere in den USA spielen bei börsennotierten Unternehmen neben den Rechnungslegungsvorschriften umfangreiche aufsichtsrechtliche Publizitätsanforderungen (durch die SEC) eine bedeutende Rolle für die hohen Transparenzstandards.[259] Schließlich wurde mit der Verordnung über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft (SE-VO), der ergänzenden Richtlinie zur Regelung der Arbeitnehmermitbestimmung (SE-RI) sowie das für Deutschland relevante Gesetz zur Einführung der Europäischen Aktiengesellschaft (SEEG) eine Grundlage für Unternehmen (unter der Einschränkung des sog. Mehrstaatenpostulats, d.h. der Beteiligung von mindestens

---

[257] Vgl. hierzu Pellens et al. (2009), S. 103-105. Bei der Erstellung des Einzelabschlusses ist dagegen weiterhin die nationale Rechnungslegung, d.h. das Handelsgesetzbuch maßgeblich. Der deutsche Gesetzgeber hat jedoch mit dem derzeit als Regierungsentwurf vorliegenden Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG-RegE) einen ersten Schritt getan, um auch den Einzelabschluss an internationale Standards anzupassen.

[258] Günther et al. (2009) geben eine Übersicht darüber, wie viele CDAX-Unternehmen zwischen 1998 und 2008 HGB bzw. IFRS angewendet haben. Dabei unterscheiden die Autoren solche Unternehmen, die vor 1995 freiwillig von HGB auf IFRS gewechselt sind, von solchen, die aufgrund der gesetzlichen Verpflichtung erst 2005 (oder in Ausnahmefällen sogar später) ihre Rechnungslegungspraxis auf IFRS umstellen. Demnach sind 255 der von Günther et al. (2009) untersuchten CDAX-Unternehmen freiwillige Wechsler und 152 CDAX-Unternehmen Pflichtwechsler. Vgl. Günther et al. (2009), S. 36. Zu den ökonomischen Konsequenzen, die mit einem Wechsel von HGB auf IFRS verbunden sind, vgl. unter anderem Ernstberger et al. (2008) und Günther et al. (2009).

[259] Vgl. Wüstemann (2001). In diesem Zusammenhang argumentieren außerdem Kaserer und Klingler (2008) sowie Gegenfurtner et al. (2009), dass die Umstellung von HGB auf IFRS/US-GAAP nicht per se zu einer Verbesserung bezüglich der Qualität der Rechnungslegungsinformationen in Deutschland geführt hat. Jedenfalls zeigen beide empirischen Untersuchungen am Beispiel der *accrual anomaly*, dass die Fehlbewertung nicht zahlungswirksamer Gewinnbestandteile durch den Kapitalmarkt zumindest im deutschen Umfeld durch den Wechsel auf ein *true-and-fair-view*-System eher verstärkt als reduziert wird. Vgl. Gegenfurtner et al. (2009), S. 4. Zum Phänomen der *accrual anomaly* vgl. grundlegend Sloan (1996).

zwei Mitgliedstaaten der Europäischen Union) zur grenzüberschreitenden Sitzverlagerung innerhalb der Europäischen Union geschaffen. Innerhalb dieser europäischen Aktiengesellschaft (der sog. Societas Europae) besteht ein Wahlrecht hinsichtlich der Organstruktur, d.h. in Zukunft kann ein deutsches Unternehmen auch eine *one-tier* Boardstruktur implementieren, sofern es als Societas Europae firmiert.[260]

3.4.5 Effizienz- und Konvergenzdebatte

Nach einer Phase, in der die Beschreibung und Analyse sowohl marktorientierter als auch bankorientierter Finanzsysteme lange Zeit Gegenstand der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung war, ist immer mehr die Effizienz- und darauf aufbauend die Konvergenzfrage in den Vordergrund getreten. Die Effizienzfrage zielt darauf ab, welches Finanz- bzw. Corporate-Governance-System am besten funktioniert. Einige Autoren sehen in einem funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle einen sehr effektiven Überwachungs- und Kontrollmechanismus. Die Gefahr feindlicher Übernahmen verbunden mit Kontroll- und Managementwechseln dient dazu, das Management zu motivieren und Unternehmensressourcen effizient zu nutzen. Insofern plädieren diese Autoren dafür, dass das marktorientierte Finanzsystem geeignet ist, das Management effektiv zu disziplinieren. Ein Nachteil ergibt sich allerdings daraus, dass Manager aus Sorge vor schlechten Analystenberichten, fallenden Aktienkursen und damit einhergehend feindlichen Übernahmen stetig darauf bedacht sind, ihre kurzfristigen Gewinne zu maximieren. Das könnte wiederum zu einer zu kurzfristig orientierten Geschäfts- und Investitionspolitik führen (*managerial myopia*).[261] Genau hierin sehen Experten auch die Vorteile eines bankorientierten Finanzsystems: Durch die Betonung langfristiger und stabiler Beziehungen zwischen den Unternehmensinsidern (Familieneigentümern, Banken und Arbeitnehmern) kann die Unternehmensführung eine langfristig orientierte Unternehmenspolitik verfolgen und steht weniger unter dem Druck

[260] Innerhalb der vorliegenden Untersuchungsperiode haben alle Unternehmen der Stichprobe noch ein für Deutschland typisches *two-tier* System mit Vorstand und Aufsichtsrat. Vgl. zur Societas Europae z.B. Thommen und Achleitner (2009), S. 86 f. oder Schander (2001), S. 1-38.

[261] In der Literatur werden Forschungs- und Entwicklungsprojekte aufgrund ihres langfristigen Charakters als ein geeignetes Instrument zur Messung von *managerial myopia* (bzw. dem Gegenteil, nämlich einer langfristig orientierten Unternehmenspolitik) gesehen. Vgl. hierzu die Diskussion zu Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen in den Kapiteln 4.2 bzw. 6.6.1.

kapitalmarktorientierter Quartalszahlen. Ein Nachteil dieses Finanzsystems besteht jedoch in der potenziellen Ausbeutung der Minderheitsaktionäre.[262]

Schmidt und Tyrell (2004) argumentieren, dass es innerhalb eines Finanzsystems darauf ankommt, dass die einzelnen Elemente bzw. Komponenten komplementär bzw. konsistent sind. Wenn man diesem Argument folgt, kann es durchaus mehrere effiziente Finanzsysteme geben. Insofern ist es nicht leicht, die Effizienzfrage zu beantworten. Shleifer und Vishny (1997) argumentieren daher auch folgendermaßen: "Indeed, corporations in successful market economies, such as the United States, Germany, and Japan, are governed through somewhat different combinations of legal protection and concentrated ownership. Because all these economies have the essential elements of a good governance system, the available evidence does not tell us which one of *their* governance systems is the best. In contrast, corporate governance systems in most other countries, ranging from poor developing countries, to transition economies, to some rich European countries such as Italy, lack some essential elements of a good system. In most cases, in fact, they lack mechanisms for legal protection of investors. Our analysis suggests that the principal practical question in designing a corporate governance system is not whether to emulate the United States, Germany, or Japan, but rather how to introduce significant legal protection of at least some investors so that mechanisms of extensive outside financing can develop."[263]

Shleifer und Vishny (1997) sind also der Ansicht, dass sowohl die markt- als auch bankorientierten Finanzsysteme der entwickelten Länder im Vergleich zu den kaum ausgeprägten Institutionen in vielen Entwicklungsländern relativ gute Schutzmechanismen für Anleger bzw. Sparer bieten. Trotzdem hat sich in den letzten Jahren eine Diskussion darüber entwickelt, ob es innerhalb der Finanz- bzw. Corporate-Governance-Systeme eine Konvergenz gibt.[264]

Goergen et al. (2008) kommen zu dem Ergebnis, dass es in Deutschland einerseits sicherlich nicht zuletzt durch die oben beschriebenen rechtlichen Initiativen zu einem Transformationsprozess hin zu einem marktorientierten Finanzsystem kommt, dass aber andererseits derzeit noch typische institutionelle Charakteristika eines bankorien-

---

[262] Vgl. z.B. Gilson (2004), S. 128-132.

[263] Shleifer und Vishny (1997), S. 739.

[264] Vgl. unter anderem McCahery et al. (2002), Gordon und Roe (2004) oder speziell für Deutschland Goergen et al. (2008).

tierten Finanzsystems einschlägig sind.[265] Der Strukturwandel in der Unternehmensfinanzierung zeigt sich unter anderem darin, dass die Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung über organisierte Kapitalmärkte – gemessen am Verhältnis der Marktkapitalisierung inländischer börsennotierter Unternehmen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) – in Deutschland in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat. Während diese Relation zwischen 1990 und 1999 in Deutschland lediglich bei durchschnittlich 32% gelegen hat, ist sie zwischen 2000 und 2008 auf durchschnittlich 50% angestiegen. Nichtsdestotrotz ergibt sich nach wie vor ein Defizit gegenüber den angelsächsischen Ländern: Für den Zeitraum von 2000 bis 2008 liegt das Verhältnis der Marktkapitalisierung zum BIP für Großbritannien bzw. die USA im Durchschnitt bei 137% bzw. 131%. Selbst in den Euronext-Ländern betrug diese Relation zwischen 2000 und 2008 durchschnittlich 85%.[266] Neben den im Kapitel 3.4.4 angesprochenen rechtlichen Reformen liegt ein weiterer wichtiger Treiber für den Strukturwandel von einem bankorientierten hin zu einem marktorientierten Finanzsystem sicherlich in dem aufgrund der demographischen Entwicklung notwendigen, schrittweise zu vollziehenden, Umstieg von einem umlagefinanzierten Rentensystem hin zu einem kapitalgedeckten Rentensystem. Mit der Riester-Rente und dem Alterseinkünftegesetz hat der Gesetzgeber bereits erste Schritte in diese Richtung vollzogen. Allerdings ist in diesem Zusammenhang problematisch, dass private Direktanlagen an den Kapitalmärkten gegenüber Anlageformen über Finanzintermediäre (beispielsweise Investmentfonds) bereits seit Jahren steuerlich diskriminiert sind.[267] In Deutschland investieren deshalb private Haushalte nach wie vor einen vergleichsweise geringen Anteil ihres Vermögens direkt in Aktien börsennotierter Unternehmen, obwohl ihr langfristiges Nettofinanzvermögen zwischen den Jahren 1991 und 2008 deutlich um insgesamt 37 Prozentpunkte zugenommen hat.[268] Ein weiteres Hindernis für den Strukturwandel liegt darin begründet, dass zwar der Investorenschutz in den letzten Jahren in Deutschland

---

[265] Vgl. Goergen et al. (2008), S. 65 f.

[266] Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 34 f. Unter den Euronext-Ländern subsumieren Kaserer und Lenz (2009) Frankreich, Belgien, die Niederlande und Portugal. Dies liegt daran, dass sich die paneuropäische Börse Euronext aus den ehemaligen Börsen in Amsterdam, Brüssel, Paris und Lissabon zusammensetzt. Die Marktkapitalisierung inländischer Unternehmen schwankt natürlich stark aufgrund der Volatilität der Aktienmärkte; allerdings sollten sich diese Schwankungen aufgrund der Durchschnittsbetrachtung über mehrere Jahre hinweg ausgleichen.

[267] Vgl. hierzu Kiesewetter und Dietrich (2009).

[268] Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 36 f.

maßgeblich verbessert wurde, aber im Vergleich zu angelsächsischen Ländern immer noch deutliche Unterschiede bezüglich der Durchsetzbarkeit von Haftungsansprüchen gegenüber der Unternehmensleitung bestehen. Die Anreize zu privatrechtlichen Klagen von Aktionären sind in Deutschland nach wie vor wesentlich geringer ausgeprägt als in angelsächsischen Ländern.[269]

Goergen et al. (2008) führen weiterhin auf, dass sich der Transformationsprozess innerhalb der letzten zehn bis fünfzehn Jahre auch in einigen für das deutsche Umfeld bis dato untypischen Ereignissen bzw. folgenden Beispielen manifestiert: Der in den Medien viel beachtete Börsengang der Deutschen Telekom 1997 unter Beteiligung vieler Privatinvestoren, die grenzüberschreitende Fusion von Daimler und Chrysler 1998 zu DaimlerChrysler sowie die erfolgreiche feindliche Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Jahr 2000. Darüber hinaus fand in den Jahren 1998 bis 2000 eine bis dahin in diesem Ausmaß nicht für möglich gehaltene Welle an Börsengängen, vor allem an der nach dem amerikanischen Vorbild der NASDAQ installierten Technologiebörse „Neuer Markt", statt.[270] Dem kann man sicherlich noch den durch diverse Hedge Fonds (unter Federführung des Hedge Fonds „The Children's Investment Fund TCI) im Jahr 2005 erzwungenen Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse, Werner Seifert, als ein in den Medien viel diskutiertes Beispiel für die aktive Wahrnehmung von Aktionärsinteressen (*shareholder activism*) hinzufügen.[271]

Aus einem aktuellen Blickwinkel heraus muss man die Bedeutung dieser Ereignisse allerdings relativieren: In den letzten Jahren haben weder feindliche Übernahmen noch internationale Fusionen in einem nennenswerten Umfang stattgefunden. Weiterhin ist der Primärmarkt für Börsennotierungen in den Jahren nach der High-Tech-Bubble nahezu zum Erliegen gekommen.[272] Inwieweit also die de jure Veränderungen des regulatorischen Umfelds in Deutschland und anderen kontinentaleuropäischen Ländern sich auf das de facto vorherrschende Finanz- bzw. Corporate-Governance-System auswirken und insbesondere zu einer Konvergenz der beiden oben dargestellten Prototypen des markt- und bankorientierten Finanzsystems führen, ist sicherlich eine span-

[269] Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 38.

[270] Vgl. Goergen et al. (2008), S. 38.

[271] Vgl. z.B. Petry (2009a), S. 2.

[272] Vgl. Kaserer und Schiereck (2008, 2007 und 2006).

nende Forschungsfrage, die sich allerdings erst in einigen Jahren abschließend beantworten lässt.[273]

Insofern ist das dieser empirischen Untersuchung im Zeitraum 1995 bis 2006 zugrunde liegende deutsche Finanzsystem bzw. Corporate-Governance-Umfeld trotz einer Vielzahl an Gesetzesnovellen durch folgende „klassische Charakteristika eines bankorientierten Finanzsystems" gekennzeichnet: (i) konzentrierte Eigentümerstrukturen mit Blockaktionären (ii) hohe Bedeutung von *insider ownership* bzw. Familieneigentum (iii) ein zweistufiges Führungssystem mit Vorstand und Aufsichtsrat (iv) hohe Bedeutung der Banken für die Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance aufgrund unterschiedlicher Einflussmöglichkeiten[274] (v) hoher Einfluss betrieblicher Mitbestimmung im Aufsichtsrat (vi) einer Veränderung des Rechnungslegungssystems von einer konservativen und gläubigerorientierten Rechnungslegung hin zu einer marktorientierten *true-and-fair-view* Rechnungslegungspraxis.

[273] Dabei darf man nicht außer Acht lassen, dass sich auch die angelsächsische Corporate Governance kontinuierlich verändert und weiterentwickelt. So hat der amerikanische Gesetzgeber z.B. auf die Bilanzskandale von Enron und Worldcom (mit zum Teil kriminellen Hintergrund) mit dem Erlass des Sarbanes-Oxley-Acts reagiert, der zu umfangreichen Veränderungen in der Unternehmensführung und Unternehmenspublizität geführt hat. Vgl. zum Sarbanes-Oxley-Act z.B. Coates (2007) oder Leuz (2007). Außerdem gibt es im Rahmen eines Konvergenzprojekts zwischen IASB und FASB Bestrebungen zu einer weiteren internationalen Harmonisierung der Rechnungslegungsstandards. In diesem Zusammenhang akzeptiert die Security Exchange Commission (SEC) mittlerweile IFRS-Abschlüsse bei Börsengängen ausländischer Unternehmen in den USA. Vgl. hierzu z.B. die Pressemitteilungen von FASB/IASB aus den Jahren 2002, 2006 und 2008, die Pressemitteilung der SEC aus 2007 sowie Dobler und Günther (2008), S. 810 f.

[274] Banken übernehmen als Kreditgeber eine Überwachungsfunktion, halten Eigentumsanteile an börsennotierten Unternehmen, sind in deren Aufsichtsräten vertreten und nehmen das Depotstimmrecht auf Hauptversammlungen wahr. Vgl. Wenger und Kaserer (1998).

4 Überblick über den Stand der Forschung

Kapitel 4 gibt einen Überblick über den aktuellen Stand der Forschung zur Unternehmenspolitik in Familienunternehmen. Aus einer akademischen Perspektive stellen sich die vorliegenden Forschungsfragen unter anderem deshalb, weil es in der Literatur mehrheitlich Befunde dafür gibt, dass börsennotierte Familienunternehmen unter bestimmten Bedingungen erfolgreicher sind als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen. Trotzdem sind die Gründe für die beobachteten Unterschiede in der Unternehmensperformance zwischen den beiden Unternehmensgruppen ein bisher kaum untersuchter Gegenstand in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung. Zum Einstieg und besseren Verständnis der wissenschaftlichen Debatte wird daher in Kapitel 4.1 ein Literaturüberblick zur Unternehmensperformance in eigentümerdominierten Unternehmen gegeben.

Anschließend wird ein Überblick über die bestehende Literatur zu den drei finanzpolitischen Entscheidungen im Mittelpunkt der eigenen Untersuchung – Investitionsentscheidungen (Kapitel 4.2), Diversifikationsentscheidungen (Kapitel 4.4) und Kapitalstrukturentscheidungen (Kapitel 4.3) – gegeben. Hierbei wird grundsätzlich zwischen theoretischen Überlegungen und empirische Befunden unterschieden. In Kapitel 2 wurde bereits erläutert, dass sich die Konzepte *insider ownership*, *managerial ownership* und Familieneigentum aufgrund der häufigen Beteiligung der Unternehmerfamilie an der Unternehmensführung oftmals stark überschneiden. Aus diesem Grund werden im vorliegenden Literaturüberblick neben Arbeiten zu Familienunternehmen auch solche zu *insider ownership* und *managerial ownership* berücksichtigt.

4.1 Unternehmensperformance

4.1.1 Theoretische Überlegungen

Auf die Unternehmensperformance[275] haben unterschiedliche Faktoren, wie z.B. die Eigentümerstruktur, die Zusammensetzung der Unternehmensorgane oder unterschiedliche unternehmerische Entscheidungen einen Einfluss. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass in der Literatur unterschiedliche Literaturstränge existieren, unter anderem zu (i) Eigentümerstruktur und Unternehmensperformance (ii) Organstruktur (bzw. *board structure*) und Unternehmensperformance[276] (iii) Diversifikation und Unternehmensperformance[277] sowie (iv) *Hedging* und Unternehmensperformance[278]. Ein Problem bei der Untersuchung des Unternehmenserfolgs besteht daher darin, dass viele Faktoren die Performance eines Unternehmens simultan beeinflussen.[279] Eine weitere methodische Schwierigkeit liegt darin, dass viele dieser Faktoren endogen sind.[280]

Im Mittelpunkt dieses Kapitels soll der Zusammenhang zwischen Eigentümerstruktur und Unternehmensperformance stehen. Aus einer theoretischen Sichtweise spielen die in Kapitel 3.2.1 aufgeführten Prinzipal-Agenten-Konflikte eine bedeutende Rolle. Im Fall einer atomistischen Aktionärsstruktur hat das Management einen Anreiz, den ei-

---

[275] Zur Messung der Unternehmensperformance kann man unterschiedliche Indikatoren verwenden. Aus einer finanzwirtschaftlichen Perspektive sind Maße zur operativen Performance (wie die Eigenkapital- oder Gesamtkapitalrentabilität), zum Umsatzwachstum oder zur Kapitalmarktperformance (wie Tobin's Q oder Aktienrenditen) gängig. Vgl. hierzu Moldenhauer (2007), S. 162-166.

[276] Vgl. zum Einfluss von *boards of directors* auf die Unternehmensperformance den Literaturüberblick in Hermalin und Weisbach (2003), S. 12 f. bzw. unter anderem die Arbeiten von MacAvoy et al. (1983), Hermalin und Weisbach (1991), Yermack (1996), MacAvoy und Millstein (1999), Bhagat und Black (2002), Carter et al. (2003), Perry und Shivdasani (2005), Yermack (2006), Coles et al. (2008b) oder Goldman et al. (2009).

[277] Es existiert ein umfangreicher Literaturstrang zur Frage, ob es einen Konglomeratsabschlag gibt oder nicht. Vgl. die in Fußnote 379 zitierte Literatur.

[278] Vgl. zum Einfluss von *hedging* auf den Unternehmenswert beispielsweise die Arbeiten von Fok et al. (1997), Carter et al. (2006) sowie Jin und Jorion (2006).

[279] Die hier dargestellten Einflussfaktoren der Unternehmensperformance stellen nur eine subjektive Auswahl dar, ohne Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben. Beispielsweise zeigen Loderer und Waelchli (2009), dass die Unternehmensperformance – unter Berücksichtigung anderer Unternehmenscharakteristika – mit zunehmendem Unternehmensalter abnimmt. Sie argumentieren daher, dass das Unternehmensalter ein wichtiger Einflussfaktor der Unternehmensperformance ist. Vgl. Loderer und Waelchli (2009), S. 3 f.

[280] Vgl. hierzu die ausführliche Darstellung des Endogenitätsproblems in Kapitel 4.1.2.

genen Nutzen zu maximieren und ggf. Ziele zu verfolgen, die nicht mit der Maximierung des Unternehmenswerts (*shareholder value*) in Einklang stehen. Prinzipiell ergeben sich unterschiedliche Möglichkeiten, das Management zu disziplinieren: (i) Kontrolle bzw. *monitoring* des Agenten oder (ii) Harmonisierung der Interessen von Prinzipal und Agent.

Wie in Kapitel 3.2.1 erläutert, kann die Eigentümerstruktur hierbei für beide Aspekte von Bedeutung sein. Zum einen können Großaktionäre das Trittbrettfahrerproblem der Unternehmenskontrolle überwinden (*free-rider-problem*) und das Management effektiv kontrollieren.[281] Zum anderen kann man das Management über die Struktur der Vergütung oder über die Beteiligung am Unternehmen incentivieren, den Unternehmenswert zu maximieren. Im Modell von Jensen und Meckling (1976) existieren im Fall eines Eigentümer-Managers, d.h. der Manager ist 100%-iger Eigentümer des Unternehmens, keine Agency-Kosten. Diese ergeben sich erst aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle. Aus der Beteiligung des Managements am Eigenkapital des Unternehmens können sich jedoch zwei gegenteilige Effekte ergeben: (i) Einerseits führt die Beteiligung des Managements am Unternehmen zu einer Harmonisierung der Interessen von Manager und Aktionären (*convergence-of-interest* Effekt). (ii) Andererseits kann die Beteiligung des Managements dazu führen, deren Position innerhalb des Unternehmens zu stärken und damit die Möglichkeit zur Durchsetzung privater Kontrollrenditen zu Lasten von Minderheitsaktionären zu erhöhen (*entrenchment* Effekt). Durch die Managementbeteiligung kann also ein Agency-Konflikt II zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären entstehen. Diesen beiden theoretisch gegensätzlichen Effekten hat sich innerhalb der letzten Jahrzehnte eine Reihe empirischer Studien gewidmet.

4.1.2 Empirische Untersuchungen

Innerhalb des Literaturstrangs zum Zusammenhang zwischen Eigentümerstruktur und Unternehmensperformance kann man wiederum folgende Teilgebiete unterscheiden: (i) Untersuchungen zum Einfluss der Eigentümerkonzentration bzw. der Beteiligung anderer Eigentümergruppen (z.B. institutionelle Investoren) auf die Unternehmensper-

[281] Vgl. hierzu die ausführliche Darstellung in Kapitel 3.2.1 bzw. die Arbeiten von Grossman und Hart (1980) bzw. Shleifer und Vishny (1986).

formance. Diese Untersuchungen beleuchten hauptsächlich die Auswirkungen des Monitoring-Aspekts durch externe Großaktionäre.[282] (ii) Untersuchungen, inwieweit die Beteiligung der Unternehmensleitung (d.h. *insider ownership* bzw. *managerial ownership*) einen Einfluss auf die Unternehmensperformance hat (iii) Untersuchungen zu Veränderungen in der Eigentümerstruktur (*ownership dynamics*) und deren Einfluss auf die Unternehmensperformance und schließlich (iv) Untersuchungen zu Performanceunterschieden zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen. Nachfolgend sollen vor allem einige bedeutende Untersuchungen zu (ii), (iii) und (iv) vorgestellt sowie damit verbundene Probleme (vor allem das Endogenitätsproblem) erläutert werden.[283] Zunächst zu (ii), dem Einfluss von *insider ownership* auf die Unternehmensperformance.

Bereits in den 1980er und 1990er Jahren hat sich eine Reihe empirischer Studien mit dem Zusammenhang zwischen *insider ownership* und der Unternehmensperformance (vorwiegend vor dem Hintergrund angelsächsischer Kapitalmärkte) beschäftigt. Die Mehrheit dieser empirischen Studien stellt (zumindest bei Querschnittsanalysen) einen nicht-monotonen Zusammenhang zwischen *insider ownership bzw. managerial ownership* und dem Unternehmenserfolg fest.

Einen der ersten Befunde in diese Richtung liefert die oftmals zitierte Arbeit von Morck et al. (1988). Die Autoren analysieren 371 Fortune-500-Unternehmen in den USA im Jahr 1980. Auf Basis dieser Querschnittsanalyse kommen die Autoren zum Ergebnis, dass *managerial ownership* bis 5% einen positiven Einfluss auf Tobin's Q[284] hat, *managerial ownership* zwischen 5% und 25% einen negativen Einfluss und *managerial ownership* über 25% wiederum einen moderat positiven Einfluss hat. Während die Ergebnisse für die ersten beiden Eigentumsschwellen statistisch hochsignifikant sind, trifft dies auf die Resultate für die letzte Eigentumsschwelle nur einge-

---

[282] Auf diesen Aspekt wird an dieser Stelle nicht weiter eingegangen, da *insider ownership* und Familieneigentum im Fokus des vorliegenden Literaturüberblicks sind. Vgl. weiterführend zu (i) beispielsweise den Überblick von Bhagat und Jefferis (2002), S. 22-29 oder Holderness (2003) sowie die Arbeiten von Faccio und Lasfer (2000), Gompers und Metrick (2001), Woidtke (2002), Dahya et al. (2008) oder Cronqvist und Fahlenbrach (2008).

[283] Für eine ausführliche Übersicht über den Stand der empirischen Forschung zu *insider ownership* und Unternehmensperformance vgl. Demsetz und Villalonga (2001), Bhagat und Jefferies (2002), S. 20-22 sowie vor allem Moldenhauer (2007), S. 104-128.

[284] Tobin's Q ist ein Maß für die Unternehmensperformance und bezeichnet dabei die Relation von Markt- und Buchwert des Unternehmens (die Marktwert-Buchwert-Relation).

schränkt, d.h. in einigen der durchgeführten Spezifikationen, zu.[285] Diese stückweise lineare Beziehung zwischen *managerial ownership* und Unternehmensperformance impliziert, dass eine moderate Beteiligung des Managements am Unternehmen zu einer Interessensharmonisierung zwischen Management und außen stehenden Aktionären führt und sich damit positiv auf den Unternehmenswert auswirkt. Eine höhere Managementbeteiligung führt dagegen zu *managerial entrenchment* und wirkt sich negativ auf den Unternehmenserfolg aus.

Die Studie von McConell und Servaes (1990) analysiert ebenfalls den Zusammenhang zwischen *insider ownership* und Unternehmensperformance. Dabei basiert deren Studie auf einer Stichprobe von 1.173 bzw. 1.093 Nicht-Finanzunternehmen in den USA in den Jahren 1976 bzw. 1986. Im Vergleich zu Morck et al. (1988) analysieren die Autoren also zwei Jahre. Sie zeigen, dass *insider ownership* bis zu einem bestimmten Schwellenwert (49,4% im Jahr 1976 bzw. 37,6% im Jahr 1986) einen positiven Einfluss auf die Unternehmensperformance, gemessen anhand von Tobin's Q, hat. Geht die Beteiligung des Managements jedoch über den jeweiligen Schwellenwert hinaus, nimmt der Unternehmenswert nach und nach ab. Insgesamt ergibt sich nach McConell und Servaes (1990) also ein invers u-förmiger Zusammenhang zwischen *insider ownership* und Unternehmensperformance.[286] Darüber hinaus kommen einige andere empirische Untersuchungen für den amerikanischen Kapitalmarkt zu ähnlichen nichtmontonen Beziehungen zwischen *insider ownership* und Unternehmenserfolg.[287]

Insgesamt lassen sich die Ergebnisse dieser Studien folgendermaßen interpretieren: Bei einer moderaten Beteiligung des Managements kommt es zu einer Interessensharmonisierung zwischen Management und Aktionären (*incentive alignment* oder *convergence-of-interest*), während sich eine stärkere Beteiligung des Managements am Unternehmen aufgrund von *managerial entrenchment* (und damit verbunden einer potenziellen Durchsetzung privater Kontrollrenditen zu Lasten der Minderheitsaktionäre) negativ auf den Unternehmenserfolg auswirkt.[288] Kaserer und Moldenhauer (2008)

---

[285] Vgl. Morck et al. (1988), S. 294 f.

[286] Vgl. McConnell und Servaes (1990), S. 596.

[287] Vgl. z.B. die Arbeiten von Hermalin und Weisbach (1991), Holderness et al. (1999) oder Adams und Santos (2006). Dabei zeigt die Arbeit von Holderness et al. (1999), dass am amerikanischen Kapitalmarkt bereits in 1935 ein solcher stückweise linearer Zusammenhang zwischen *managerial ownership* und Tobin's Q gegeben war. Vgl. Holderness et al. (1999), S. 437.

[288] Vgl. Himmelberg et al. (1999), S. 355; Holderness (2003), S. 58 f. bzw. Morck et al. (1988), S. 311 f. und McConnell und Servaes (1990), S. 595-612.

zeigen auf Basis einer Untersuchung von rund 300 CDAX-Unternehmen über zwei Fünf-Jahres-Zeiträume hinweg (d.h. zwischen 1993 und 1998 sowie zwischen 1998 und 2003), dass sich *insider ownership* in Deutschland positiv auf den Unternehmenswert auswirkt. Hierbei schließen die Autoren Finanzunternehmen von ihrer Untersuchung aus und messen den Unternehmenswert mit Aktienrenditen, Tobin's Q und Kennzahlen zur operativen Performance.[289]

Das Ergebnis der bisher dargestellten Studien kann jedoch aufgrund einiger ökonometrischer Probleme verzerrt sein. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das sog. Endogenitätsproblem. Bereits Demsetz (1983) sowie Demsetz und Lehn (1985) argumentieren, dass *insider ownership* bzw. *managerial ownership* im Zusammenhang mit Analysen des Unternehmenserfolgs keine exogene, sondern endogene Variablen darstellen. Demsetz und Lehn (1985) zeigen, dass die Eigentümerstruktur z.B. von der Unternehmensgröße und der Branchenzugehörigkeit abhängt, also von solchen Faktoren, die sicherlich auch simultan den Unternehmenserfolg beeinflussen. Insgesamt finden Demsetz und Lehn (1985) in ihrer Studie für die USA keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Eigentümerkonzentration und der Unternehmensperformance (gemessen anhand von Jahresabschlussgrößen).[290] Ein Endogenitätsproblem kann sich aus unterschiedlichen Gründen ergeben.[291] Technisch

[289] Mit dem Thema, wie sich die Eigentümerstruktur auf die Unternehmensperformance auswirkt, haben sich darüber hinaus in Deutschland in den letzten Jahren einige Dissertationen beschäftigt: Vgl. insbesondere Ruhwedel (2003), Jaskiewicz (2006), Moldenhauer (2007), Groß (2007) und Leiber (2008). Darüber hinaus kommen die Arbeiten von Edwards und Weichenrieder (2004) und Edwards und Nibler (2000) zum Ergebnis, dass sich in Deutschland die Eigentümerkonzentration tendenziell positiv auf den Unternehmenswert börsennotierter Unternehmen auswirkt. Sie schließen daraus, dass der positive Effekt der Interessensharmonisierung damit mindestens so groß ist wie der negative Effekt privater Kontrollrenditen. Vgl. Edwards und Weichenrieder (2004), S. 143 bzw. Edwards und Nibler (2000), S. 259.

[290] Vgl. Demsetz (1983), S. 377 bzw. Demsetz und Lehn (1985), S. 1155. Vgl. auch Bhagat und Jefferis (2002), S. 16 f. Im Übrigen ist Endogenität nicht nur ein Problem im Zusammenhang mit der Eigentümerstruktur, sondern mit der Untersuchung von Corporate-Governance-Strukturen allgemein. Vgl. Adams et al. (2009b), S. 2 f.

[291] Endogenität kann verursacht sein durch (i) Messfehler in den Variablen (*measurement error*), (ii) ausgelassene Variablen (*omitted variables*) und (iii) umgekehrte Kausalität (*reverse causality*). Vgl. hierzu z.B. Wooldridge (2003), Kapitel 9.

gesehen bedeutet Endogenität, dass eine der Annahmen für OLS-Regressionen verletzt ist, nämlich dass der Fehlerterm unkorreliert ist mit den unabhängigen Variablen.[292]

Für den Zusammenhang von Eigentümerstruktur und Unternehmensperformance sind zwei Aspekte auch aus einer ökonomischen Sicht von besonderer Bedeutung: Erstens ist die Kausalität zwischen Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg unklar. Selbst wenn mittels einer OLS-Regression innerhalb eines Querschnitts eine positive Korrelation zwischen *insider (managerial) ownership* und Unternehmenserfolg geschätzt werden kann, ist unklar, ob sich die Eigentümerstruktur auf die Prinzipal-Agenten-Konflikte und damit auf den Unternehmenserfolg auswirkt (d.h. die Eigentümerstruktur beeinflusst die Unternehmensperformance) oder ob sich die Eigentümerstruktur aufgrund der Unternehmensperformance eingestellt hat (d.h. die Unternehmensperformance beeinflusst die Eigentümerstruktur).[293] Das Problem einer potenziell umgekehrten Kausalität (*reverse causality*) lässt sich durch Paneldaten und die Nutzung sog. zeitlich verzögerter unabhängiger Variablen (*lagged independent variables*) reduzieren, aber nicht vollständig eliminieren.

Weiterhin kann es zweitens unbeobachtbare Variablen geben (z.B. die Unternehmenskultur), die simultan die Eigentümerstruktur und den Unternehmenserfolg beeinflussen. Wie oben dargestellt, wird hierdurch, formal gesehen, eine der Annahmen einer OLS-Regression verletzt, nämlich dass der Fehlerterm unkorreliert ist mit den unabhängigen Variablen. Dadurch sind die Schätzergebnisse der OLS-Regression verzerrt. Eine natürlich ökonometrische Lösung dieses Endogenitätsproblems ist der Einsatz von Instrumentalvariablen.[294] Himmelberg et al. (1999) weisen in ihrer Diskussion jedoch darauf hin, dass die natürlichen Instrumentalvariablen für die Eigentümerstruktur – nämlich Unternehmenscharakteristika, wie z.B. Unternehmensgröße, oder Organstrukturen – nicht zur Verfügung stehen, da sie in einer Schätzung zum Einfluss der

[292] Zu den Annahmen und der Funktionsweise einer OLS-Regression vgl. Wooldridge (2002), Kapitel 4 und Wooldridge (2003), Kapitel 2 bis 5. Zu dem Begriff der Endogenität, vgl. Wooldridge (2003), S. 86.

[293] Vgl. zu einer Diskussion dieses *reverse-causality*-Problems auch die Arbeit von Kole (1996).

[294] Instrumentalvariablen weisen eine hohe Korrelation mit der endogenen unabhängigen Variable auf, sind aber unkorreliert mit dem Fehlerterm. Vgl. hierzu Wooldridge (2003), Kapitel 15 oder Angrist und Pischke (2009), Kapitel 4.

Eigentümerstruktur auf den Unternehmenserfolg bereits als Kontrollvariablen fungieren.[295]

In ihrer Untersuchung können Himmelberg et al. (1999) aufgrund der Panelstruktur ihres Datensatzes mittels sog. *firm fixed effects* zumindest für solche unbeobachteten Variablen kontrollieren, die zeitkonstant sind. Sie kommen in ihrer Studie mit einem *unbalanced* Paneldatensatz aus amerikanischen Unternehmen (ohne die Finanzbranche) in den Jahren 1984 bis 1992 zu dem Ergebnis, dass beobachtbare Unternehmenscharakteristika einen großen Einfluss auf die Eigentümerstruktur eines Unternehmens haben (z.B. nimmt *insider ownership* mit zunehmender Unternehmensgröße ab). Weiterhin haben *firm fixed effects* zumindest im angelsächsischen Kapitalmarkt einen großen Einfluss auf den Zusammenhang zwischen *insider ownership* und Unternehmenserfolg (d.h. unbeobachtete Variablen beeinflussen tatsächlich simultan die Eigentümerstruktur und den Unternehmenserfolg). Insbesondere zeigen sie, dass die Schätzung des oben diskutierten nicht-monotonen Zusammenhangs zwischen Eigentümerstruktur und Performance nicht robust ist, sofern unbeobachtete Faktoren berücksichtigt werden. Insgesamt stellt damit die Untersuchung von Himmelberg et al. (1999) die früheren Ergebnisse zahlreicher US-Studien in Frage.[296]

Aufgrund dieser ökonometrischen Probleme haben sich zahlreiche neuere Untersuchungen einem anderen Ansatz zugewendet. Zum einen sind in den letzten Jahren Unterschiede in der Unternehmensperformance zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen in den Mittelpunkt des akademischen Interesses gerückt, zum anderen existieren einige jüngere Untersuchungen zur Frage, wie sich Veränderungen in der Eigentümerstruktur anstatt das Niveau der Eigentumsanteile auf die Unternehmensperformance auswirken. Bei beiden Ansätzen sind die ökonometrischen Probleme geringer, bei den Untersuchungen zu Familienunternehmen existieren z.B. keine *reverse-causality*-Probleme, da die Gründerfamilie

---

[295] Vgl. Himmelberg et al. (1999), S. 359 f. Auch zu anderen Teilaspekten der Corporate Governance fehlen valide Instrumentalvariablen zur Lösung von Endogenitätsproblemen. Für die Forschung zur Bedeutung von Kontrollgremien, vgl. Adams et al. (2009b), S. 45. Für die Forschung zur Bedeutung der Managementvergütung für die Entwicklung des Unternehmenswerts vgl. Palia (2001), S. 735.

[296] Vgl. Himmelberg et al. (1999), S. 356. Darüber hinaus gibt es mit den Arbeiten von Agrawal und Knoeber (1996), Loderer und Martin (1997) oder Coles et al. (2007) durchaus weitere kritische Studien, die sich dem Endogenitätsproblem zum Teil aus einer etwas anderen Perspektive als Himmelberg et al. (1999) nähern.

seit „der Geburt des Unternehmens“ investiert ist, d.h. die Gründerfamilie kann nicht in Unternehmen mit überlegener Performance investiert haben. Ein Endogenitätsproblem besteht jedoch dahingehend, dass die Unternehmerfamilie aufgrund ihres Insiderwissens ggf. zu einem Zeitpunkt zukünftiger schlechter Performance oder im Fall von überbewerteten Aktien aus dem Familienunternehmen aussteigt.[297] Dadurch könnten die Ergebnisse trotzdem verzerrt werden. Bezüglich der Frage, wie sich die Dynamik der Eigentümerstruktur auf die Unternehmensperformance auswirkt, lässt sich einfacher ein kausaler Zusammenhang herstellen als bei einer Untersuchung zum Einfluss des Levels der Eigentümerstruktur. Daher soll nachfolgend ein kurzer Überblick über diese beiden jüngeren Literaturzweige gegeben werden, zunächst (iii) zur Dynamik der Eigentümerstruktur.

Bereits Himmelberg et al. (1999) argumentieren, dass die Untersuchung dynamischer, exogener Veränderungen in der Eigentümerstruktur ein sinnvolles Forschungsdesign darstellt, um den Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance in Zukunft besser zu verstehen.[298] In diese Richtung gehen die Studien von Core und Larcker (2002), McConell et al. (2008) sowie Fahlenbrach und Stulz (2009).

Core und Larcker (2002) untersuchen eine Stichprobe von 195 US-Unternehmen aus 40 verschiedenen Branchen, bei denen sich *managerial ownership* aufgrund der Verabschiedung eines „*target ownership plans*“ exogen erhöht.[299] Die Autoren stellen fest, dass sich das *managerial ownership* in den zwei Jahren nach der Verabschiedung des „*target ownership plans*“ signifikant erhöht. Weiterhin hat diese Erhöhung eine deutliche Verbesserung der Unternehmensperformance (sowohl bezüglich operativer Gewinngrößen aus dem Jahresabschluss als auch bezüglich der Aktienrendite) zur Folge. Hierbei muss man einschränkend beachten, dass *managerial ownership* in der von Core und Larcker (2002) untersuchten Stichprobe vor der Verabschiedung des „*target*

---

[297] Vgl. Villalonga und Amit (2006), S. 410 oder Fahlenbrach (2007), S. 6.

[298] Vgl. Himmelberg et al. (1999), S. 382.

[299] Im Rahmen eines „*target ownership plans*“ kann das Unternehmen im Rahmen des *proxy statements* eine öffentliche Ankündigung über ein Minimumlevel an *managerial ownership* machen. Der Beschluss eines solchen „*target ownership plans*“ unterliegt dem *board of directors*. Aus der öffentlichen Ankündigung ergibt sich einerseits eine implizite Verpflichtung des Managements, der Zieleigentümerstruktur nachzukommen. Andererseits kann das Unternehmen das Management zusätzlich dadurch unter Druck setzen, indem die zukünftige Managementvergütung an das Erreichen der Ziele aus dem „*target ownership plan*“ gekoppelt wird. Vgl. Core und Larcker (2002), S. 319 f.

ownership plans" unter dem Branchendurchschnitt lag und die untersuchten Unternehmen in der Regel ex-ante eine unterdurchschnittliche Unternehmensperformance hatten.[300] Dies bedeutet, dass sich die „erzwungene" Erhöhung der Beteiligung der Unternehmensleitung in einem moderaten Rahmen bewegt (d.h. eher im unteren, positiven Bereich im Sinn der Untersuchungen von Morck et al. (1988) und McConell und Servaes (1990)) und letztendlich die Anreizmechanismen in solchen Unternehmen verbessert hat, die ex-ante durch vergleichsweise schlechte Strukturen der Unternehmensführung (*bad corporate governance*) gekennzeichnet waren. Insofern kann die Verabschiedung des „*target ownership plans*" als eine Reaktion des *board of directors* auf Corporate-Governance-Probleme innerhalb des Unternehmens gesehen werden.[301] Die beiden anderen Analysen zum Einfluss von Veränderungen in der Eigentümerstruktur auf den Unternehmenserfolg sind jedoch allgemeiner.

McConell et al. (2008) analysieren dabei Ankündigungseffekte auf Kaufentscheidungen von Unternehmensinsidern. Sie untersuchen allerdings bewusst nur solche Insidertransaktionen, bei denen mindestens 10.000 Aktien gekauft werden, um nur signifikante Erhöhungen im *insider ownership* zu berücksichtigen. Darüber hinaus werden Erhöhungen von *insider ownership* durch Ausübung von Aktienoptionen aus der Betrachtung ausgeschlossen. Schließlich können die Autoren für eine zufällige Stichprobe von 200 Unternehmen in den USA 172 solcher Transaktionen identifizieren und die Ankündigungseffekte in einem Intervall von sechs Tagen untersuchen. McConell et al. (2008) zeigen auf Basis dieser Analyse ein u-förmiges Verhältnis zwischen *insider ownership* und Unternehmenswert (gemessen anhand von Tobin's Q). Sie interpretieren dies als kausalen Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance, indem sie aufzeigen, dass sich das *insider ownership* nicht etwa – wie von Demsetz (1983) oder Demsetz und Lehn (1985) argumentiert – aufgrund von Veränderungen in Unternehmenscharakteristika einstellt.[302]

Fahlenbrach und Stulz (2009) untersuchen Veränderungen bezüglich des *insider ownerships* von 4.900 amerikanischen Nicht-Finanzunternehmen zwischen 1988 und 2003 (rund 28.000 Unternehmensjahrbeobachtungen). Zunächst kommen die Autoren dabei zu dem Resultat, dass – wenn man größere Veränderungen im *insider ownership*

[300] Vgl. Core und Larcker (2002), S. 326-338.

[301] Vgl. Core und Larcker (2002), S. 320.

[302] Vgl. zu den Hauptergebnissen McConnell et al. (2008), S. 92-95.

von mindestens 2,5 Prozentpunkten betrachtet – negative Veränderungen (Verkäufe) wahrscheinlicher sind als positive Veränderungen (Käufe). Die Studie zeigt daher, dass *insider ownership* bzw. *managerial ownership* in der Regel im Zeitablauf eher ab- als zunimmt. Nachdem hohe aktuelle und vergangene Aktienrenditen einen großen Einfluss auf die Verkaufswahrscheinlichkeit haben, scheinen *market-timing*-Aspekte für die Dynamik der Eigentümerstruktur eine bedeutende Rolle zu spielen. Fahlenbrach und Stulz (2009) untersuchen weiterhin die Implikationen dieser dynamischen Entwicklung des *insider ownership* auf den Unternehmenswert (gemessen anhand von Tobin's Q unter Berücksichtigung der vorausgegangenen Aktienmarktperformance und anderer Unternehmenscharakteristika). Positive Veränderungen (d.h. eine deutliche Erhöhung des *insider ownership*) führen zu einer Erhöhung des Tobin's Q, während negative Veränderungen (d.h. eine deutliche Reduzierung des *insider ownership*) zu keiner deutlichen Reduzierung des Tobin's Q führen. Dabei ist diese Erhöhung des Tobin's Q vor allem durch Zukäufe von *inside board* Mitgliedern (d.h. *officers*) getrieben und nicht durch Zukäufe von *outside board* Mitgliedern oder Veränderungen der umlaufenden Aktien. Insgesamt lassen die Ergebnisse dieser Untersuchung auf einen positiven kausalen Zusammenhang zwischen *managerial ownership* und Unternehmenserfolg schließen.[303]

Im Vergleich zu der vorausgegangenen Literatur (insbesondere dem Literaturstrang (ii)) gelingt es den Autoren dieses Literaturstrangs durch ihr experimentelles Forschungsdesign und ihre dynamische Perspektive besser auf das oben skizzierte Endogenitätsproblem der Eigentümerstruktur einzugehen. Nachdem einige Studien zu der Erkenntnis gekommen sind, dass Familienunternehmen selbst unter börsennotierten Unternehmen eine mindestens genau so hohe Bedeutung zukommt wie Unternehmen mit atomisierter Eigentümerstruktur,[304] hat sich in den letzten Jahren ein weiterer eigener Literaturstrang mit Unterschieden in der Unternehmensperformance zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen beschäftigt. Die Zusammenfassung des Literaturstrangs (iv), der das noch junge Forschungsfeld zur Unternehmensperformance in börsennotierten Familienunternehmen beinhaltet, bildet den Abschluss dieses Teilkapitels.

---

[303] Vgl. zu den Hauptergebnissen Fahlenbrach und Stulz (2009), S. 342 f.

[304] Vgl. unter anderem die Studien von La Porta et al. (1999), Holderness et al. (1999), Claessens et al. (2000) oder Faccio und Lang (2002) bzw. die Darstellung in der Einleitung der vorliegenden Arbeit.

Innerhalb dieses Literaturstrangs existiert – trotz leicht unterschiedlicher empirischer Befunde – folgender Konsens: Zumindest in Ländern mit entwickelten Kapitalmärkten weisen börsennotierte Familienunternehmen in der Regel keine schlechtere Performance auf als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen. Einige Studien ziehen sogar den Schluss, dass börsennotierte Familienunternehmen eine bessere finanzielle Performance erreichen als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.[305] Dies trifft insbesondere zu, solange der Unternehmensgründer im Familienunternehmen präsent ist, d.h. eine aktive Rolle im Vorstand, Aufsichtsrat oder – in einem angelsächsischen System – im *board of directors* wahrnimmt.[306] Die Implikation dieser Ergebnisse besteht darin, dass die positiven Aspekte, die sich aus einer Reduzierung des Konflikts zwischen Manager und Aktionären (Agency-Konflikt I) ergeben, die negativen Aspekte aus einer ggf. vorhandenen Verstärkung des Konflikts zwischen Groß- und Kleinaktionären (Agency-Konflikt II) überwiegen. Die Resultate deuten also darauf hin, dass die Präsenz langfristig orientierter Familienaktionäre den Unternehmenswert in den meisten Fällen zum Vorteil aller Aktionäre steigert.[307]

In der Literatur haben sich einige empirische Untersuchungen insbesondere mit den Auswirkungen der Unternehmensnachfolge, d.h. dem Ausscheiden des Unternehmensgründers aus dem Familienunternehmen, befasst. Dabei zeigen mehrere Studien für unterschiedliche Länder, dass es zwischen der Übergabe der Unternehmensführung an einen Verwandten des Gründers und der Unternehmensperformance einen starken

---

[305] Vgl. beispielsweise McConaughy et al. (1998) und Anderson und Reeb (2003a) für die USA oder Maury (2006) für Europa. Für Deutschland zeigen die Arbeiten von Ehrhardt et al. (2006) sowie Andres (2008b), dass sich börsennotierte Familienunternehmen besser entwickeln als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen. Dagegen zeigt die Untersuchung von Claessens et al. (2002), dass Familienkontrolle in asiatischen Ländern mit weniger entwickelten Kapitalmärkten zu einem Wertverlust führt, vor allem wenn sich eine Divergenz zwischen Stimmrechten und Cash-Flow-Rechten einstellt. Vgl. Claessens et al. (2002), S. 2743 f.

[306] Villalonga und Amit (2006) zeigen, dass vor allem börsennotierte Familienunternehmen in den USA mit dem Unternehmensgründer als CEO ein höheres Tobin's Q haben, während Familienunternehmen unter Führung des Nachfolgers keine bessere Performance erzielen als Nicht-Familienunternehmen. Fahlenbrach (2007) ergänzt, dass solche Unternehmen (mit dem Unternehmensgründer als CEO) auch höhere Aktienrenditen erzielen. Barontini und Caprio (2006) bestätigen diese Resultate auf der Basis einer europäischen Stichprobe. Vgl. Villalonga und Amit (2006), S. 388; Fahlenbrach (2007), S. 2 bzw. Barontini und Caprio (2006), S. 689.

[307] Zu einer ähnlichen Zusammenfassung der bisherigen Literatur zu Unternehmensperformance in Familienunternehmen vgl. Sraer und Thesmar (2007), S. 712.

negativen kausalen Zusammenhang gibt.[308] Die finanzielle Performance von Familienunternehmen verschlechtert sich im Durchschnitt nach der Übergabe der Unternehmensführung an einen familieninternen Nachfolger deutlich.[309] Dagegen sind Familienunternehmen mit einem familienexternen Manager im Durchschnitt erfolgreicher als solche mit einem familieninternen Nachfolger, wenn auch weniger erfolgreich als Familienunternehmen, die vom Gründer geführt werden.[310] Während also der Gründer für die Führung des Familienunternehmens aufgrund seiner besonderen unternehmerischen Fähigkeiten (*entrepreneurial talent*) besser geeignet ist als ein externer Vorstandsvorsitzender bzw. CEO und daher einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert hat, scheint dies auf seine Verwandten nicht zuzutreffen. Im Gegenteil, Nachkommen des Gründers scheinen durchschnittlich schlechtere Führungsqualitäten zu haben als externe Manager. Perez-Gonzalez (2006) zeigt allerdings, dass dies nicht zutrifft, wenn die familieninternen Nachfolger eine Ausbildung an einer selektiven amerikanischen Universität absolviert haben.[311] In solchen Fällen haben Nachkommen zumindest die gleichen Führungsqualitäten wie gleich talentierte und gut ausgebildete familienexterne Manager. Bloom und van Reenen (2007) argumentieren, dass die se-

---

[308] Vgl. hierzu allgemein die Arbeiten von Perez-Gonzales (2006), Bennedsen et al. (2007), Bloom und Van Reenen (2007), Cucculelli und Micucci (2008) und Adams et al. (2009a).

[309] Die gefundenen ökonomischen Effekte der internen Unternehmensnachfolge sind signifikant. Beispielsweise zeigen Bennedsen et al. (2007) auf Basis einer Untersuchung dänischer Familienunternehmen, dass der Return on Assets bei familieninternenen Nachfolgeentscheidungen durchschnittlich um vier Prozentpunkte niedriger ist als wenn es zu einer familienexternen Nachfolge kommt. Perez-Gonzales (2006) kommt zu dem Ergebnis, dass börsennotierte Unternehmen in den USA mit familieninternen Nachfolger binnen drei Jahre nach der Unternehmensnachfolge im Durchschnitt 14% niedrigere Return on Assets bzw. 16% niedrigere Werte für Tobin's Q aufweisen. Für familieninterne Nachfolger, die keine selektive Eliteuniversität besucht haben, sind die Auswirkungen noch deutlicher: Sowohl in der operativen Performance als auch bezüglich des Unternehmenswerts (gemessen anhand von Tobin's Q) schneiden die von ihnen geführten Unternehmen binnen drei Jahren nach der Unternehmensnachfolge um durchschnittlich 25% schlechter ab als familienexterne Nachfolger. Vgl. Bennedsen et al. (2007), S. 651 bzw. Perez-Gonzales (2006), S. 1560 f.

[310] Für die USA vgl. Villalonga und Amit (2006), S. 388. Für Europa vgl. Barontini und Caprio (2006), S. 689. Miller et al. (2007) gehen sogar noch einen Schritt weiter, indem sie argumentieren, dass nur solche Unternehmen eine überlegene Performance aufweisen, in denen der Gründer alleine (d.h. ohne die Beteiligung weiterer Familienmitglieder) involviert ist. Solche Unternehmen nennen Miller et al. (2007) „*lone-founder firms*". Vgl. Miller et al. (2007), S. 831.

[311] Vgl. Perez-Gonzales (2006), S. 1561. Die Zulassung zu selektiven amerikanischen Eliteuniversitäten („*selective undergraduate institutions"*) erfolgt nach strengen Auswahlkriterien, so dass nur sehr talentierte Studenten aufgenommen werden. Der Effekt dürfte daher eher auf diesen strengen Selektionsmechanismus zurückzuführen sein, als auf die Ausbildung an einer dieser Universitäten per se. Das zeigt sich darin, dass der Besuch besonders selektiver Universitäten keinen Einfluss auf die Unternehmensperformance von Familienunternehmen mit familienexternen Nachfolgern hat.

lektive Auswahl aus allen Familienmitgliedern von hoher Bedeutung für eine erfolgreiche familieninterne Nachfolgelösung ist.[312] Sofern eine selektive Auswahl erfolgt, kommt es zu keinem Wertverlust im Familienunternehmen. Findet dagegen keine sorgfältige Selektion statt, sondern übernimmt aus Prinzip der erstgeborene Sohn die Unternehmensnachfolge (Primongenitur), kommt es zu einem beträchtlichen Wertverlust, vor allem wenn es zusätzlich an anderen Disziplinierungsmechanismen (wie etwa einem intensiven Wettbewerb auf den Produktmärkten) fehlt.[313]

Dies korrespondiert mit der Sichtweise, dass innerhalb von Familienunternehmen Schlüsselpositionen lediglich aus einem begrenzten Führungskräftepool, nämlich Mitgliedern der Unternehmerfamilie, besetzt werden (*family nepotism*).[314] Zusammenfassend scheinen Familienunternehmen vor allem dann eine überlegene Unternehmensperformance aufzuweisen, wenn ein talentierter Unternehmensgründer oder – unter bestimmten Umständen – ein talentierter und sehr gut qualifizierter Nachkomme das Familienunternehmen leitet und sich keine Divergenzen zwischen Eigentums- und Kontrollrechten ergeben.[315]

---

[312] Das Familienunternehmen durchaus selektive Auswahlmechanismen für Schlüsselpositionen in den Unternehmensorganen anwenden, zeigt in der Stichprobe der vorliegenden Untersuchung der aktuelle Fall Henkel. Im Fall von Henkel besetzt ein Familienmitglied traditionell den Vorsitz des Aufsichtsrats und des Gesellschafterausschusses der Familie Henkel. Im Jahr 2009 hat mit Simone Bagel-Trah eine sorgfältig ausgewählte Ururenkelin des Unternehmensgründers Fitz Henkel den Vorsitz dieser beiden Gremien übernommen. In der aus heute drei Familienstämmen (und rund 150 Familienmitgliedern) bestehenden Henkel-Familie wurde über Jahre hinweg nach einem geeigneten und von allen Familienmitgliedern akzeptierten Nachfolger für den ausscheidenden Vertreter Albrecht Wöste gesucht. Vgl. Zehle (2009) im Manager-Magazin vom Oktober 2009, S. 60 f. oder Brück et al. (2009), S. 54 f. in der Wirtschafts Woche vom 14.09.2009.

[313] Vgl. Bloom und Van Reenen (2007), S. 1354. Vgl. darüber hinaus zum negativen Effekt der Primogenitur in der Unternehmensnachfolge für die operative Performance Bennedsen et al. (2007), S. 650 f.

[314] Vgl. Bertrand und Schoar (2006), S. 78 f. Vgl. Caselli und Gennaioli (2006) für eine modelltheoretische Betrachtung dieses *family nepotism* und seinen makroökonomischen Implikationen.

[315] Vgl. Morck et al. (2005), S. 670. Villalonga und Amit (2006) zeigen, dass der Einfluss des Unternehmensgründers auf die Unternehmensperformance besonders wertvoll ist, wenn keine Instrumente zur Sicherung der Unternehmenskontrolle, wie etwa unterschiedliche Aktiengattungen, Überkreuzbeteiligungen oder Eigentumspyramiden, eingesetzt werden. Vgl. Villalonga und Amit (2006), S. 388.

4.2 Investitionsentscheidungen

4.2.1 Theoretische Überlegungen

Geht man, wie in der neoklassischen Sichtweise üblich, von einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt ohne jegliche Friktionen aus, ergibt sich eine effiziente Ressourcenallokation: Investitionsprojekte, deren diskontierte zukünftige Cash-Flows in Summe die notwendigen Investitionen übertreffen (sprich: die einen positiven Kapitalwert aufweisen), werden durchgeführt. Kapitalwertnegative Investitionsprojekte werden hingegen unterlassen.[316] Gemäß dem Fisher-Separationstheorem[317] kann man Investitions- von Finanzierungsentscheidungen trennen und die Finanzierung ist irrelevant für die Investitionsentscheidungen und den Marktwert eines Unternehmens. Diese von Modigliani und Miller (1958) konstruierte Modellwelt entspricht jedoch nicht der Realität. Vielmehr ist die Realität von zahlreichen Friktionen (Steuern, Transaktionskosten, Informationsasymmetrien, Prinzipal-Agenten-Problemen etc.) geprägt. Deshalb kann es im Vergleich zur optimalen Investitionspolitik (*first-best solution*) unter der Annahme von Friktionen zu Über- oder Unterinvestition kommen. Mit der Analyse von Investitionsentscheidungen haben sich zahlreiche Arbeiten – im Übrigen nicht nur aus der Perspektive der Unternehmensfinanzierung, sondern auch in anderen Teildisziplinen der Wirtschaftswissenschaften, wie etwa der Makroökonomie, Industrieökonomie oder den Finanzwissenschaften (*public finance*) – beschäftigt.[318]

Beispielhaft zur Illustration der oben angesprochenen Über- bzw. Unterinvestitionsproblematik sollen hier die beiden wegweisenden theoretischen Arbeiten von Myers (1977) sowie Jensen und Meckling (1976) erwähnt werden. Während Jensen und Meckling (1976) zeigen, dass Fremdfinanzierung zu einem Überinvestitionsproblem führen kann, dem sog. *asset-substitution*-Problem, zeigt Myers (1977) das Gegenteil. In seinem Modell kann Fremdfinanzierung (*debt overhang*) zu einem Unterinvestitionsproblem führen, das vor allem bei jungen Wachstumsunternehmen mit guten Investitionsmöglichkeiten vorliegen kann.[319]

---

[316] Vgl. Rudolph (2006), S. 28-42 oder Kaserer (2007), S. 70-76.

[317] Vgl. hierzu beispielsweise Schmidt und Terberger (1997), S. 99-126 und 142 f.; Franke und Hax (1999), S. 153; Rudolph (2006), S. 31 f. bzw. im Original die Arbeit von Fisher (1930).

[318] Vgl. Hubbard (1998), S. 193.

[319] Vgl. hierzu die Arbeiten von Jensen und Meckling (1976) bzw. Myers (1977).

Wenn man die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen der Unternehmensleitung und den Aktionären in den Mittelpunkt der Betrachtung setzt, kann es aus einer Reihe von Gründen, die zum Teil bereits in Kapitel 3.2.1 erläutert wurden, zu ineffizienten Investitionsentscheidungen kommen.[320] Manager können zum Beispiel ein ausgeprägtes Bedürfnis dafür haben, besonders große Unternehmen zu leiten (anstatt lediglich erfolgreiche Unternehmen). In so einem Fall kann es zu Überinvestition und *empire building* kommen. Weiterhin kann der Prinzipal-Agenten-Konflikt dazu führen, dass Manager im Gegensatz zu Aktionären bestimmte Investitionstypen bevorzugen. Shleifer und Vishny (1989) legen dar, dass es für Manager sinnvoll sein kann, solche Investitionen durchzuführen, zu denen ihr spezifisches Humankapital erforderlich ist. Die durchgeführten Investitionsprojekte haben daher unter Leitung des aktuellen Managements aufgrund dessen Fähigkeiten oder Kenntnissen einen höheren Wert als unter der Leitung eines alternativen Managements. Shleifer und Vishny (1989) sprechen daher in diesem Zusammenhang von *managerial entrenchment* bzw. sog. managerspezifischen Investition. In der Folge lässt sich das Management weniger leicht ersetzen. Die Arbeitsplatzsicherheit und ggf. das Gehalt des Managements nimmt daher zu.[321] Darüber hinaus könnte es sein, dass sich Manager risikoavers verhalten und eine Präferenz für Investitionen haben, die zu Geschäftsfelddiversifikation führen.[322] Schließlich spielen die Reputation und das Karrierebedürfnis der Manager eine Rolle für die Wahl des Investitionsniveaus, wodurch es z.B. aufgrund der regelmäßig begrenzten Amtsperiode eines Managers zu einer Präferenz für kurzfristige anstelle von langfristigen Investitionen kommen kann.[323]

Neben Prinzipal-Agenten-Konflikten wie sie in Kapitel 3.2.1 beschrieben sind, kann es darüber hinaus noch weitere Gründe für ineffiziente Investitionsentscheidungen geben. Zum Beispiel könnte eine Selbstüberschätzung des Managers (*managerial overconfidence or hubris*) zu Überinvestition führen.[324] Allerdings kann es neben der Überinvestition aufgrund von Selbstüberschätzung auch dazu kommen, dass Manager zu we-

[320] Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Stein (2003), S. 119-125.

[321] Vgl. Shleifer und Vishny (1989), S. 123 f.

[322] Diese Form der Investitionsentscheidung wird ausführlich in Kapitel 4.3 thematisiert.

[323] Dies spielt insbesondere im Zusammenhang mit langfristigen Investitionsprojekten eine Rolle. Vgl. daher zu diesem Problem die nachfolgenden Ausführungen im Zusammenhang mit Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte.

[324] Vgl. hierzu die empirischen Ergebnisse von Malmendier und Tate (2005), die in Einklang mit dem zugrunde liegenden theoretischen Modell von Roll (1986) sind.

nig Aktivität an den Tag legen. Beispielsweise könnte es sein, dass sie sich vor wichtigen Entscheidungen „drücken“ und stattdessen ein „ruhiges Leben“ bevorzugen. Dies kann sowohl zu Überinvestition (wenn der Manager vermeidet, eine defizitäre Produktionsanlage zu schließen) als auch zu Unterinvestition führen (wenn risikobehaftete, kapitalwertpositive Investitionen in neue Geschäftsbereiche vermieden werden).[325]

Bei der Analyse von Investitionsentscheidungen kann man wiederum zwischen Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) und solchen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte *(research and development expenditures*) unterscheiden. Man kann davon ausgehen, dass das Problem ineffizienter Investitionsentscheidungen bei Forschungs- und Entwicklungsprojekten aufgrund deren typischer Charakteristika besonders ausgeprägt ist. Holmstrom (1989) argumentiert in seinem Modell, dass es sich bei Forschungs- und Entwicklungsprojekten um langfristige, unsichere und arbeitsintensive Projekte mit hohem idiosynkratischem Risiko handelt, deren Ausgang unsicher ist.[326] Aboody und Lev (2000) verdeutlichen darüber hinaus, dass man die Produktivität zukünftiger Forschungs- und Entwicklungsprojekte aufgrund deren hoher Spezifität und mangels Vergleichbarkeit (die Autoren sprechen von „*uniqueness*“) nicht aus ähnlichen, bestehenden Projekten innerhalb der gleichen Branche abschätzen kann. Zudem ergeben sich mangels organisierter Sekundärmärkte für Forschungs- und Entwicklungsprojekte keine marktorientierten Preisinformationen für potenzielle Finanziers. Das lässt darauf schließen, dass die Informationsasymmetrien im Zusammenhang mit Forschungs- und Entwicklungsprojekten größer sind als bei anderen Investitionsprojekten (z.B. Investitionen in Sachanlagen oder Projektfinanzierungen).[327]

Ferner ist der zukünftige Erfolg von Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen im Vergleich zu Investitionen in Sachanlagen deutlich unsicherer. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass zukünftige, operative Cash-Flows bei Forschungs- und Entwicklungsprojekten (*research and development expenditures*) durchschnittlich um etwa 30 bis 70 Prozent stärker schwanken als solche aus Investitionen in Sachanlagen (*capital*

---

[325] Vgl. Bertrand und Mullainathan (2003) für eine empirische Betrachtung dieser „*quiet-life*-Hypothese“.

[326] Vgl. hierzu Holmstrom (1989), S. 305-327.

[327] Vgl. Aboody und Lev (2000), S. 2748. Aboody und Lev (2000) argumentieren weiterhin, dass unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften für Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Vergleich zu anderen Investitionsaufwendungen einen weiteren Grund für die hohen Informationsasymmetrien darstellen. Vgl. hierzu den Exkurs zur Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in Kapitel 6.6.1.1.

expenditures).[328] Aufgrund der Unsicherheit und Langfristigkeit der Forschungs- und Entwicklungsprojekte – der Erfolg von Forschung und Entwicklung, Technologieprojekten oder dem Eintritt in neue Märkte lässt sich, wenn überhaupt, erst nach langen Forschungs- und Entwicklungszyklen realisieren – ist das in Kapitel 3.2.1 skizzierte Zeitpräferenzproblem besonders gravierend.

Ein solches Zeitpräferenzproblem[329] kann sich im Zusammenhang mit Forschungs- und Entwicklungsprojekten aus einer Reihe von Gründen[330] einstellen: (i) Opportunistisches Verhalten des Managers: Kurzfristiges Verhalten kann z.B. aus Sicht des Managers optimal sein. Narayanan (1985) argumentiert, dass nachvertragliche Informationsasymmetrien und moralisches Risiko (*moral hazard*) dazu führen können, dass Manager anstatt in langfristige Projekte in weniger profitable kurzfristige Projekte investieren, um die eigene Reputation zu maximieren.[331] Ein weiteres Problem ergibt sich daraus, dass der Kapitalmarkt die Erfolgsaussichten langfristiger Forschungs- und Entwicklungsprojekte schlechter (oder zumindest erst mit einer Zeitverzögerung) beurteilen kann als der Manager.[332] (ii) Kapitalmarktdruck: Insbesondere unter dem Druck des Kapitalmarkts könnten Manager dazu neigen, kapitalwertpositive langfristige Forschungs- und Entwicklungsprojekte zu unterlassen, um innerhalb ihrer Amtsperiode kurzfristig die aktuellen Gewinne zu maximieren. Dieses an der kurzfristigen Maximierung des Aktienkurses ausgerichtete Verhalten wird in der Literatur als „*managerial myopia*“ (kurzsichtiges Managerverhalten) diskutiert.[333] Weiterhin zeigt Stein

---

[328] Vgl. Kothari et al. (2002), S. 357.

[329] Dem Zeitpräferenzproblem (bzw. *short-term managerial behaviour*) liegt grundsätzlich das Konzept intertemporaler Wahlmöglichkeiten zugrunde. Solche intertemporalen Wahlmöglichkeiten ergeben sich immer dann, wenn die mit einer Handlung entstehenden Kosten und der Nutzen zeitlich auseinander fallen. Das Problem intertemporaler Wahlmöglichkeiten ist ein in der psychologischen und wirtschaftlichen Forschung viel beachtetes Problem, vgl. hierzu z.B. Loewenstein und Thaler (1989), S. 181 f.

[330] Vgl. hierzu auch Laverty (1996), S. 831-835. Laverty (1996) kategorisiert die Gründe für das Zeitpräferenzproblem hierbei in fünf Kategorien: (i) *flawed management practices*, (ii) *managerial opportunism*, (iii) *stock market myopia*, (iv) *fluid and impatient capital* und (v) *information asymmetry*. Die vorliegende Klassifizierung in drei Hauptkategorien lehnt sich an Laverty (1996) an.

[331] Vgl. Narayanan (1985), S. 1469 f.

[332] Vgl. Eberhart et al. (2004), S. 647.

[333] Vgl. Stein (1989), S. 655 f. In den 1980er Jahren konnte die amerikanische Wirtschaft im Vergleich zu anderen industriellen Ländern, wie Japan und Deutschland, ein geringeres Wachstum realisieren und war von zahlreichen strukturellen Problemen geprägt. Porter (1992) argumentiert, dass diese Entwicklung mit dem marktorientierten Finanzsystem der USA, insbesondere den an kurzfristigen Quartalszahlen orientierten institutionellen Investoren und der damit einhergehenden

(1988) z.B. in seinem Modell, dass Manager unter der Prämisse, dass der Kapitalmarkt Unternehmen mit langfristiger Investitionsstrategie auf Kosten kurzfristiger Gewinne unterbewertet, dazu gezwungen sind, kurzfristig zu denken und zu handeln, um die Gefahr einer feindlichen Übernahme zu reduzieren.[334] (iii) Suboptimale Vergütungsstrukturen: Unter bestimmten Umständen können Vergütungsstrukturen zu Anreizen für kurzfristig orientiertes Investitionsverhalten führen. Zum Beispiel zeigt Reichelstein (2000) in seinem Modell, dass Vergütungsstrukturen auf Basis von Residualgewinnen zu solchen Problemen führen können, wenn der Zeithorizont des Managers kürzer ist als der der Eigentümer oder wenn die exogen gegebene Wahrscheinlichkeit eines Arbeitsplatzverlusts im Zeitablauf zunimmt.[335] Alle bisherigen Modelle haben argumentiert, dass es aufgrund des Zeitpräferenzproblems zu einer Unterinvestition in langfristig profitable Investitionsprojekte (z.B. Forschungs- und Entwicklungsprojekte) kommen kann. Demgegenüber zeigen Bebchuk und Stole (1993) in ihrem Modell, dass aus Anreizen, den Kapital- oder Arbeitsmarkt mit kurzfristigen Erfolgen zu beeindrucken, neben Unterinvestition auch Überinvestition entstehen kann.[336]

In börsennotierten Familienunternehmen sollte das Problem kurzsichtigen Handelns (*managerial myopia*) weniger stark ausgeprägt sein als in Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur. Hierfür sind vor allem zwei Gründe verantwortlich: (i) Zum einen sollte die Beteiligung des Managers an der Unternehmensführung zu einer Angleichung der Interessen von Managern und Aktionären führen, so dass nicht nur kurzfris-

kurzsichtigen Handlungsweise der US-Manager, zusammenhängt. Er begründet den wirtschaftlichen Erfolg Deutschlands und Japans in den 1980er Jahren damit, dass die langfristig orientierten, geduldigen Investoren in den bankorientierten Finanzsystemen dieser Länder die Unternehmensentwicklung und das Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen. Vgl. Porter (1992), S.67-73 oder Jacobs (1991).

[334] Vgl. Stein (1988), S. 61. Die modelltheoretische Betrachtung von Stein (1988) ist vor dem Hintergrund der großen Welle feindlicher Übernahmen unterbewerteter börsennotierter Unternehmen in den USA innerhalb der 1980er Jahre zu sehen. Das Modell von Stein (1988) argumentiert, dass die Gefahr einer feindlichen Übernahme zu *managerial myopia* führen kann. Demgegenüber stehen unter anderem zwei Argumente zu Gunsten von feindlichen Übernahmen: Die in Kapitel 3.3.2 und den dort zitierten Quellen diskutierte disziplinierende Wirkung im Zusammenhang mit *managerial entrenchment* oder die Möglichkeit zur Realisierung von Skalen- und Synergieeffekten.

[335] Vgl. Reichelstein (2000), S. 245-261. Zu der Implementierung suboptimaler Vergütungsstrukturen können darüber hinaus kurzfristig orientierte Eigentümer beitragen. So zeigen Cadman und Sunder (2006) anhand einer Untersuchung von Vergütungskontrakten um den Zeitpunkt des Börsengangs herum, dass einflussreiche, kurzfristig orientierte Investoren (z.B. Venture-Capital-Gesellschaften) Vergütungskontrakte für Manager implementieren, die Anreize zu kurzfristigen Investitionen schaffen. Vgl. Cadman und Sunder (2006), S. 1-4.

[336] Vgl. Bebchuk und Stole (1993), S. 721-725.

tige, sondern auch langfristige Investitionsprojekte durchgeführt werden. Die Beteiligung des Managers und dessen Einfluss in den Unternehmensorganen sollten also dazu führen, dass das Ziel der langfristigen *shareholder-value*-Maximierung verfolgt wird. (ii) Zum anderen sollte die Existenz langfristig orientierter Investoren (z.B. der Gründerfamilie) zu einer Reduzierung des Kapitalmarktdrucks führen. Im Gegensatz zu potenziell kurzfristig orientierten institutionellen Investoren stellt die Gründerfamilie einen langfristig orientierten Aktionär dar, der auch trotz ggf. kurzfristig schlechter Quartalszahlen im Unternehmen investiert bleibt. Das Familienunternehmen ist aus Sicht der Familienaktionäre kein rein finanzielles Investment, das im Fall einer kurzfristig schlechten Performance verkauft wird. Vielmehr ist die Reputation der Familie mit der Reputation des Familienunternehmens untrennbar verbunden. Außerdem soll das Familienunternehmen an zukünftige Generationen vererbt werden.[337] Verschiedene Studien zeigen, dass Forschungs- und Entwicklungsprojekte zum langfristigen Überleben bzw. zur Sicherung der Wettbewerbsposition von Unternehmen beitragen.[338] Insgesamt sollten unter Berücksichtigung dieses positiven Einflusses von Forschungs- und Entwicklungsprojekten gerade langfristig orientierte Eigentümer wie die Gründerfamilien zu solchen Investitionen bereit sein.

Allerdings könnte die Tatsache, dass Familieneigentümer in der Regel – im Gegensatz zu Kleinaktionären – undiversifiziert sind, zu einer höheren Risikoaversion führen. Wenn man unterstellt, dass Forschungs- und Entwicklungsprojekte aufgrund ihrer langen Dauer, ihrem ungewissen Ergebnis und den damit verbundenen hohen Aufwendungen (z.B. für hoch qualifiziertes Personal) besonders risikoreich sind, könnten börsennotierte Familienunternehmen solche Investitionsformen tendenziell vermeiden.[339]

Die bisherigen Überlegungen haben sich darauf bezogen, wie auf externen Kapitalmärkten die Ressourcen zwischen unterschiedlichen Unternehmen effizient verteilt werden, so dass kapitalwertpositive Projekte durchgeführt werden. Darüber hinaus gibt es einen Literaturstrang, der sich mit internen Kapitalmärkten beschäftigt. Dabei geht es um die Fragestellung, wie innerhalb eines Unternehmens die finanziellen Ressourcen effizient verteilt werden. Dieser Literatur liegen ähnliche Prinzipal-Agenten-

[337] Vgl. hierzu die Argumentation in Kapitel 3.2 oder die Arbeiten von Chami (1999), James (1999) bzw. Bolton et al. (2005).

[338] Vgl. hierzu den Strang der empirischen Literatur in Kapitel 4.2.2, der sich mit den Reaktionen des Kapitalmarkts auf Forschungs- und Entwicklungsprojekte beschäftigt.

[339] Vgl. auch die Argumentation in Anderson et al. (2009), S. 6.

Konflikte zugrunde wie der Literatur zu externen Kapitalmärkten.[340] Nach dieser Einführung aus einem theoretischen Blickwinkel soll im nächsten Abschnitt ein Überblick über die bestehende empirische Literatur zu Investitionsentscheidungen gegeben werden.[341]

4.2.2 Empirische Untersuchungen

Es gibt zahlreiche empirische Arbeiten, die sich mit der Analyse von Investitionsentscheidungen beschäftigen. Insgesamt sollen hier drei Literaturstränge näher beleuchtet werden, die für eine der zentralen Fragen dieser Arbeit – inwieweit die Eigentümerstruktur das Investitionsverhalten eines Unternehmens beeinflusst – von Bedeutung sind: (i) Die Literatur, die sich mit dem Einfluss von Liquiditätsbeschränkungen auf das Investitionsverhalten beschäftigt, (ii) die Literatur zum Einfluss der Eigentümerstruktur auf Investitionsentscheidungen (vor allem auf Forschungs- und Entwicklungsprojekte). Mit Artikeln aus Zeitschriften der Unternehmensfinanzierung, Industrieökonomie bis hin zum Rechnungswesen ist dieser Literaturstrang sehr heterogen und interdisziplinär. (iii) Schließlich Studien zur Frage, wie das Investitionsverhalten börsennotierter Unternehmen mit der Entwicklung der Aktienkurse zusammenhängt.

(i) Der in diesem Zusammenhang wahrscheinlich bedeutendste empirische Literaturstrang beschäftigt sich mit der Frage, inwiefern das Innenfinanzierungspotenzial eines Unternehmens für dessen Investitionstätigkeit relevant ist.[342] Den Startpunkt hierfür konstituiert die einflussreiche Untersuchung von Fazzari et al. (1988). Dieser Untersuchung liegt die Vermutung zugrunde, dass die Kapitalkosten für externes Eigen- und Fremdkapital unter der Annahme von Informationsasymmetrien zwischen Kapital-

---

[340] Zum Beispiel argumentiert Milgrom (1988), dass ineffizientes Managementverhalten wie es sich in den in Kapitel 3.2.1 beschriebenen Prinzipal-Agenten-Konflikten äußert, nicht auf die oberste Hierarchieebene beschränkt ist. Vgl. Milgrom (1988), S. 43 bzw. Stein (2003), S. 140. Im Gegenteil, im Kontext interner Kapitalmärkte bedeutet das insbesondere, dass es solche Konflikte auch auf Ebene der Divisionsmanager geben kann. Interne Kapitalmärkte sind aber nicht Gegenstand der vorliegenden empirischen Betrachtung. Daher soll hier lediglich weiterführend auf einige (theoretische und empirische) Arbeiten zu internen Kapitalmärkten verwiesen werden. Vgl. hierzu den Literaturüberblick von Stein (2003), S. 134-150 und die dort aufgeführten Arbeiten.

[341] Vgl. darüber hinaus für einen exzellenten Überblick zum Einfluss des Prinzipal-Agenten-Konflikts auf Investitionsentscheidungen Stein (2003), S. 109-163.

[342] Vgl. zum Startpunkt dieses Literaturstrangs die einflussreiche Arbeit von Fazzari et al. (1988) sowie Stein (2003), S. 125-128 für einen Überblick über diesen Literaturstrang.

nehmern und Kapitalgebern höher sein sollten als die Kapitalkosten von internem Eigenkapital.[343] Daher sind externe Finanzierungsmittel kein perfektes Substitut für interne Finanzierungsmittel. Dementsprechend sollte das Investitionsniveau gerade bei Unternehmen mit Finanzierungsrestriktionen stärker von intern generierten Zahlungsströmen (Cash-Flows) und damit dem Innenfinanzierungspotenzial abhängen als bei Unternehmen ohne solche Finanzierungsrestriktionen (zumindest wenn man Unterschiede bezüglich der Investitionsgelegenheiten als weitere wesentliche Determinante für unterschiedliche Investitionsniveaus in der Konzeption der Untersuchung berücksichtigt).

Fazzari et al. (1988) überprüfen als Erste diese Hypothese anhand von Paneldaten für 422 Unternehmen (exklusive der Finanzindustrie) zwischen 1970 und 1984 in den USA. Die Autoren teilen die Stichprobe anhand ihres Ausschüttungsverhaltens in drei Teilgruppen. Diesem Vorgehen liegt die modelltheoretische Betrachtung zugrunde, dass Dividenden eine Residualgröße innerhalb unternehmerischer Entscheidungen zur Investitions- und Ausschüttungspolitik darstellen, d.h. nur Unternehmen mit ausreichend Finanzierungsmitteln sind in der Lage, ihren Aktionären eine Dividende zu zahlen.[344] Nach diesen Überlegungen dürfte die Differenz in den Kapitalkosten zwischen internen und externen Finanzierungsmitteln für Dividendenzahler geringer sein als für Unternehmen, die keine Dividende zahlen. Konsequenterweise gehen Fazzari et al. (1988) davon aus, dass innerhalb ihres Datensatzes 49 Unternehmen mit geringer Dividendenzahlung (relativ zum erzielten Gewinn) besonders hohen Finanzierungsrestriktionen ausgesetzt sind. Weiterhin untersuchen sie eine Teilgruppe von 39 Unternehmen mit mittlerer Dividendenhöhe und 334 Unternehmen mit relativ hohen Ausschüttungsquoten. Fazzari et al. (1988) kommen zu dem Ergebnis, dass der Cash-Flow (als *proxy* für das Innenfinanzierungspotenzial) in allen drei Gruppen einen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau hat. Dieser Einfluss ist jedoch in dem Teil der Stichprobe mit den mutmaßlich größten Finanzierungsrestriktionen am höchsten, d.h. hier liegen deutlich höhere Investment-Cash-Flow-Sensitivitäten vor. Die Autoren folgern daraus, dass Unternehmen mit höherem Innenfinanzierungspotenzial tendenziell höhere Investitionsquoten haben. Obwohl es an dem Vorgehen von Fazzari et al.

---

[343] Vgl. hierzu z.B. die Ausführungen zur Hackordnungshypothese in Kapitel 4.4.1 bzw. die grundlegenden Arbeiten zu diesem Thema von Greenwald et al. (1984) bzw. Myers und Majluf (1984).

[344] Vgl. zu dieser modelltheoretischen Betrachtung die finanzwissenschaftliche Literatur, unter anderem die Arbeiten von King (1977), Auerbach (1979), Bradford (1981).

(1988) durchaus auch Kritik gegeben hat,[345] kommen letztendlich zahlreiche Folgeuntersuchungen zu dem Ergebnis, dass Unternehmen mit größerem Innenfinanzierungspotenzial (d.h. mit größeren Barreserven, größeren Cash-Flows und geringerem Verschuldungsgrad) unter Kontrolle der unterschiedlich ausgeprägten Investitionsmöglichkeiten (gemessen anhand von Tobin's Q) mehr Investitionen tätigen.[346] Hierbei sind folgende Faktoren bemerkenswert:

Erstens gilt dieses Ergebnis für unterschiedliche Investitionstypen, d.h. neben Investitionen in Sachanlagen unter anderem auch für Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte oder Investitionen in Lagerbestände.[347]

Zweitens sind der untersuchten Fragestellung zwei ökonometrische Probleme inhärent: Das Innenfinanzierungspotenzial eines Unternehmens könnte endogen zum Investitionsniveau sein, d.h. Informationen über die Investitionsmöglichkeiten eines Unternehmens beinhalten. Profitable Unternehmen (d.h. solche mit guten, kapitalwertpositiven Investitionsprojekten) sollten ein höheres Innenfinanzierungspotenzial haben als weniger profitable Unternehmen. In der Folge sollten hohe Kassenbestände bzw. ein geringer Verschuldungsgrad unter anderem von den Investitionsgelegenheiten des Un-

---

[345] Vgl. zu dieser Diskussion Kaplan und Zingales (1997, 2000) sowie Fazzari et al. (2000). Kaplan und Zingales (1997) kritisieren insbesondere die Annahme, dass Investment-Cash-Flow-Sensitivitäten monoton mit dem Ausmaß der Finanzierungsrestriktionen zunehmen. Sie replizieren die Studie von Fazzari et al. (1988), allerdings unter Nutzung anderer Maße für Finanzierungsrestriktionen. Dabei schließen sie aus ihren Ergebnissen, dass (i) die 49 Unternehmen mit geringer Ausschüttungsquote tatsächlich nicht immer unter Finanzierungsrestriktionen leiden und (ii) gerade Unternehmen mit tatsächlich geringeren Finanzierungsrestriktionen höhere Investment-Cash-Flow-Sensitivitäten aufweisen. Insofern zeigt ihre Untersuchung ein genau gegenteiliges Ergebnis zu den Resultaten von Fazzari et al. (1988). Vgl. Kaplan und Zingales (1997), S. 170-172. Darüber hinaus gibt es eine Reihe von Untersuchungen, die zu einem ähnlichen Ergebnis wie Kaplan und Zingales (1997) kommen. Vgl. hierzu unter anderem die Arbeiten von Cleary (1999, 2006) oder Kadapakkam et al. (1998).

[346] Diese Untersuchungen übernehmen zwar das Design von Fazzari et al. (1988), verwenden aber andere Indikatoren für das Ausmaß der Finanzierungsrestriktionen zur Sortierung der analysierten Unternehmen. Zum Beispiel sortieren Hoshi et al. (1990) japanische Unternehmen anhand ihrer Beziehungen zu Banken durch das „Keiretsu-System" und kommen zu dem Ergebnis, dass Keiretsu-Unternehmen geringere Investment-Cash-Flow-Sensivitäten haben. Ramirez (1995) teilen ihre Stichprobe in solche US-Unternehmen, die in den Jahren 1908 bis 1912 Beziehungen zu der damals größten und finanzstärksten Bank – J.P. Morgan – unterhalten haben und kommen zu dem Ergebnis, dass das Investitionsniveau von Unternehmen mit Beziehungen zu J.P. Morgan weniger stark vom Innenfinanzierungspotenzial abhängt als bei solchen Unternehmen ohne Geschäftsbeziehungen zu J.P. Morgan.

[347] Vgl. die Untersuchungen von Hall (1992) sowie Himmelberg und Petersen (1994) für Forschungs- und Entwicklungsprojekte sowie die Arbeiten von Carpenter et al. (1994) und Kashyap und Lamont (1994) für Lagerbestände.

ternehmens abhängen. Daher ist der Cash-Flow unter Umständen eine endogene Variable für die Untersuchung von Investitionsniveaus.[348] Weiterhin könnte es sein, dass Tobin's Q ein ungenaues oder wenig geeignetes Maß für die Investitionsgelegenheiten eines Unternehmens ist, d.h. es könnte sich ein Messfehler ergeben.[349] Beide ökonometrischen Probleme kreieren potenzielle Verzerrungen bei der Nutzung von OLS-Regressionen.

Aus diesem Grund haben einige Autoren insbesondere verschiedene „natürliche Experimente" verwendet (d.h. den Einfluss „positiver, exogener Schocks" auf die vorhandenen internen Finanzierungsressourcen untersucht, um daraus kausale Effekte auf das Investitionsniveau abzuleiten), um Zweifel bezüglich der Kausalität überzeugend zu beseitigen. Beispielhaft sollen folgende Untersuchungen erwähnt sein: Blanchard et al. (1994) zeigen, dass Übernahmeaktivitäten von US-Unternehmen in den 1980er Jahren infolge überraschend stark gestiegener Barreserven (die nicht mit der operativen Geschäftstätigkeit zusammenhängen, sondern mit erfolgreich beigelegten Rechtsstreitigkeiten) zugenommen haben. Peek und Rosengren (1997) erläutern, dass sich negative exogene Schocks an den Heimatmärkten japanischer Banken auf das Kreditangebot von deren Tochtergesellschaften in den USA auswirken. Froot und O'Connel (1997) kommen zu dem Ergebnis, dass sich Verluste aus unvorhergesehenen Naturkatastrophen negativ auf das Angebot bereitgestellter Versicherungsleistungen in der Rückversicherungsbranche auswirken. Lamont (1997) legt dar, dass das Investitionsniveau von Tochtergesellschaften diversifizierter Ölkonzerne (die nicht im Kerngeschäft der Rohölgewinnung tätig sind) in der Folge einer negativen Ölpreisentwicklung gesunken ist.[350]

---

[348] Vgl. Stein (2003), S. 126.

[349] Vgl. Erickson und Whited (2000, 2006) für eine Diskussion, inwiefern Tobin's Q ein geeigneter *proxy* zur Messung von Investitionsgelegenheiten ist. Vgl. Wooldridge (2002), S. 73-76 für eine allgemeine Diskussion, inwiefern Messfehler bei erklärenden Variablen zur Verzerrung von Schätzungen mittels OLS-Regressionen führen können. Vgl. Angrist und Pischke (2009), Kapitel 3.2 zur Frage, unter welchen Bedingungen man aus Regressionsergebnissen kausale Effekte interpretieren kann.

[350] Vgl. hierzu die Arbeiten von Blanchard et al. (1994), Lamont (1997), Peek und Rosengren (1997) sowie Froot und O'Connell (1997). Zusammenfassend auch Stein (2003), S. 125-128. Ähnliche Effekte, die sich aus der Ressourcenallokation innerhalb von internen Kapitalmärkten in Konglomeraten ergeben, haben die Arbeiten von Lang und Ofek (1996), Houston et al. (1997) sowie Shin und Stulz (1998) untersucht.

Zuletzt hat Rauh (2006) auf Basis einer großen Stichprobe mit 1.522 Unternehmen in den USA (8.030 Unternehmensjahren) die Auswirkungen rechtlich bindender Vorschriften zur Finanzierung von Pensionszusagen (*defined benefit pension plans*) verwendet, um Unternehmen mit Finanzierungsrestriktionen zu identifizieren. Hierbei analysiert Rauh (2006) ebenfalls den Effekt exogener Schocks auf die Innenfinanzierungskraft der Unternehmen und auf deren Investitionsniveau (unter Kontrolle von Investitionsgelegenheiten). Die exogenen Schocks ergeben sich hierbei in Form von gesetzlich vorgeschriebenen Einzahlungen im Fall unterfinanzierter Pensionspläne. A priori unterliegen Unternehmen, deren Pensionspläne unterfinanziert (*underfunded pension plans*) sind, eher Finanzierungsrestriktionen als Unternehmen mit ausreichender Finanzierung von Pensionszusagen (*overfunded pension plans*). Gerade solche Unternehmen an der gesetzlich geregelten Schwelle zur Unter- bzw. Überfinanzierung bieten eine gute Möglichkeit zur Schätzung kausaler Effekte durch ein fortgeschrittenes ökonometrisches Verfahren (*discontinuity regression design*).[351] Rauh (2006) zeigt, dass Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) im Fall rechtlich vorgeschriebener Einzahlungen zur Finanzierung von Pensionszusagen stark abnehmen. Die beobachteten Effekte sind besonders stark für solche Unternehmen, die aufgrund eines schlechten Kreditratings offensichtlich Finanzierungsrestriktionen auf dem externen Kapitalmarkt unterliegen. Insofern bestätigt die Untersuchung von Rauh (2006) – unter Kontrolle der oben beschriebenen ökonometrischen Probleme – die Schlussfolgerungen von Fazzari et al. (1988).[352]

Für Deutschland schließen Audretsch und Elston (2002) aus ihrer Untersuchung von 100 westdeutschen Unternehmen zwischen 1970 und 1986, dass vor allem mittelgroße Unternehmen besonders starken Finanzierungsrestriktionen unterliegen (d.h. die höchsten Investment-Cash-Flow-Sensivitäten aufweisen). Dagegen sind die Investment-Cash-Flow-Sensitivitäten für die Gruppe der größeren Unternehmen und überraschenderweise auch für die kleineren Unternehmen geringer als die der mittelgroßen

[351] Zum ökonometrischen Verfahren des *regression discontinuity design*, vgl. z.B. Angrist und Pischke (2009), Kapitel 6.

[352] Vgl. Rauh (2006), S. 33-36. Während eine Reihe der vorher aufgeführten natürlichen Experimente sich auf kleinzahlige Stichproben bezieht, dokumentiert die Studie von Rauh (2006) kausale Effekte zwischen internen Finanzierungsmitteln und dem Investitionsniveau auf Basis einer ökonometrisch sauberen Identifikationsstrategie (unter Zuhilfenahme geeigneter Instrumente für das Innenfinanzierungspotenzial der Unternehmen) für eine großzahlige Stichprobe amerikanischer Unternehmen. Hierin liegt der wesentliche Beitrag dieser empirischen Untersuchung.

Unternehmen. Die Autoren führen dieses ungewöhnliche Ergebnis – theoretisch geht man davon aus, dass vor allem die kleinen Unternehmen Finanzierungsengpässen unterliegen – auf die institutionellen Strukturen des bankorientierten deutschen Finanzsystems zurück.[353]

Andres (2008) untersucht Investment-Cash-Flow-Sensivitäten für 267 deutsche Prime-Standard-Unternehmen in den Jahren 1997 bis 2004. In Anlehnung an Fazzari et al. (1988) nutzt er ebenfalls die Unternehmensgröße und das Dividendenniveau zur Identifikation der Unternehmen mit Finanzierungsrestriktionen. Hierbei integriert er jedoch darüber hinausgehend die Eigentümerstrukturen in seine Analyse und zeigt, dass börsennotierte Familienunternehmen geringeren Finanzierungsrestriktionen unterliegen als (bezüglich der Größe und Ausschüttungsquote) vergleichbare börsennotierte Nicht-Familienunternehmen (d.h. börsennotierte Familienunternehmen weisen geringere Investment-Cash-Flow-Sensitivitäten auf als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen).[354]

Kaum jemand bezweifelt also aufgrund der großen vorliegenden empirischen Evidenz, dass das Modigliani-Miller-Theorem, wonach die Investitionstätigkeit unabhängig von den vorhandenen Barreserven und der Kapitalstruktur eines Unternehmens ist, unter realen Kapitalmarktbedingungen nicht zutrifft. Weit weniger klar sind jedoch die tatsächlichen Gründe für die gefundenen Zusammenhänge zwischen Investitionsniveau und Innenfinanzierungspotenzial. Hierzu soll beispielhaft das von Kaplan und Zingales (2000) aufgeführte Beispiel Microsoft herangezogen werden. Obwohl Microsoft in den Jahren 1986 bis 1997 eine extrem hohe Investment-Cash-Flow-Sensitivität aufwies, hatte das Unternehmen mit rund neun Milliarden Euro Barreserven, einer hundertprozentigen Eigenfinanzierung (d.h. einer Kapitalstruktur ohne Fremdkapital) und hohem *insider ownership* sowie einer aktiven Beteiligung des Gründers Bill Gates an der Unternehmensführung zum einen eine außerordentlich starke Finanzierungsstruktur und zum anderen, unter theoretischen Gesichtspunkten, sehr gute Governance- und Anreizstrukturen implementiert. Angesichts dieser Unternehmenscharakteristika bleibt offen, inwiefern man die vorhandene ungewöhnlich hohe Investment-Cash-Flow-Sensitivität im Fall von Microsoft auf theoretisch plausible Gründe, wie etwa eine hohe Unsicherheit bezüglich der Qualität des Unternehmens, hohe Informationsasymmetrien, große

[353] Vgl. Audretsch und Elston (2002), S. 9-15.

[354] Vgl. zu den Hauptresultaten Andres (2008a), S. 2.

Unterschiede zwischen internen und externen Kapitalkosten und/oder besonders stark ausgeprägte Prinzipal-Agenten-Probleme zurückführen kann oder gar von einem Unternehmen mit Finanzierungsrestriktionen ausgehen soll.[355]

(ii) Neben diesem bedeutenden Literaturstrang zur Frage, ob das Investitionsniveau von dem Innenfinanzierungspotenzial bzw. der Kapitalstruktur (unter Kontrolle für die vorhandenen Investitionsgelegenheiten) abhängt, beschäftigt sich ein interdisziplinär ausgerichteter Literaturstrang mit dem Einfluss der Eigentümerstruktur auf das Investitionsniveau (vor allem auf die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen). Zunächst haben einige frühe Untersuchungen, vor dem Hintergrund der oben dargestellten *managerial-myopia*-Diskussion, den Einfluss institutioneller Investoren (d.h. Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen etc.) auf Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen untersucht. Die Untersuchungen von Jarell und Lehn (1985), Hansen und Hill (1991) sowie Baysinger et al. (1991) kommen zu dem Ergebnis, dass institutionelle Investoren die Forschungs- und Entwicklungsintensität positiv beeinflussen, während die Untersuchung von Graves (1988) das Gegenteil aufzeigt. Diese Ergebnisse muss man allerdings aufgrund unterschiedlicher Aspekte vorsichtig interpretieren: Die Untersuchung von Jarell und Lehn (1985) hat hierbei in ihrem Untersuchungsdesign lediglich die Zugehörigkeit zu unterschiedlichen Branchen, nicht aber andere Unternehmenscharakteristika berücksichtigt, welche die Forschungs- und Entwicklungsintensität ebenfalls beeinflussen können. Die anderen drei Untersuchungen beschränken sich lediglich auf kleine und eingeschränkte Stichproben in Bezug auf die untersuchten Branchen oder Unternehmensgrößen. Graves (1988) analysiert lediglich 22 Unternehmen aus der Computerindustrie, Hansen und Hill (1991) 129 Unternehmen aus vier forschungs- und entwicklungsintensiven Branchen (Luftfahrt-, Chemie-, Pharmazie- und Computerindustrie) und Baysinger et al. (1991) fokussieren auf 176 der größten amerikanischen Fortune-500-Unternehmen.[356] Francis und Smith (1995) schließen auf Basis einer Analyse von 262 amerikanischen, börsennotierten Unternehmen in den Jahren 1982 bis 1990, dass Unternehmen mit atomistischer Aktionärsstruktur weniger innovativ sind (gemessen anhand von Forschungs-

[355] Vgl. hierzu Kaplan und Zingales (2000), S. 711 bzw. Stein (2003), S. 127 f.

[356] Die Untersuchung von Acs und Audretsch (1988) zeigt, dass sich Innovationstätigkeit in kleinen und großen Unternehmen voneinander unterscheiden. Insofern könnte eine reine Fokussierung auf die größten Unternehmen innerhalb eines Industriesektors oder Landes die erzielten Ergebnisse deutlich verzerren. Vgl. hierzu auch zu einer Diskussion bezogen auf Deutschland die Ergebnisse der Expertenkommission Forschung und Innovation (2008), S. 80-83.

und Entwicklungsaufwendungen, Patenten und Akquisitionsaktivitäten) als Unternehmen mit konzentrierter Eigentümerstruktur (hier haben sie weiterhin nach insider- und outsiderdominierten Unternehmen unterschieden). Wahal und McConell (2000) zeigen anhand einer großen Stichprobe von 2.500 amerikanischen Unternehmen (bzw. 17.500 Unternehmensjahren) und unter Berücksichtigung diverser Unternehmenscharakteristika sowie der potenziellen Endogenität der Eigentümerstruktur, dass sich Eigentumsanteile (und die Handelsaktivität) institutioneller Investoren positiv auf die Investitionstätigkeit (sowohl in Sachanlagen als auch Forschungs- und Entwicklungsprojekte) auswirken.[357] Lee und O'Neill (2003) kommen zu dem Resultat, dass die Eigentümerkonzentration einen positiven Einfluss auf die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten amerikanischer Unternehmen, nicht aber japanischer Unternehmen hat.[358]

Insgesamt kann man auf Basis der vorliegenden empirischen Befunde davon ausgehen, dass (i) die *managerial-myopia*-Hypothese nicht zutreffend ist. Im Gegenteil, Eigentümerkonzentration und die Präsenz institutioneller Investoren scheint sich positiv auf die Investitionstätigkeit und Innovationsfähigkeit auszuwirken. (ii) Allerdings zeigen zwei Studien von Bushee (1998) sowie David et al. (2001), dass der Einfluss institutioneller Investoren durchaus mit deren Anlagestil variieren kann. So argumentiert Bushee (1998), dass institutionelle Investoren mit hohen Portfolioumschlägen (und daher einem sehr kurzen Anlagehorizont) einen negativen Einfluss auf das Niveau der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen haben, während David et al. (2001) argumentieren, dass vor allem aktive institutionelle Investoren einen positiven Einfluss auf langfristige Investitionen haben. Dies lässt vermuten, dass sich *shareholder activism* positiv auf das Investitionsniveau auswirkt. (iii) Letztlich zeigt die Untersuchung von Lee und O'Neill (2003), dass es durchaus länderspezifische Unterschiede bezüglich des Einflusses der Eigentümerstruktur auf Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen geben kann. Hierdurch wird die Bedeutung des in Kapitel 3.4 ausführlich beschriebenen institutionellen Umfelds in Deutschland für die eigene empirische Untersuchung unterstrichen.

---

[357] Vgl. Wahal und McConnell (2000), S. 307.

[358] Vgl. Lee und O'Neill (2003), S. 212. Unter der Verwendung von Patentdaten als ein Outputmaß für Innovation kommen Aghion et al. (2007) auf Basis einer Stichprobe von rund 1.000 Unternehmen in den USA zwischen 1991 und 2004 (rund 8.000 Unternehmensjahre) ebenfalls zu dem Resultat, dass sich *monitoring* durch institutionelle Investoren positiv auf Innovation auswirkt. Sie erklären ihre empirischen Ergebnisse darüber hinaus durch ein theoretisches Modell unter Berücksichtigung von *career concerns* des Managers. Vgl. Aghion et al. (2007), S. 2-4.

Mit dem Einfluss von *insider ownership* oder Familieneigentum auf das Investitionsniveau haben sich weit weniger Untersuchungen beschäftigt. Zum Einfluss von *insider ownership* existieren zwei Untersuchungen von Cho (1998) sowie Sanyal und Bulan (2009). Cho (1998) zeigt in OLS-Regressionen anhand eines Querschnitts von Fortune-500-Unternehmen aus dem Jahr 1991, dass *insider ownership* die Investitionspolitik und damit den Unternehmenswert beeinflussen. Unter Nutzung von Instrumentalvariablen kommt er jedoch zur Erkenntnis, dass der Unternehmenswert umgekehrt die Eigentümerstruktur beeinflusst. Er wertet dieses Ergebnis als Indiz dafür, dass seine OLS-Schätzungen durch die Endogenität der Eigentümerstruktur verzerrt sein könnten.[359] Sanyal und Bulan (2009) zeigen, dass es eine nicht-monotone Beziehung zwischen *insider ownership* bzw. *pay-performance*-Sensitivitäten[360] und unterschiedlichen Indikatoren zur Investitions- bzw. Innovationstätigkeit gibt. Dabei verwenden sie unter anderem Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen und unterschiedliche Patentkennzahlen. Sie schließen aus ihren Resultaten, dass zunächst mit zunehmender *pay-performance*-Sensitivität der *convergence-of-interest*-Effekt eintritt. Ab einem gewissen Punkt stellt sich dann jedoch *managerial entrenchment* ein. Insofern kommen die beiden Studien bezüglich der Anreizwirkung von *insider ownership* und der *pay-performance*-Sensitivität für die Investitionstätigkeit zu ähnlichen Schlussfolgerungen wie Morck et al. (1988) bzw. McConell und Servaes (1990) bezüglich des Unternehmenswerts.[361]

Die Untersuchung von Block (2009) analysiert Unterschiede zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen für eine kleine Stichprobe von 197 der größten amerikanischen S&P 500-Unternehmen aus technologieintensiven Branchen (rund 1.300 Unternehmensjahre) in den Jahren 1994 bis 2002. Aus seiner Bayesianischen Analyse folgert Block (2009), dass Familienunternehmen per se nicht mehr in Forschung und Entwicklung investieren. So weisen lediglich Fa-

---

[359] Vgl. Cho (1998), S. 103.

[360] Die *pay-performance-sensitivity* ist ein Maß für die Incentivierung des Managements, das sowohl die Eigentümerstruktur als auch anreizkompatible Vergütungselemente berücksichtigt: Konkret versteht man unter der *pay-performance-sensitivity* dabei das am Unternehmen investierte Vermögen des CEO bzw. des Topmanagements, das sich aus den gehaltenen Eigentumsanteilen und den Aktienoptionen berechnet. Vgl. Aggarwal und Samwick (2003), S. 88 f. oder Sanyal und Bulan (2009), S. 8.

[361] Vgl. Sanyal und Bulan (2009), S. 26-28 bzw. zu den Ergebnissen von McConnell und Servaes (1990) und Morck et al. (1988) die Ausführungen in Kapitel 4.1.2.

milienunternehmen nach einer engen Definition (d.h. wenn die Gründerfamilie Eigentümer ist und gleichzeitig den CEO stellt) ein höheres Niveau an Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf als Nicht-Familienunternehmen. Dabei haben Familieneigentum und Familienmanagement gegensätzliche Effekte: Während sich hohe Eigentumsanteile der Gründerfamilie (mit mindestens 30% der Stimmrechte) positiv auf das Niveau der Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen auswirken, besteht dagegen eine negative Korrelation zwischen Familienmanagement und den Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen.[362]

Eine wesentlich größere Stichprobe untersuchen dagegen Anderson et al. (2009). Der Fokus ihrer Analyse ist außerdem breiter, da sie nicht nur Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (*research and development expenditures*), sondern auch Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) untersuchen. In ihrem Paneldatensatz befinden sich die 2.000 größten amerikanischen Nicht-Finanzunternehmen (mit Ausnahme regulierter Industrien) im Zeitraum 2003 bis 2005 (5.616 Unternehmensjahre). Hierbei stehen allerdings nur für rund 66% der Beobachtungen (d.h. für 3.716 Unternehmensjahre) Informationen zu Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zur Verfügung. Die Hauptergebnisse der Untersuchung sind teilweise überraschend: Börsennotierte Familienunternehmen investieren weniger Ressourcen in langfristige Investitionsprojekte als Unternehmen mit atomisierter Eigentümerstruktur. Sie bevorzugen dabei weniger riskante Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) gegenüber Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte (*research and development expenditures*). Weiterhin halten sie darüber hinaus weniger Patente als Nicht-Familienunternehmen.[363] Diese ersten empirischen Befunde sprechen dafür, dass zumindest börsennotierte amerikanische Familienunternehmen im Vergleich zu börsennotierten Nicht-Familienunternehmen ggf. eine risikoärmere Investitionsstrategie verfolgen.

Aufgrund der wesentlich schlechteren Datenlage gibt es darüber hinaus bisher wenige großzahlige empirische Befunde zur Investitionstätigkeit (bzw. Forschungs- und Entwicklungsaktivität) in privaten Unternehmen. Zwei Ausnahmen stellen die Untersuchungen von Tribo et al. (2007) für Spanien sowie Czarnitzki und Kraft (2004) für Deutschland dar. Tribo et al. (2006) untersuchen ein großes Panel von 3.686 spani-

[362] Vgl. Block (2009), S.129.

[363] Vgl. Anderson et al. (2009), S. 3-11.

schen Nicht-Finanzunternehmen (12.685 Unternehmensjahre) in den Jahren 1996 bis 2000. Strategische Investoren haben einen positiven Einfluss auf Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen, während Banken einen negativen Einfluss haben. Der Einfluss von privaten Investoren ist dagegen neutral. Weiterhin kommen Sie auf Basis ihrer Analyse zu dem Ergebnis, dass sich die Anzahl der Blockaktionäre negativ auf das Forschungs- und Entwicklungsniveau auswirkt.[364] Czarnitzki und Kraft (2004) verwenden das Mannheimer Innovationspanel, um Forschungs- und Entwicklungsintensitäten in 2.126 Unternehmen zwischen 1992 und 1996 zu untersuchen (4.126 Unternehmensjahrbeobachtungen). Die Autoren kommen zu einem gegenteiligen Ergebnis und zeigen, dass Unternehmen mit diversifizierter Eigentümerstruktur und solche, in denen der Manager beteiligt ist, weniger in Forschung und Entwicklung investieren als Unternehmen mit konzentrierter Eigentümerstruktur (ohne Managementbeteiligung).[365] Diese ersten heterogenen Ergebnisse zeigen den weiteren Forschungsbedarf zu diesem Thema auch im Kontext privater, mittelständischer Unternehmen auf.

(iii) Schließlich existiert ein Literaturstrang über den Zusammenhang zwischen der Investitionspolitik und der Kapitalmarktentwicklung. Zum einen kann man messen, wie der Aktienkurs oder der Unternehmenswert auf die Durchführung von Investitionsprojekten reagiert. Zum anderen kann man jedoch auch untersuchen, wie sich die Entwicklung des Aktienkurses auf die Investitionen selbst auswirkt. Verschiedene Untersuchungen, z.B. die Studien von Titman et al. (2005) oder Polk und Sapienza (2008), zeigen, dass abnormale Investitionen in Sachanlagen (*abnormal capital expenditures*) zu negativen zukünftigen Aktienrenditen führen. Titman et al. (2005) zeigen, dass dieser Effekt bei Unternehmen mit dem diskretionären Entscheidungsspielraum des Managements zunimmt (d.h. der Effekt ist besonders hoch bei Unternehmen mit größerem, frei verfügbarem Cash-Flow, geringerem Verschuldungsgrad und in Zeiten ohne Übernahmedruck).[366] Polk und Sapienza (2008) zeigen ferner, dass zwischen Unternehmen mit einem hohen Anteil frei verfügbarer, zahlungsunwirksamer Gewinnbestandteilen (*discretionary accruals*) und dem Investitionsniveau in Sachanlagen (*capi-*

[364] Vgl. Tribo et al. (2007), S. 828.

[365] Vgl. Czarnitzki und Kraft (2004), S. 19 f.

[366] In der Tat können die Autoren zeigen, dass das negative Verhältnis zwischen abnormalen *capital expenditures* und zukünftigen Aktienrenditen in den 1980er Jahren – als börsennotierte Unternehmen in den USA mit einer Welle feindlicher Übernahmen konfrontiert wurden – nicht ausgeprägt war. Vgl. Titman et al. (2005), S. 678.

tal expenditures) ein positiver Zusammenhang besteht. Die Autoren folgern daraus, dass diese Unternehmen Bilanzpolitik betreiben (und damit das Niveau ihrer einbehaltenen Gewinne beeinflussen), was wiederum die Investitionsentscheidungen und letztlich auch die zukünftigen Aktienrenditen beeinflusst.[367]

Analog dazu wird oftmals untersucht, wie sich Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen auf den Unternehmenswert auswirken. Hierbei scheint ein Konsens darüber zu bestehen, dass Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Durchschnitt einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert haben, auch wenn die Stärke dieses Effekts zwischen und auch innerhalb der durchgeführten empirischen Analysen variiert.[368] Chan et al. (1990) zeigen, dass mit der Kommunikation von Forschungs- und Entwicklungsprojekten positive Ankündigungseffekte einhergehen.[369] Eberhart et al. (2004) argumentieren ebenfalls, dass Forschungs- und Entwicklungsprojekte wertvolle Investitionen darstellen, da sowohl die operative Performance als auch der Marktwert von Unternehmen langfristig positiv auf unerwartete Erhöhungen solcher Investitionen reagiert.[370] Hierbei scheint der Kapitalmarkt die positiven Effekte von Forschungs- und Entwicklungsprojekten tendenziell zu unterschätzen.[371] Aus der Perspektive der Eigenkapitalgeber lassen sich Forschungs- und Entwicklungsprojekte also positiv bewerten. Dies trifft aus der Sicht der Fremdkapitalgeber ggf. nicht zu. Die Studie von Shi (2003) zeigt, dass zwischen Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen und dem Ausfallrisiko sowie der Risikoprämie von Industrieobligationen ein negativer Zusammenhang besteht. Für Gläubiger scheint daher der Nachteil einer höheren Cash-

---

[367] Vgl. Polk und Sapienza (2008), S. 188 f. Ferner gibt es neben dem von Polk und Sapienza (2008) aufgezeigten „*catering channel*" auch einen „*equity channel*", der zu ineffizienten Investitionsentscheidungen führen kann. Vgl. hierzu Baker und Wurgler (2002). Die Autoren zeigen, dass Manager dazu tendieren, Kapitalerhöhungen durchzuführen, wenn Aktien überbewertet sind. Dagegen führen sie Aktienrückkäufe durch, wenn Aktien unterbewertet sind.

[368] Vgl. hierzu z.B. die Arbeiten von Hall und Oriani (2006) für Kontinentaleuropa, Del Monte und Papagani (2003) für Italien, Blundell et al. (1999) und Toivanen et al. (2002) für Großbritannien sowie Cockburn und Griliches (1988), Hall (1993), Lev und Sougiannis (1996) oder Chan et al. (2001) für die USA.

[369] Vgl. Chan et al. (1990), S. 274 f.

[370] Vgl. Eberhart et al. (2004), S. 623.

[371] Vgl. Eberhart et al. (2004), S. 648 und Ali et al. (2009), S. 2-4. Die Ergebnisse von Sougiannis (1994) deuten dagegen in die gegensätzliche Richtung, nämlich dass der Kapitalmarkt unter Umständen die positiven Effekte von Forschungs- und Entwicklungsprojekten überschätzt. Nach seinen Schätzungen führt ein Dollar an Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen innerhalb der folgenden sieben Jahre zu einer Erhöhung des Gewinns um zwei Dollar, aber gleichzeitig zu einer Erhöhung des Marktwerts eines Unternehmens um fünf Dollar. Vgl. Sougiannis (1994), S. 44.

Flow-Volatilität den Vorteil der zumindest im Durchschnitt höheren zukünftigen Gewinne zu überwiegen.[372] Dieses Ergebnis spiegelt die unterschiedlichen Ansprüche der beiden Anspruchsgruppen wider: Während Fremdkapitalgeber Anspruch auf einen fixen, kontraktbestimmten Zahlungsstrom haben (Zins- und Tilgungszahlungen), erhalten Eigenkapitalgeber den Residualgewinn. Während Erstere nicht von dem höheren Risiko der Forschungs- und Entwicklungsprojekte profitieren, nehmen die Residualgewinne Letzterer zumindest im Durchschnitt potenziell zu.

Zusammenfassend kann man aufgrund des Literaturüberblicks sagen, dass man die eingangs des Kapitels dargelegte Modigliani-Miller-Hypothese sicherlich verwerfen kann. Vielmehr sorgt eine Reihe von Kapitalmarktfriktionen dafür, dass nicht immer effiziente Investitionsentscheidungen getroffen werden. Insbesondere zeigen die vorliegenden empirischen Befunde, dass Investitionsentscheidungen von (i) dem Innenfinanzierungspotenzial eines Unternehmens (ii) der Eigentümerstruktur (und damit auch von den damit verbundenen Prinzipal-Agenten-Problemen) sowie (iii) der Kapitalmarktperformance abhängen. (iv) Ferner sind die Investitionsgelegenheiten eines Unternehmens ein wichtiger Faktor für das tatsächlich realisierte Investitionsniveau. (v) Bisherige Befunde zu börsennotierten Familienunternehmen sind rar und beziehen sich fast ausschließlich auf Länder mit einem marktorientierten Finanzsystem. Sie weisen darauf hin, dass Familienunternehmen eine gegebenenfalls risikoarme Investitionsstrategie verfolgen, aber per se keinen größeren Finanzierungsrestriktionen unterliegen als Nicht-Familienunternehmen.

4.3 Diversifikationsentscheidungen

4.3.1 Theoretische Überlegungen

Die Entscheidung zur Diversifikation in unterschiedliche Geschäftsfelder oder regionale Märkte hängt aus einem theoretischen Blickwinkel mit Prinzipal-Agenten-Konflikten zwischen Managern und Aktionären sowie deren Risikoeinstellung zusammen.[373] Nach der klassischen Portfoliotheorie haben Aktionäre unter der Annahme

[372] Vgl. Shi (2003), S. 230.

[373] Innerhalb der vorliegenden Arbeit liegt der Fokus auf der Geschäftsfelddiversifikation. Vgl. Schmid et al. (2009), S. 16 f. für eine Analyse der geographischen Diversifikation deutscher Prime-Standard-Unternehmen. Zur Messung der Geschäftsfelddiversifikation vgl. die Ausführungen in Kapitel 6.6.2.

vollkommener und vollständiger Kapitalmärkte die Möglichkeit, das unsystematische Risiko in ihrem Aktienportfolio durch perfekte Diversifikation zu eliminieren. Manager eines Unternehmens hingegen, deren Humankapital nicht diversifizierbar ist,[374] sind einem vergleichsweise hohen unsystematischen Risiko ausgesetzt. Während also die Eigentümer (und damit der Prinzipal) auf einer Portfolioebene perfekt diversifiziert sein können, trifft dies auf den Manager (den Agenten) nicht zu. Weiterhin hängt das Einkommen des Managers sehr stark von der Unternehmensperformance ab. In diesem Zusammenhang ist eine schlechte Performance damit verbunden, dass der Manager einen Großteil seines Einkommens einbüßt oder im Extremfall sogar seinen Arbeitsplatz verliert. Aus dieser Sicht könnte es daher für den Manager von Vorteil sein, sein hohes Risiko durch eine Diversifikation auf Unternehmensebene in unterschiedliche Geschäftsbereiche zu kompensieren. Außerdem ergeben sich aus Sicht des Managers weitere Vorteile aus einer Diversifikation: Zum Beispiel steigt die Reputation und die Vergütung des Managers mit der Unternehmensgröße an und er kann seine Position innerhalb des Unternehmens durch die spezifische Diversifikationsentscheidung stärken (*managerial entrenchment*).[375]

Einschränkungen bezüglich der perfekten Diversifikation können sich weiterhin auch für den Prinzipal ergeben, wenn der Eigentümer einen signifikanten Anteil seines privaten Vermögens in ein Unternehmen investiert. Dies ist in der Regel bei der Gründerfamilie der Fall, die langfristig mit einem Großteil ihres Privatvermögens im Familienunternehmen investiert ist. In einem solchen Fall kann sich ein Großteil des Famili-

[374] Vgl. hierzu Fama (1980), S. 291 f.

[375] Jensen (1986), S. 323 argumentiert, dass die Reputation und Vergütung des Managements mit der Unternehmensgröße zunimmt. Daher haben Manager Anreize, *empire building* zu betreiben. Zahlreiche empirische Studien haben belegt, dass Unternehmensgröße eine wichtige Determinante der Managementvergütung ist (vgl. z.B. die Untersuchungen von Gabaix und Landier (2008) oder Jensen und Murphy (1990) für die USA oder die Studien von Elston und Goldberg (2003) oder Rapp und Wolff (2007) für den deutschen Kapitalmarkt). Weiterhin finden Rose und Shepard (1997), dass Manager von diversifizierten Unternehmen höhere Gehälter erhalten als Manager von vergleichbaren fokussierten Unternehmen. Shleifer und Vishny (1989) erläutern, dass Diversifikation eine Möglichkeit für das Management darstellt, spezifische – zu ihren Fähigkeiten und ihrer Expertise komplementäre – Investitionen zu tätigen. Der Manager kann durch solche managerspezifischen Investitionen seine Position innerhalb des Unternehmens stärken und in der Folge gezielt seinen individuellen Nutzen opportunistisch maximieren. Vgl. Shleifer und Vishny (1989), S. 124.

eneinkommens ebenfalls aus dem Familienunternehmen speisen, z.B. durch regelmäßige Ausschüttungen.[376]

Amihud und Lev (1981) argumentieren, dass die Risikoaversion ein wesentlicher Treiber für die Bildung von Konglomeraten darstellt. Börsennotierte Familienunternehmen könnten aus unterschiedlichen Gründen risikoavers sein: (i) In der Regel sind die Gründerfamilien oder Eigentümer große Aktionäre und haben einen signifikanten Teil ihres Vermögens im Unternehmen investiert. Damit sind sie im Gegensatz zu Kleinaktionären undiversifizierte Investoren. (ii) Oftmals besteht zusätzlich ein Arbeitsplatzrisiko (*employment risk*), wenn die Gründerfamilie Schlüsselpositionen im Unternehmen besetzt. (iii) Die Reputation der Gründerfamilie ist mit der Reputation des Familienunternehmens verbunden und (iv) das Familienunternehmen soll an nachfolgende Generationen vererbt werden. Aus diesen Gründen könnte man vermuten, dass die Gründerfamilie risikoavers handelt. Die Gründerfamilie könnte versuchen, auf der Unternehmensebene die zu geringe Diversifikation auf der Portfolioebene zu kompensieren. Familienunternehmen könnten daher eine höhere Diversifikation auf Geschäftsfeldebene aufweisen als Nicht-Familienunternehmen. Dabei bietet Geschäftsfelddiversifikation eine Möglichkeit, die Abhängigkeit des Unternehmens von seinem Kerngeschäft zu reduzieren und die Einkommensströme des Unternehmens zu verstetigen. Diversifikation reduziert daher die Volatilität der Einkommensströme, sofern die aus den unterschiedlichen Geschäftsfeldern oder Regionen erzielten Cash-Flows nicht perfekt korreliert sind. Der Effekt dieser „Cash-Flow-Glättung (*income smoothing*)“ hängt dabei davon ab, wie stark die Einkommensströme aus den einzelnen Geschäftsbereichen korreliert sind.[377] Insofern spielt es eine Rolle, ob das Unternehmen in an-

[376] Vgl. hierzu die ausführliche Darstellung bei den theoretischen Überlegungen zur Kapitalstruktur. Zur Bedeutung der Ausschüttungspolitik für Familienunternehmen in Deutschland vgl. auch die empirische Studie von Schmid et al. (2010).

[377] Hierbei ist zu beachten, dass Diversifikation in unterschiedliche Geschäftsfelder oder Märkte nur eine Möglichkeit zur Glättung der Einkommensströme darstellt. Darüber hinaus gibt es andere Techniken, wie z.B. den Einsatz derivativer Finanzinstrumente zur Absicherung von Wechselkurs- oder Zinsrisiken (*hedging*) oder die bilanzielle Manipulation erzielter Cash-Flow (*earnings management*). Rountree et al. (2008) argumentieren, dass Cash-Flow-Volatilität einen negativen Einfluss auf die Unternehmensperformance hat. Vgl. Rountree et al. (2008), S. 238. Huang et al. (2009) argumentieren, dass es hierbei auf die Technik zur Glättung von Einkommensströmen ankommt. Sie zeigen in ihrer Untersuchung von 477 US-amerikanischen Unternehmen, dass reale Techniken zur Glättung von Einkommensströmen (in ihrer Untersuchung insbesondere *hedging*) positive Implikationen für den Unternehmenswert haben, während künstliche, bilanzielle Techniken zur Glättung von Einkommensströmen (*earnings management* durch die Bildung abnormaler *accruals*) negative Implikationen für den Unternehmenswert haben. Vgl. Huang et al. (2009), S. 225.

grenzende Geschäftsfelder investiert oder in solche, die in keinem oder nur geringem Zusammenhang zum Kerngeschäftsfeld stehen. Eine Diversifikation in angrenzende Geschäftsfelder (*related diversification*) hat keine so große Wirkung auf die Reduzierung der Cash-Flow-Volatilität wie eine Diversifikation in vollkommen unterschiedliche Geschäftsfelder (*unrelated diversification*), da angrenzende Geschäftsfelder z.B. den gleichen externen (positiven und negativen) Industrieschocks unterliegen wie das Kerngeschäftsfeld. Insofern könnte man aufgrund der Risikoaversionstheorie davon ausgehen, dass insbesondere eine Diversifikation in vollkommen unterschiedliche Geschäftsfelder aus Sicht der Gründerfamilie vorteilhaft ist.

Die Anreize eines angestellten Managers zur Diversifikation kann man auch aus einer Prinzipal-Agenten-Perspektive betrachten. Der Manager profitiert von der Diversifikation, weil sich dadurch sein Arbeitplatzrisiko reduziert. Zusätzlich wirkt sich Diversifikation positiv auf die Unternehmensgröße aus und durch das *empire building* kann der Manager ggf. seine Reputation und sein Einkommen steigern. Dies bedeutet, dass der Manager seinen persönlichen Nutzen durch Diversifikationsentscheidungen zu Lasten der Eigentümer maximiert. Denn Aktionäre, die auf Portfolioebene optimal diversifiziert sind, profitieren nicht von Diversifikationsentscheidungen, sondern müssen die realen Kosten der Diversifikation bzw. Konglomeratsbildung tragen.[378]

Es gibt einen großen Literaturstrang, der sich empirisch mit der Frage beschäftigt, ob Diversifikation den Unternehmenswert positiv oder negativ beeinflusst. Trotz insgesamt heterogener Ergebnisse kommt die Mehrheit dieser Untersuchungen zu dem Schluss, dass es zumindest auf angelsächsischen Kapitalmärkten mit sehr gut ausgeprägten Institutionen einen sog. Konglomeratsabschlag gibt (*conglomerate discount*).[379] Aus dieser Perspektive müssen die Aktionäre die Kosten der Diversifikation,

---

[378] Amihud und Lev (1981) weisen darauf hin, dass unter der Annahme optimal funktionierender Arbeitsmärkte für Manager jede Abweichung vom optimalen Unternehmenswert in dem Vergütungskontrakt des Managers derart berücksichtigt sein sollte, dass die Manager die Kosten dieser Abweichung vollständig zu tragen haben. Eine solche Kostenübertragung mittels des Vergütungsvertrags wird aber immer dann scheitern, wenn der Nutzen des Managers aus der Diversifikation höher ist als die Kosten der Aktionäre. Außerdem ist aus den einschlägigen Modellen der *financial-contracting*-Literatur bekannt, dass das Verhalten des Managers in der Regel nicht vollständig beobachtbar ist (vgl. hierzu z.B. das Modell von Holmstrom (1979)). Vgl. Amihud und Lev (1981), S. 608.

[379] Vgl. hierzu die sehr gute Zusammenfassung dieses Literaturzweigs in Martin und Sayrak (2003). Die Studien von Lang und Stulz (1994), Berger und Ofek (1995), Servaes (1996), Lins und Servaes (1999) oder Lins und Servaes (2002) kommen alle zu dem Ergebnis, dass es einen Konglomerats- bzw. Diversifikationsdiscount gibt. Darüber hinaus findet eine Vielzahl an Studien im Durchschnitt

nämlich eine Reduzierung des Unternehmenswerts, bezahlen. Wenn man nun davon ausgeht, dass die Konflikte zwischen Managern und Eigentümern in Familienunternehmen weniger stark ausgeprägt sind, insbesondere dann wenn die Gründerfamilie ins Management des Unternehmens involviert ist, spricht dies aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie dafür, dass Familienunternehmen weniger stark diversifiziert sind als Nicht-Familienunternehmen.

Aron (1988) beleuchtet die Diversifikation innerhalb eines Prinzipal-Agenten-Kontexts aus einem anderen Blickwinkel. Ein generelles Problem in einer Prinzipal-Agenten-Beziehung ergibt sich daraus, dass das Verhalten des Agenten nicht vollständig beobachtbar ist. Aron (1988) argumentiert, dass die Existenz mehrerer Investitionsprojekte bzw. Geschäftsbereiche dazu führt, dass man den Arbeitseinsatz und das Talent des angestellten Managers besser beobachten kann. Aus dieser Perspektive kann man Diversifikation als eine Möglichkeit ansehen, die Überwachung des Managerverhaltens zu verbessern und dadurch die Prinzipal-Agenten-Konflikte zu mildern. Wenn man wiederum davon ausgeht, dass solche Konflikte in Familienunternehmen weniger stark ausgeprägt sind als in Nicht-Familienunternehmen, sei es aus der Prinzipal-Agenten- oder aus der Stewardship-Perspektive heraus, dann sollte der Nutzen der Diversifikation in Familienunternehmen geringer sein als in Nicht-Familienunternehmen. Nachdem Familienaktionäre außerdem aufgrund ihrer langfristigen Beziehungen zum Agenten im Zeitablauf besser lernen, sein Verhalten einzuschätzen und

---

negative Ankündigungseffekte von Akquisitionen, z.B. die Arbeiten von Berger und Ofek (1996, 1999) oder Denis et al. (1997). Hingegen kommt z.B. die Studie von Matsusaka (1993) zu einem gegenteiligen Ergebnis. Vgl. zusammenfassend auch Stein (2003), S. 143-145. Darüber hinaus könnte es durchaus von Bedeutung sein, ob es sich um *related* oder *unrelated diversification* handelt. Doukas et al. (2002) zeigen beispielsweise anhand einer Stichprobe schwedischer Unternehmen, dass zwar die Ankündigung einer Akquisition zu negativen Marktreaktionen und einer Verschlechterung der operativen Performance in den drei folgenden Jahren führt. Wenn es sich jedoch um eine Akquisition im Hauptgeschäftsfeld, also um *related diversification* handelt, ist genau das Gegenteil der Fall. Vgl. Doukas et al. (2002), S. 281 f. In einer Studie von 159 Schweizer Unternehmen im Jahr 2002 kommen Beiner und Schmid (2005) ebenfalls zu dem Resultat, dass mit *related diversification* zumindest ein geringerer Wertverlust für die Aktionäre verbunden ist als mit *unrelated diversification*. Vgl. Beiner und Schmid (2005), S. 7. In dieses Bild passen auch die Resultate der Studie von Rustige und Grote (2009): Während Expansionen im Kerngeschäft deutscher HDAX-Unternehmen in den Jahren 1996 bis 2005 mit deutlich positiven Aktienkursreaktionen einhergehen, lässt sich für diversifizierende Akquisitionen kein positiver, allerdings auch kein negativer Ankündigungseffekt feststellen. Vgl. Rustige und Grote (2009), S. 471. Weiterhin gehen einige empirische Studien davon aus, dass ein solcher Konglomerats- oder Diversifikationsdiscount in Ländern mit schlechter entwickelten (Kapital)märkten geringer ausgeprägt ist. Vgl. hierzu die Untersuchungen von Fauver et al. (2003) und Claessens et al. (2003) oder zusammenfassend Khanna und Yafeh (2005), S. 336 f.

ihn dadurch ggf. besser kontrollieren können als andere Großaktionäre, ist der von Aron (1988) skizzierte Nutzen der Diversifikation in Familienunternehmen weniger stark gegeben. Letztlich bedeutet dies, dass Aron (1988) – wenn auch auf Basis anderer Argumente – zu einem ähnlichen Ergebnis kommt wie Amihud und Lev (1981).[380]

Ein letzter theoretischer Aspekt im Zusammenhang mit Diversifikationsentscheidungen ergibt sich in Zusammenhang mit dem Humankapital. Tirole (2006) argumentiert, dass mit der Anzahl an Investitionsprojekten bzw. Geschäftsbereichen auch die Komplexität innerhalb des Unternehmens und damit der Steuerungsbedarf zunehmen. Wird die Leitung der zusätzlichen Geschäftsbereiche an andere Manager delegiert, verursacht dies weitere, nachgelagerte Prinzipal-Agenten-Konflikte zwischen der Unternehmensführung und den Divisionsmanagern.[381] Weiterhin stellen Diversifikationsentscheidungen vor allem in vollkommen unterschiedliche Geschäftsbereiche oder neue Märkte hohe Anforderungen an die Expertise des Managements. Im Zusammenhang mit Familienunternehmen, die ihre Schlüsselpositionen häufig aus einem limitierten Pool an Humankapital – nämlich der Gründerfamilie – rekrutieren (*family nepotism*), könnte dies ein ernsthaftes Hindernis für erfolgreiche Diversifikation darstellen. Aus dieser Humankapitalperspektive kann man vermuten, dass Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen weniger stark diversifiziert sind.[382]

Neben der Prinzipal-Agenten-Theorie gibt es noch andere theoretische Erklärungen für Diversifikationsentscheidungen. Die Marktmachtshypothese (*market power view*) geht von einer besseren Wettbewerbsposition des Unternehmens aufgrund seiner Konglomeratsstruktur aus; sie beschreibt jedoch eher die Konsequenz der Diversifikation als ihre Ursachen.[383] Die Ressourcenhypothese (*resource based view*) geht davon aus, dass Diversifikation hauptsächlich durch die verfügbaren Unternehmensressourcen determiniert wird. Dabei argumentieren Montgomery und Wernerfeldt (1988), dass der Nutzen der Diversifikation mit der Spezifität der Unternehmensressourcen sinkt. Für ein Unternehmen in der Biotechnologieindustrie mit sehr spezifischen Ressourcen mag der Nutzen der Diversifikation geringer sein als für ein Unternehmen im produzieren-

---

[380] Vgl. Aron (1988), S. 73 f.

[381] Vgl. Milgrom (1988), S. 43 bzw. Stein (2003), S. 140.

[382] Vgl. Tirole (2006), S. 158-164 bzw. zum Phänomen des *family nepotism* z.B. Bertrand und Schoar (2006), S. 78 f.

[383] Vgl. Montgomery (1994), S. 165 mit den dort zitierten Quellen Gribbin (1976) sowie Bernheim und Whinston (1990).

den Gewerbe mit weniger spezifischen Produktionsressourcen.[384] Schließlich argumentieren einige Autoren, dass hinter der Konglomeratsbildung das Motiv steht, interne Kapitalmärkte zu etablieren. Interne Kapitalmärkte entstehen, wenn in einem Unternehmen mit mehreren Geschäftsfeldern realisierte Cash-Flows aus dem einen Geschäftsfeld verwendet werden, um Investitionsprojekte in anderen Geschäftfeldern zu finanzieren.[385]

4.3.2 Empirische Untersuchungen

Der Einfluss der Corporate Governance auf Diversifikationsentscheidungen ist ein bisher kaum erforschtes Feld innerhalb der betriebswirtschaftlichen Forschung. Weiterhin gibt es auch kaum empirische Evidenz über andere Faktoren, die *corporate diversification* beeinflussen. Grundsätzlich kann man diesen Aspekt der Unternehmenspolitik aus zwei Perspektiven analysieren: Indem man das Level der Diversifikation untersucht oder indem man Akquisitionsentscheidungen, also Veränderungen im Level der Diversifikation, untersucht. Dieser Abschnitt hat das Ziel, einen kurzen Überblick über relevante Studien zu diesen beiden Aspekten zu geben. Die Tatsache, dass es zu diesem Thema empirische Studien in akademischen Zeitschriften für finanzwirtschaftliche Themen und in Zeitschriften für Managementthemen gibt, zeigt den interdisziplinären Charakter und die Relevanz dieses Themas für einen breiten Interessentenkreis. Insgesamt ergibt sich kein Konsens über den Einfluss von Anreiz- und Kontrollstrukturen im Unternehmen: So zeigen einige Studien, dass angestellte Manager in Unternehmen mit atomistischer Aktionärsstruktur, d.h. in Unternehmen mit geringer Eigentümerkonzentration, tendenziell – getrieben durch ihr hohes Arbeitsplatzrisiko – stärker diversifizieren.[386] Unter diesen Bedingungen – wenn weder *managerial ow-*

---

[384] Die Idee der Ressourcenhypothese basiert auf der bahnbrechenden Arbeit auf dem Gebiet der Wachstumstheorie von Penrose (1959). Vgl. Montgomery (1994), S. 167 f. bzw. für die Bedeutung der Spezifität von Unternehmensressourcen in diesem Kontext Montgomery und Wernerfelt (1988), S. 623.

[385] Vgl. z.B. Hyland und Diltz (2002), S. 54 f. Zu internen Kapitalmärkten vgl. den Überblick von Stein (2003), S. 134-150, die grundlegenden theoretischen Arbeiten hierzu von Gertner et al. (1994), Stein (1997), Scharfstein und Stein (2000) bzw. für empirische Studien zu diesem Thema Houston et al. (1997), Lamont (1997), Shin und Stulz (1998) Maksimovic und Phillips (2002) oder Chevalier (2004).

[386] Zu diesem Ergebnis kommen die Studien von Amihud und Lev (1981), Agrawal und Mandeljer (1987) und May (1995).

nership das Management incentiviert noch Großaktionäre eine effektive Kontrolle übernehmen – haben Manager einen hohen diskretionären Entscheidungsspielraum und können eigene Interessen, wie *empire building*, Maximierung ihres eigenen Prestiges etc. verfolgen. Andere Studien wiederum stellen keinen Einfluss der Anreiz- und Kontrollstrukturen auf das Diversifikationsniveau innerhalb des Unternehmens fest.[387] Schließlich gibt es Untersuchungen, die zeigen, dass bessere Anreiz- und Kontrollstrukturen (z.B. durch *managerial ownership* oder *family ownership*) zu niedrigerer Diversifikation führen.[388]

Als Erste untersuchen Amihud und Lev (1981), wie Akquisitionsentscheidungen durch *managerial ownership* beeinflusst werden. Sie beziehen sich in ihrer Studie dabei auf eine Stichprobe von 309 der größten 500 Nicht-Finanzunternehmen in den USA im Jahr 1965 und untersuchen deren Akquisitionsentscheidungen für die Dekade 1961 bis 1970. Sie zeigen, dass „*manager-controlled firms*" (also Unternehmen mit diversifizierter Aktionärsstruktur und hohem diskretionären Entscheidungsspielraum des Managements) stärker diversifizieren als „*owner-controlled firms*" (also eigentümerdominierte Unternehmen mit konzentrierter Aktionärsstruktur). *Manager-controlled firms* tätigen häufiger diversifizierende Akquisitionen (*conglomerate mergers*) und weisen dabei auch absolut ein höheres Diversifikationsniveau auf.[389] Amihud und Lev (1981) interpretieren dieses Ergebnis dahingehend, dass Manager bestrebt sind, ihr Humankapital entgegen den Aktionärsinteressen durch die Bildung von Konglomeraten zu diversifizieren.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt die Untersuchung von Agrawal und Mandelker (1987). Die Autoren betrachten die Auswirkungen von Akquisitionen und Desinvestitionen auf die Volatilität der Aktienrendite und die Kapitalstruktur. Ihre Stichprobe

---

[387] Vgl. hierzu die Untersuchungen von Lane et al. (1998), Hyland und Diltz (2002) oder Holmen et al. (2007).

[388] Vgl. hierzu die Arbeiten von Denis et al. (1997) und Anderson und Reeb (2003b).

[389] Vgl. Amihud und Lev (1981), S. 615. Amihud und Lev (1981) messen das Level der Diversifikation dabei folgendermaßen: Sie regressieren das operative Einkommen eines Unternehmens auf das Markteinkommen (beides skaliert mit der Marktkapitalisierung). Bei einem diversifizierten Unternehmen sollte die aus vielen Geschäftsbereichen erzielte Rendite c.p. höher mit der Marktrendite korreliert sein als bei einem fokussierten Unternehmen mit nur einem Geschäftsbereich. Insofern verwenden Amihud und Lev (1981) innerhalb ihrer Analyse das Maß für den Erklärungsgehalt dieser Renditeregression – R^2 – als abhängige Variable bzw. Maßgröße für Diversifikation. Vgl. Amihud und Lev (1981), S. 613-615. Aus heutiger Sicht erscheint fraglich, ob damit nicht eher das unsystematische Risiko als das Level der Diversifikation gemessen wird.

besteht aus 203 Transaktionen (153 Akquisitionen und 65 Desinvestitionen) für Nicht-Finanzunternehmen in den USA zwischen 1974 und 1982. Sowohl die Volatilität der Aktienrendite als auch der Verschuldungsgrad nehmen vor allem in Unternehmen zu, in denen das Topmanagement einen hohen Anteil am Eigenkapital hält. Die Autoren unterstellen dabei, dass das Diversifikationsniveau negativ mit der Volatilität der Aktienrendite korreliert ist, d.h. das Diversifikation zu konstanteren Cash-Flows und konstanteren Aktienrenditen führt.[390] Umgekehrt kann man daraus schließen, dass risikoreduzierende Transaktionen vor allem in Unternehmen ohne geeignete Anreiz- und Kontrollstrukturen stattfinden. Diese beiden frühen Studien liefern erste wichtige Erkenntnisse dafür, dass die Corporate-Governance-Struktur Diversifikationsentscheidungen beeinflusst. Methodisch gesehen wird jedoch in beiden Studien der Einfluss einiger wichtiger unternehmens- bzw. branchenspezifischer Faktoren vernachlässigt.

May (1995) untersucht den Einfluss der Managementbeteiligung in 226 Akquisitionen von 200 großen Nicht-Finanzunternehmen in den USA zwischen 1979 und 1989. Hierbei analysiert er die Kovarianz der monatlichen Aktienrenditen des Ziel- und Bieterunternehmens (und die Kovarianz des unsystematischen Risikos mittels aus einem Marktmodell geschätzten Residualrenditen, welche um Marktbewegungen bereinigt sind). May (1995) kommt zu dem Ergebnis, dass *CEO wealth* (gemessen am Eigentumsanteil des CEO) und die Amtszeit des CEO negativ mit der Varianz der Aktienrendite korreliert sind. Weiterhin akquirieren Manager mit branchenspezifischen Kenntnissen tendenziell Unternehmen aus der gleichen Branche.[391] Während Amihud und Lev (1991) Gelegenheiten zur Risikoreduzierung (*conglomerate mergers*) analysiert haben, untersucht May (1995) den Einfluss von Managermotiven zur Risikoreduzierung (wie etwa Vermögen, Amtszeit, branchenspezifische Kenntnisse, Performance in der Vergangenheit). Seine Ergebnisse deuten jedoch in die gleiche Richtung wie Amihud und Lev (1981) bzw. Agrawal und Mandelker (1987), nämlich dass CEOs mit hohen finanziellen Investments im Unternehmen, langer Amtszeit und schlechter Performance in der Vergangenheit eher zu Diversifikation, d.h. zu Akquisitionen in neue Geschäftsbereiche, neigen.

Die Untersuchung von Denis et al. (1997) kommt zu einem gegenläufigen Ergebnis, nämlich dass Unternehmen mit hoher Managementbeteiligung und außen stehenden

---

[390] Vgl. Agrawal und Mandeljer (1987), S. 829-835.

[391] Vgl. May (1995), S. 1292.

Kontrollaktionären fokussierter sind als Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur. Hierbei studieren die Autoren das Diversifikationslevel in einer für das Jahr 1984 ausgewählten Stichprobe von 933 Nicht-Finanzunternehmen in den USA. Die Autoren analysieren die Jahre 1985 bis 1989, eine Zeit, in der sich viele Unternehmen in den USA auf ihre Kernkompetenzen fokussiert haben. Es zeigt sich, dass die Managementbeteiligung keinen Einfluss auf den Erfolg der getätigten Transaktionen hat, Unternehmen mit geeigneten Anreizstrukturen jedoch fokussierter sind. In ihrer Analyse berücksichtigen die Autoren hierbei auch gängige unternehmensspezifische Kontrollfaktoren, wie Unternehmensgröße, Unternehmensalter, Analystencoverage, Existenz von Großaktionären oder Forschungs- und Entwicklungsintensität. Weiterhin ist dies die erste Studie, die das Diversifikationsniveau direkt durch die Anzahl der Geschäftssegmente und einen Herfindahl-Index der Umsätze bzw. Bilanzsumme misst.[392] Denis et al. (1997) resümieren, dass Prinzipal-Agenten-Probleme für wertreduzierende Diversifikationsentscheidungen verantwortlich sind und geeignete Anreiz- und Kontrollstrukturen (*managerial ownership, outside monitoring*, Insolvenzgefahr, Wechsel im Topmanagement oder ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle) erforderlich sind, um eine Refokussierung auf die Kernkompetenzen herbeizuführen.

Hyland und Dilitz (2002) untersuchen eine Stichprobe von 173 Nicht-Finanzunternehmen in den USA, die im Zeitraum 1978 bis 1992 zunächst auf einen Geschäftsbereich fokussiert sind und sich dann im Lauf der Zeit diversifizieren. Dabei führen Hyland und Dilitz (2002) empirische Testverfahren durch, bei denen die untersuchten Unternehmen durch ein *matching* mit solchen zusammengeführt werden, die fokussiert bleiben. Zunächst unterscheiden die Autoren mittels Presseanalyse zwischen echten Diversifikationsentscheidungen durch (i) organisches Wachstum (ii) Akquisitionsentscheidungen und (iii) unechter Diversifikation, die sich lediglich aufgrund von Veränderungen in der Berichterstattung durch den Jahresabschluss ergibt. Nur 72% aller vermeintlichen Diversifikationsentscheidungen sind ökonomisch relevant, während es sich bei 28% um unechte Diversifikationsentscheidungen auf Basis von veränderter Berichterstattung handelt. Unternehmen, die sich diversifizieren, haben größere Barbestände, investieren weniger in Forschung und Entwicklung und gewähren ihrem Management eine höhere Vergütung. Die Autoren finden jedoch keine empirische Evidenz für den Einfluss von *managerial ownership* (Risikoaversionshypothese nach

[392] Vgl. zur Messung des Diversifikationslevels Denis et al. (1997), S. 138-140 bzw. zu den Ergebnissen der Studie S. 140-156.

Amihud und Lev (1981)) bzw. den Einfluss der Verschuldung (*empire-building*-Hypothese nach Jensen (1986)).[393]

Die Untersuchung von Holmen et al. (2007) basiert auf einem Datensatz 157 schwedischer Nicht-Finanzunternehmen. Es gehen insgesamt 232 Unternehmensjahre aus den Jahren 1988 und 1991 in die Untersuchung ein. Die Daten aus Schweden sind aus einer Reihe von Aspekten interessant: (i) Den Autoren liegen nicht nur detaillierte Angaben zu Eigentümerstruktur und Unternehmenscharakteristika (Bilanzdaten und Aktienpreise) vor, sondern darüber hinaus Angaben zum Privatvermögen der reichsten Schweden. Diese Angaben erlauben es den Autoren, die tatsächliche Portfoliodiversifikation der größten Aktionäre genau zu messen. (ii) In Schweden ist die Emission unterschiedlicher Aktiengattungen üblich. Daher können die Autoren diese Aktiengattungen und Angaben zu Eigentumspyramiden nutzen, um Kontroll- von Stimmrechten zu separieren. (iii) Der Datensatz bietet ein ausgeglichenes Verhältnis von Unternehmen unter „*managerial control*", d.h. Unternehmen, bei denen ein Individuum (Manager oder Gründerfamilie) der dominante *ultimate owner* ist, und Unternehmen unter „*institutional control*", d.h. Unternehmen, welche letztlich durch Finanzunternehmen, strategische Investoren oder den Staat kontrolliert werden. Die Autoren untersuchen hierbei zwei unternehmerische Entscheidungen, um das idiosynkratische Risiko zu reduzieren: (i) Kapitalstrukturentscheidungen und (ii) Diversifikationsentscheidungen (mittels einer Dummyvariable, ob eine Akquisition bzw. Fusion stattgefunden hat oder nicht). Bezüglich der Diversifikation finden sie keinen direkten Einfluss, aber einen indirekten in Kombination mit der Kapitalstruktur. Wenn der Kontrollaktionär schlecht diversifiziert ist (unabhängig davon ob der Kontrollaktionär ein Individuum oder eine Institution ist) und sein Investment (das Unternehmen) gleichzeitig einen hohen Verschuldungsgrad hat, d.h. wenn sein persönliches Risiko besonders hoch ist, ist die Wahrscheinlichkeit einer Diversifikationsentscheidung erhöht.[394] Insgesamt interpretieren die Autoren ihre Ergebnisse zu beiden unternehmerischen Entscheidungen dahingehend, dass durch Individuen dominierte Unternehmen die positiven Aspekte der Unternehmenskontrolle durch den Einsatz von Fremdkapital, *dual-class shares* und

[393] Vgl. Hyland und Diltz (2002), S. 75-77. Zu einem ähnlichen Ergebnis, dass die Eigentümerstruktur kaum die Diversifikationsentscheidungen von Unternehmen beeinflusst, kommt die Studie von Lane et al. (1998). Hierbei replizieren die Autoren den Datensatz von Amihud und Lev (1981) und analysieren diesen mit fortgeschrittenen, moderneren ökonometrischen Verfahren. Vgl. Lane et al. (1998), S. 555.

[394] Vgl. Holmen et al. (2007), S. 1487.

Kontrolltransaktionen bewusst nutzen, um sie gegen die negativen Aspekte der schlechten Portfoliodiversifikation abzuwägen.

Die bisher einzige Untersuchung zu Diversifikationsentscheidungen von börsennotierten Familienunternehmen ist die Studie von Anderson und Reeb (2003b) für einen Paneldatensatz von 319 S&P-500-Unternehmen während der Jahre 1993 bis 1999 (2.108 Unternehmensjahre). Die Autoren definieren hierbei ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn (i) die Gründerfamilie zumindest 5% der Eigentumsrechte hält und/oder (ii) ein Mitglied der Gründerfamilie im *board of directors* sitzt. Innerhalb ihres Datensatzes fallen 709 Unternehmensjahre auf Familienunternehmen und 1.399 Unternehmensjahre auf Nicht-Familienunternehmen. Das Diversifikationsniveau wird anhand einer Dummyvariable für die Existenz mehrerer Geschäftsfelder sowie durch die Anzahl der Geschäftsfelder gemessen. Die Autoren kommen unter Berücksichtigung anderer relevanter Einflussfaktoren (wie z.B. der Unternehmensgröße, der Kontrolle durch Großaktionäre, des Verschuldungsgrads oder der Forschungs- und Entwicklungsintensität) zu dem Ergebnis, dass Familienunternehmen fokussierter sind als Nicht-Familienunternehmen. Der Unterschied im Level der Diversifikation zwischen Familien- und Nichtfamilienunternehmen beträgt im Durchschnitt 15% und sogar 29%, wenn der Gründer noch im *board of directors* vertreten ist. Die Autoren interpretieren ihre Ergebnisse dahingehend, dass die Prinzipal-Agenten-Probleme in Familienunternehmen nicht größer sind, sondern insbesondere die Gefahr moralischen Risikos kleiner ist. Daher sind börsennotierte Familienunternehmen fokussierter und weisen eine bessere Unternehmensperformance auf als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.[395]

In diese Richtung deuten auch die Befunde von Caprio et al. (2007). Die Autoren untersuchen Akquisitionsentscheidungen von 777 kontinentaleuropäischen Unternehmen zwischen 1998 und 2002. Sie kommen zu dem Resultat, dass börsennotierte Familienunternehmen weniger Akquisitionen tätigen als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.[396]

Die Studie von Aggarwal und Samwick (2003) versucht, die in der Literatur existierenden, zum Teil widersprüchlichen empirischen Befunde zu erklären. Die Autoren nutzen einen großen Paneldatensatz für 1.602 Nicht-Finanzunternehmen in den USA

[395] Vgl. zu den Ergebnissen insbesondere Anderson und Reeb (2003b), S. 663-679.

[396] Vgl. Caprio et al. (2007), S. 4.

für die Jahre 1993 bis 1998, um sowohl Querschnittsanalysen des Diversifikationsniveaus (mittels OLS-Regressionen) als auch diesbezügliche Veränderungen innerhalb der Unternehmen im Zeitablauf (mittels Panelregressionen und *firm fixed effects*) zu untersuchen. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass in der Querschnittsanalyse mittels OLS-Regressionen ihr Maß für Anreizstrukturen – die *pay-performance-sensitivity* – negativ mit dem Diversifikationsniveau korreliert ist, während im Zeitablauf (in *firm-fixed-effects*-Modellen) Veränderungen in der *pay-performance-sensitivity* positiv mit Veränderungen im Diversifikationsniveau korrelieren. Die Autoren schließen daraus, dass unterschiedliche Risikoeinstellungen geeignet sind, um Unterschiede in der Geschäftsfelddiversifikation im Querschnitt der Unternehmen zu erklären, während private Kontrollrenditen (*private benefits of control*) erklären können, warum Veränderungen in der *pay-performance-sensitivity* positiv mit Veränderungen im Diversifikationslevel korreliert sind. Insofern bietet die Arbeit von Aggarwal und Samwick (2003) unter Einbeziehung eines theoretischen Prinzipal-Agenten-Modells eine Erklärung für die inkonsistenten Ergebnisse innerhalb der Literatur.[397]

Insgesamt fällt auf, dass (i) die Ergebnisse zum Einfluss von *managerial ownership* bzw. *insider ownership* auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation uneinheitlich sind. Mit Ausnahme der Studie von Holmen et al. (2007) sind die bisherigen Befunde auf die USA beschränkt. Weitere Analysen für ein anderes Corporate-Governance-Umfeld sind daher ein interessantes Gebiet für weitere Forschung. (ii) Bisher gibt es erst eine explizite Studie, die Unterschiede zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen beleuchtet. Dabei messen Anderson und Reeb (2003b) das Diversifikationsniveau mit einer Dummyvariable für die Existenz mehrerer Geschäftsfelder bzw. der Anzahl der Geschäftsfelder relativ ungenau. Außerdem bezieht sich die Studie mit den USA auf ein Land, das sich bezüglich des institutionellen Umfelds – wie in Abschnitt 3.4 erläutert – stark von Deutschland und anderen Ländern in Kontinentaleuropa unterscheidet. (iii) Aufgrund der theoretischen Überlegungen erscheint es sinnvoll, zwischen Diversifikation in angrenzende Geschäftsfelder (*related diversification*) und Diversifikation in vollkommen neue Geschäftsbereiche (*unrelated diversification*) zu unterscheiden. Die in Abschnitt 6.6.2

[397] Vgl. zum theoretischen Modell, dass die gegensätzlichen Effekte der Risikoaversion und der privaten Kontrollrenditen erläutert, Aggarwal und Samwick (2003), S. 74-88 bzw. zu den dargestellten empirischen Ergebnissen S. 92-109.

dargestellten Ergebnisse der vorliegenden Studie versuchen diese Aspekte aufzugreifen und damit einen Beitrag zur Schließung der skizzierten Forschungslücke zu leisten.

4.4 Kapitalstrukturentscheidungen

4.4.1 Theoretische Überlegungen

In der Literatur ist die Wahl der „optimalen Kapitalstruktur“[398] seit Jahrzehnten eine bedeutende Fragestellung. In diesem Zusammenhang ist häufig von einem „*capital structure puzzle*“ die Rede, d.h. die Kapitalstrukturentscheidungen der Unternehmen bzw. die empirisch zu beobachtenden Kapitalstrukturen lassen sich nicht (vollständig) erklären und gelten daher als „Rätsel“.[399] Trotzdem wurden in der Vergangenheit zahlreiche Modelle und Theoriestränge zur Erklärung von Kapitalstrukturentscheidungen entwickelt.[400] Unter der Vielzahl dieser Theoriestränge sollen hier die beiden in der Literatur bedeutendsten Kapitalstrukturtheorien, die statische *trade-off*-Theorie und die Hackordnungstheorie der Kapitalstruktur (*pecking order theory*) kurz dargestellt werden. Weiterhin soll eine Übersicht zu den Kapitalstrukturtheorien gegeben werden, die im Kontext von Familienunternehmen relevant sind. Dabei handelt es sich um Argumentationen, bei denen die Wahl der Kapitalstruktur der Milderung von Prinzipal-Agenten-Konflikten dient oder die Risikoeinstellung der handelnden Akteure (Eigentümer, Manager, Fremdkapitalgeber) berücksichtigt wird.

---

[398] Unter der Kapitalstruktur versteht man das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital (Verschuldungsgrad) bzw. das Verhältnis von Fremdkapital zu Gesamtkapital (Fremdkapitalquote). Unter einer „optimalen Kapitalstruktur“ ist hierbei der Verschuldungsgrad zu verstehen, der den Marktwert eines Unternehmens maximiert bzw. dessen Kapitalkosten minimiert. Vgl. hierzu ausführlich z.B. Perridon und Steiner (2003), S. 485-487 bzw. S. 546

[399] Stewart Myers hat das Phänomen in seiner Rede auf der Jahrestagung der American Finance Association im Jahr 1984 folgendermaßen umschrieben: „How do firms choose their capital structure?.....we don’t know“ (Myers (1984), S. 575). Auf diese Rede geht auch der Begriff des „*capital structure puzzles*“ zurück.

[400] Eine vollständige Übersicht zur Theorie der Kapitalstruktur geht aufgrund der Vielzahl an Modellen und Theorien sicherlich über den Umfang dieser Arbeit hinaus. Vgl. für einen Einstieg in das Thema der Kapitalstrukturpolitik von Unternehmen z.B. den Überblicksartikel von Myers (2001). Harris und Raviv (1991) geben eine sehr gute Übersicht über relevante Kapitalstrukturtheorien, berücksichtigen aber aufgrund des relativ frühen Erscheinungsdatums ihres Artikels nicht alle in diesem Zusammenhang relevanten, aktuellen Erklärungsansätze bzw. Modelle.

Der finanzierungstheoretische Ausgangspunkt zur Diskussion der Kapitalstruktur liegt ohne Zweifel in der revolutionären Arbeit von Modigliani und Miller (1958).[401] Nach den Überlegungen von Modigliani und Miller, die auf den Annahmen eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes mit rationalen Investoren basieren, ist die Wahl der Kapitalstruktur irrelevant für den Unternehmenswert und die Gesamtkapitalkosten (Irrelevanztheorem der Kapitalstruktur). Vielmehr hängt der Marktwert des Unternehmens in dieser neoklassischen Modellwelt allein vom Barwert zukünftig erzielter Cash-Flows ab, d.h. die (realwirtschaftlichen) Investitionsentscheidungen determinieren den Unternehmenswert. Kapitalwertpositive Investitionsprojekte werden durchgeführt, während kapitalwertnegative Investitionen unterlassen werden. Hingegen sind Finanzierungsentscheidungen irrelevant für den Unternehmenswert. Folglich lassen sich aus Sicht des Managements Investitions- und Finanzierungsentscheidungen voneinander trennen.[402] Nachdem Kapitalmärkte in der Realität durch Friktionen und Unvollkommenheiten gekennzeichnet sind, wurde die Modigliani-Miller-Theorie der Kapitalstruktur unter der neoinstitutionalistischen Sichtweise kontinuierlich erweitert.

Unter der Annahme von Kapitalmarktunvollkommenheiten gilt es, die daraus entstehende, potenzielle Reduzierung des Unternehmenswertes (oder alternativ die durchschnittlichen Gesamtkapitalkosten) zu minimieren. Die beiden wesentlichen Paradigmen der Kapitalstrukturpolitik zielen dabei vor allem auf die Friktionen Steuern, Insolvenzkosten und Informationsasymmetrien ab. Im Jahr 1961 haben Modigliani und Miller ihre Kapitalstrukturtheorie um Steuern und Insolvenzkosten erweitert. In den Steuersystemen der meisten Nationen sind Zinsen steuerlich abzugsfähig, d.h. Eigenkapital ist gegenüber Fremdkapital steuerlich diskriminiert. Aus dieser mit der Fremdfinanzierung verbundenen Steuerersparnis, dem sog. *tax shield*, ergeben sich die Vorteile der Fremdfinanzierung. Wenn man von Insolvenzkosten abstrahiert, ist somit theoretisch eine vollständige Fremdfinanzierung zur Maximierung des Unternehmenswertes optimal. Eine solche Sichtweise vernachlässigt allerdings, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Insolvenzwahrscheinlichkeit[403] und damit auch die Insolvenz-

[401] Vgl. Modigliani und Miller (1958) bzw. die Darstellung in Perridon und Steiner (2003), S. 499-510.

[402] In der Literatur wird die Tatsache, dass unter den restriktiven Annahmen der neoklassischen Finanzierungstheorie Investitions- von Finanzierungsentscheidungen trennbar sind auch als Fisher-Separationstheorem bezeichnet. Vgl. hierzu die Ausführungen und zitierten Quellen in Kapitel 4.4.1.

[403] Das Vorliegen einer Unternehmensinsolvenz hängt davon ab, ob ein Insolvenzkriterium erfüllt ist. Nach der deutschen Insolvenzordnung werden folgende drei Insolvenzkriterien unterschieden: Zah-

kosten[404] des Unternehmens ansteigen. Nach der statischen *trade-off*-Theorie gilt es daher bei der Wahl des Verschuldungsgrades, die Vor- und Nachteile der Fremdfinanzierung gegeneinander abzuwägen. Demnach wählt ein Unternehmen seine Kapitalstruktur theoretisch idealerweise so, dass der positive Grenznutzen einer weiteren Einheit an Fremdkapital (verbunden mit dem *tax shield*) seinen Grenzkosten (verbunden mit den Insolvenzkosten) entspricht. Letztlich impliziert die *trade-off*-Theorie die Existenz einer Zielkapitalstruktur, die kontinuierlich angepasst wird.[405]

Die zweite große Kapitalstrukturtheorie ist die Hackordnungstheorie der Finanzierung (*pecking order theory*).[406] Demnach ist es aus Sicht des Unternehmens optimal, Finanzierungsmittel für Investitionsprojekte in einer bestimmten Reihenfolge auszuwählen. Konkret ist nach dieser Hackordnung folgende Reihenfolge optimal: (i) interne Finanzierungsquellen (einbehaltene Gewinne) (ii) Fremdkapital (iii) Mezzanine-Kapital[407] und (iv) externes Eigenkapital. Das Modell von Myers und Majluf (1984) zeigt, dass die Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensinsidern (dem Management des Unternehmens) und Unternehmensoutsidern (den Aktionären) zu einem Unterinvesti-

---

lungsunfähigkeit, drohende Zahlungsunfähigkeit sowie bilanzielle Überschuldung. Vgl. §§ 16-19 InsO.

[404] Jede Insolvenz verursacht Insolvenzkosten oder Kosten des „*financial distress*“, wobei man zwischen direkten und indirekten Insolvenzkosten unterscheiden kann. Direkte Insolvenzkosten entstehen beispielsweise durch die Sanierung des Unternehmens sowie Anwalts- oder Gerichtskosten im Zusammenhang mit Insolvenzverfahren. Direkte Insolvenzkosten sind empirisch gut messbar und betragen nach Untersuchungen in den USA drei bis vier Prozent des Marktwertes eines Krisenunternehmens. Weit höher dürften die empirisch schwieriger messbaren indirekten Insolvenzkosten sein, welche sich z.B. durch den mit der Insolvenz verbundenen Reputationsverlust bei Kunden (nachlassende Produktnachfrage), Lieferanten (schlechtere Verhandlungsposition) und anderen Anspruchsgruppen des Unternehmens manifestieren. Weiterhin zählen zu den indirekten Insolvenzkosten alle verlorenen Geschäfts- und Investitionsmöglichkeiten. Allgemein können indirekte Insolvenzkosten als Opportunitätskosten aus der mit der Insolvenz verbundenen schlechteren Geschäftslage verstanden werden. Vgl. hierzu z.B. Wruck (1990), S. 436-439.

[405] Zahlreiche Untersuchungen eines sehr aktuellen Literaturstrangs thematisieren, ob es eine solche Zielkapitalstruktur gibt. Man spricht aufgrund der kontinuierlichen Anpassung der tatsächlichen Kapitalstruktur an den „optimalen“ Verschuldungsgrad auch von einer dynamischen anstatt einer statischen *trade-off*-Theorie. Vgl. hierzu z.B. die empirischen Untersuchungen von Leary und Roberts (2005), Liu (2005), Flannery und Rangan (2006), Hovakimian (2006) oder Kayhan und Titman (2007).

[406] Die *pecking order theory* basiert auf den Arbeiten von Myers (1984), Greenwald et al. (1984) sowie Myers und Majluf (1984).

[407] Mezzanine-Kapital weist sowohl Charakteristika von Eigen- als auch von Fremdkapital auf. Man unterscheidet zwischen eigenkapitalnahen Mezzanineinstrumenten (z.B. Vorzugsaktien) und fremdkapitalnahen Mezzanineinstrumenten (z.B. nachrangige Darlehen). Vgl. z.B. Rudolph (2006), S. 351-363.

tionsproblem führen kann. Demnach stellt eine Kapitalerhöhung bzw. die Emission von Eigenkapitaltiteln unter bestimmten Modellannahmen ein schlechtes Signal (*bad news*) dar. Es kommt zur Fehlbewertung der neuen Aktien (d.h. einem Preisabschlag) und zu adverser Selektion, d.h. Altaktionäre verzichten gegebenenfalls auf eine Beteiligung an der Neuemission von Finanztiteln. In der Folge können kapitalwertpositive Investitionsprojekte nicht durchgeführt werden. Diese Unterinvestitionseffekte steigen mit zunehmender Informationsasymmetrie und Emissionsvolumen an.[408] Aus dieser modelltheoretischen Überlegung kann man nach Myers (1984) eine Präferenz für bestimmte Finanzierungsformen ableiten. Das Unterinvestitionsproblem existiert nicht, solange interne Finanzierungsmittel (thesaurierte Gewinne) oder risikoloses Fremdkapital für die Finanzierung der Investitionsprojekte verwendet werden. Sollte trotzdem Bedarf nach weiterem, risikoreichen externem Kapital entstehen, sollte man dies nach der Sicherheit der Cash-Flows auswählen, d.h. Fremdkapital mit fest vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen sollte hybriden Finanztiteln (Mezzanine-Kapital) vorgezogen werden. An letzter Stelle dieser Reihenfolge steht dann externes Eigenkapital.[409] Im Gegensatz zur *trade-off*-Theorie ergibt sich aus der *pecking order theory* keine Implikation für die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur. Vielmehr stellt sich die Kapitalstruktur als Ergebnis einer Reihe von unterschiedlichen Finanzierungsereignissen ein. Eigenkapital steht dabei hinsichtlich der Präferenz sowohl am Anfang als auch am Ende der Hackordnung.

Neben der *trade-off*-Theorie und der *pecking order theory* haben sich zahlreiche andere Erklärungsansätze etabliert. Dabei handelt es sich um Theorien, nach denen die Kapitalstruktur ein Vehikel zur Übertragung privater Informationen ist (*signaling*-Theorien) oder Theorien, bei denen *market-timing*-Aspekte oder die Historie des Un-

[408] Vgl. hierzu Myers und Majluf (1984), Krasker (1986) bzw. die vereinfachte Darstellung des Myers/Majluf-Modells in Rudolph (2006), S. 220-230.

[409] Wenn man in diesem Zusammenhang die Ankündigungseffekte von Kapitalerhöhungen und Fremdkapitalemissionen vergleicht, zeigt sich, dass Kapitalerhöhungen zu negativen Ankündigungseffekten führen (vgl. z.B. Asquith und Mullins Jr. (1986), Masulis und Korwar (1986), Bayless und Chaplinsky (1996) für die USA oder Kang und Stulz (1996) für Japan), während die Ausgabe von Anleihen (*straight debt offerings*) zumindest auf dem amerikanischen Kapitalmarkt einen geringen Einfluss auf den Aktienkurs hat (Eckbo (1986), Jung et al. (1996), Howton et al. (1998)). Interessanterweise finden für Deutschland mehrere Studien positive Ankündigungseffekte von Kapitalerhöhungen (vgl. Brakmann (1993), Padberg (1995), Bollinger (1999)). Diese im internationalen Vergleich widersprüchlichen Befunde lassen sich auf die deutsche Besonderheit zurückführen, wonach viele Emissionen mit einem Bezugsrecht durchgeführt werden. Die Aktionäre können dadurch ihre Portfolios entsprechend ihren Präferenzen anpassen. Vgl. auch Rudolph (2006), S. 319.

ternehmens die Zusammensetzung der Kapitalstruktur bestimmen. Andere Theorien berücksichtigen im Zusammenhang mit Kapitalstrukturentscheidungen die Einstellung von Marktteilnehmern gegenüber Risiko und Unternehmenskontrolle.[410]

Der Theoriestrang, der im Zusammenhang mit börsennotierten Familienunternehmen am bedeutsamsten erscheint, sieht die Kapitalstruktur als Möglichkeit zur Lösung der in Kapitel 3.2 dargestellten Konflikte zwischen den Anspruchsgruppen der Aktionäre, Gläubiger und Manager. Nach der sog. Free-Cash-Flow-Hypothese von Jensen (1986) ist die Fremdfinanzierung eine Möglichkeit, den diskretionären Handlungsspielraum des Managements zu begrenzen. Jensen (1986) bezeichnet Free-Cash-Flow als den Cash-Flow, über den das Management verfügen kann, nachdem alle kapitalwertpositiven Investitionsprojekte finanziert sind.[411] Vertraglich festgelegte Zins- und Tilgungszahlungen an Gläubiger reduzieren diesen frei verfügbaren Cash-Flow, den das Management ggf. zu wertreduzierender Unternehmenspolitik (ineffiziente Investitionsentscheidungen, *empire building* oder *consumption on the job*) nutzen könnte.[412] Insofern kann eine Erhöhung des Verschuldungsgrads zu einer Reduzierung von Prinzipal-Agenten-Konflikten führen. Neben steuerlichen Überlegungen sind der Entzug des freien Cash-Flows und die Installation verbesserter Kontrollstrukturen ein wesentli-

---

[410] Vgl. zu der Kapitalstruktur als Signalisierungsinstrument etwa die Modelle von Ross (1977) oder Leland und Pyle (1977), zu *market-timing*-Aspekten Baker und Wurgler (2002), zur Unternehmenshistorie als Erklärungsansatz Kayhan und Titman (2007), zur Bedeutung der Risikoeinstellung von Marktteilnehmern Fama (1980) sowie zur Bedeutung von Kontrollaspekten z.B. die Arbeiten von Harris und Raviv (1988), Stulz (1988) oder Ellul (2008).

[411] Vgl. Jensen (1986), S. 323 bzw. Stulz (1990), S. 3 f. Stulz (1990) zeigt hierbei in seinem Modell, dass der Vorteil der Fremdfinanzierung stark von den Wachstumsmöglichkeiten des Unternehmens bzw. der Volatilität der Cash-Flows abhängt. Je besser die Wachstumsmöglichkeiten und je höher die Volatilität des Cash-Flows, desto geringer die Vorteile aus der disziplinierenden Wirkung des Fremdkapitals. Grossman und Hart (1982) weisen auf einen weiteren Aspekt der Fremdfinanzierung hin, der sich auf den Eigentümer-Manager Konflikt auswirkt: Wenn Manager unter den Folgen einer Insolvenz aufgrund von Reputations- oder Kontrollverlusten leiden, sollte ein höherer Verschuldungsgrad aufgrund des höheren Ausfallrisikos zu einer Steigerung ihres Arbeitseinsatzes führen.

[412] Eine vergleichbare Wirkung haben Zahlungen an Eigenkapitalgeber in Form von Dividenden, vgl. Rozeff (1982) und Easterbrook (1984). Konsistent mit dieser Sichtweise ist die Tatsache, dass der Kapitalmarkt auf die Ankündigung von Dividendensenkungen mit einer Reduzierung des Aktienpreises reagiert (vgl. hierzu z.B. Allen und Michaely (2003) oder Grullon et al. (2002)). Trotzdem haben Dividenden aufgrund ihres freiwilligen Charakters eine geringere Wirkung als vertraglich fixierte Zins- und Tilgungszahlungen im Zusammenhang mit der Aufnahme von Fremdkapital.

ches Motiv für den hohen Verschuldungsgrad von Going-Private-Transaktionen bzw. *leveraged buyouts*.[413]

Unter der Annahme, dass im Kontext von börsennotierten Familienunternehmen die Konflikte zwischen Managern und Eigentümern weniger stark ausgeprägt sind, kann man aus theoretischen Überlegungen davon ausgehen, dass solche Unternehmen in geringerem Maße auf die disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals angewiesen sind. Daher ist aus der Prinzipal-Agenten-Perspektive die Hypothese nahe liegend, dass börsennotierte Familienunternehmen einen geringeren Verschuldungsgrad aufweisen sollten als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.[414]

Für börsennotierte Familienunternehmen sollte die Kapitalstruktur auch im Zusammenhang mit ihrer Risikoeinstellung von Bedeutung sein. Die Gründerfamilien investieren in der Regel einen Großteil ihres privaten Vermögens in das Familienunternehmen. Daher sind sie im Gegensatz zu anderen Investoren wenig diversifiziert.[415] Daneben kommt hinzu, dass die Gründerfamilien in vielen Fällen Schlüsselpositionen im Vorstand und Aufsichtsrat (bzw. in angelsächsischen Corporate-Governance-

---

[413] Vgl. hierzu beispielsweise die empirischen Untersuchungen von Lehn und Poulsen (1989), Kaplan (1989), Cotter und Peck (2001) sowie Achleitner et al. (2008). Während die erste Welle solcher *leveraged-buyout*-Transaktionen (LBOs) in den USA in den 1980er Jahren stattfand, haben LBOs mittlerweile auch in Europa an Bedeutung gewonnen. Vgl. Kaserer et al. (2007), S. 39. In Übereinstimmung mit den theoretischen Überlegungen von Stulz (1990) finden solche LBOs traditionell stärker in reifen Branchen mit stabilen Cash-Flows statt. In solchen Industriesektoren ist der Vorteil der Fremdfinanzierung höher als in jungen Branchen mit großen Wachstumsmöglichkeiten und volatilen Cash-Flows. Zu einer weiterführenden Erläuterung von LBO-Transaktionen und der Bedeutung von Private Equity in Deutschland, vgl. Kaserer et al. (2007).

[414] In der vorliegenden Argumentation wurde nur der Konflikt zwischen den Eigentümern und dem Management oder anders ausgedrückt nur die Agency-Kosten des Eigenkapitals berücksichtigt. Darüber hinaus gibt es jedoch wie in Abschnitt 3.2.1 dargestellt noch den Konflikt zwischen den Eigentümern und Fremdkapitalgebern bzw. Agency-Kosten des Fremdkapitals. Diese entstehen, weil der Fremdkapitalgeber die Qualität des Schuldners (vorvertragliche Informationsasymmetrien) oder sein Verhalten (nachvertragliche Informationsasymmetrien) nicht vollständig beobachten kann. Zum Beispiel könnten die Eigenkapitalgeber ein Interesse daran haben, risikoreiche (kapitalwertnegative) Investitionsprojekte durchzuführen. Während die positiven Folgen (ein potenziell hoher Residualgewinn) den Eigenkapitalgebern zustehen, haben die Fremdkapitalgeber aufgrund der kontraktbestimmten Zahlungen lediglich das Verlustrisiko zu tragen (vgl. Jensen und Meckling (1976)). Dieses sog. *asset substitution*-Problem kann durch vorvertragliche Signale (z.B. der Bestellung von Sicherheiten) oder nachvertragliche Maßnahmen (z.B. vertragliche Nebenabreden im Kreditvertrag, sog. *financial covenants*) reduziert werden. Anderson et al. (2003) argumentieren, dass börsennotierte Familienunternehmen in den USA geringere Agency-Kosten des Fremdkapitals haben als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen.

[415] Vgl. Anderson et al. (2003), S. 267 und Holmen et al. (2007), S. 1477 bzw. die ausführlichen Erläuterungen in Kapitel 3.2.

Systemen im *board of directors*) besetzen und damit neben ihrem Vermögen auch ihr Humankapital in das Familienunternehmen investieren. Damit geht für die Gründerfamilien, neben dem ohnehin hohen unsystematischen Risiko aufgrund der fehlenden finanziellen Portfoliodiversifizierung, zusätzlich ein hohes Risiko des Arbeitsplatzverlustes einher.[416] Weiterhin besteht aufgrund der engen Verbindung der Familienreputation mit der Wahrnehmung des Familienunternehmens in der Öffentlichkeit im Fall einer Insolvenz die Gefahr eines Reputationsschadens. Das Schicksal des Familienunternehmens ist untrennbar mit dem der Gründerfamilie verbunden. Eine Insolvenz des Familienunternehmens ist für die Gründerfamilie häufig mit dem Totalverlust ihres Lebenswerks, finanziellen Vermögens und Humankapitals gleichzusetzen. Diese Aspekte können im Vergleich zu diversifizierten Eigentümern ohne weitere Funktionen im Unternehmen zu einer deutlich anderen Risikoeinstellung führen. Die Gründerfamilie könnte insbesondere eine höhere Risikoaversion haben und daher Fremdkapital als Finanzierungsmittel aufgrund der damit verbundenen Steigerung des Ausfallrisikos skeptisch gegenüber stehen. Diese Argumente sprechen – ähnlich wie die Prinzipal-Agenten-Theorie – für einen geringeren Verschuldungsgrad eigentümerdominierter Unternehmen.

Unklarer dagegen ist die Auswirkung von Kontrollüberlegungen. Die Gründerfamilie ist in der Regel ein langfristig ausgerichteter Großaktionär. Das Familienunternehmen wird nicht nur als Nexus von Cash-Flow-Strömen gesehen, sondern als langfristiges Investitionsprojekt, das an nachfolgende Familiengenerationen vererbt werden soll. Insofern ist die Sicherung der Kontrolle über das Familienunternehmen bzw. die Wahrung der Unabhängigkeit ein bedeutsames Ziel. Die Untersuchung von Villalonga und Amit (2009) zeigt, dass Gründerfamilien in den USA mehr Kontroll- als Cash-Flow-Rechte an ihren Unternehmen halten. Dazu setzen sie bewusst unterschiedliche Maßnahmen ein, wie z.B. die Etablierung von Eigentumspyramiden oder die Emission unterschiedlicher Aktiengattungen.[417] Diese Überlegungen können dafür sprechen, dass die Gründerfamilie Fremdkapital gegenüber Eigenkapital bevorzugt, um eine Verwässerung ihrer Kontrollrechte zu vermeiden. Andererseits könnte die Gründerfamilie zur

[416] Vgl. hierzu die Ausführungen in Amihud und Lev (1981), S. 606-609, Amihud et al. (1983), S. 190 f. oder die Arbeit von Berk et al. (2007). Diese Arbeiten stehen zwar nicht direkt im Zusammenhang mit Familienunternehmen, beleuchten aber das Arbeitsplatzrisiko von Managern im Allgemeinen.

[417] Vgl. Villalonga und Amit (2009), S. 3048 f.

Wahrung ihrer unternehmerischen Unabhängigkeit auch eine Aversion gegenüber Fremdkapital haben, um gerade in bankorientierten Finanzsystemen die enge Überwachung durch die Gläubiger[418] zu vermeiden. Außerdem könnte mit einem höheren Verschuldungsgrad einhergehende Insolvenzgefahr zu einer Abneigung gegenüber Fremdkapital führen.[419] Aus einer theoretischen Perspektive ist unklar, welcher der aufgeführten Aspekte in der Entscheidungsfindung von Familienunternehmen überwiegt. Aufbauend auf diesen theoretischen Überlegungen werden im nächsten Abschnitt bisherige empirische Befunde zu Kapitalstrukturentscheidungen in eigentümerdominierten Unternehmen dargestellt.

4.4.2 Empirische Untersuchungen

In Anlehnung an die vielfältigen unterschiedlichen theoretischen Erklärungsansätze für Kapitalstrukturentscheidungen (wie z.B. die statische *trade-off*-Theorie, *pecking order theory*, Steuern, Signalwirkungsaspekte, *market-timing*-Aspekte und Informationsasymmetrien bzw. Agency-Kosten) ist die Untersuchung empirisch beobachtbarer Kapitalstrukturen ein viel beachtetes betriebswirtschaftliches Forschungsfeld. Ein vollständiger Literaturüberblick geht daher über den Umfang der vorliegenden Arbeit hinaus. Vielmehr soll eine Übersicht über solche empirischen Untersuchungen erstellt werden, die Kapitalstrukturentscheidungen aus dem Blickwinkel der Prinzipal-Agenten-Theorie bzw. aus dem Blickwinkel eigentümerdominierter Unternehmen oder börsennotierter Familienunternehmen betrachten. Im Allgemeinen kann man hierbei, je nach dem verwendetem Konzept zur Messung der Eigentümerdominanz, zwischen folgenden drei Subkategorien unterscheiden: Untersuchungen zum Einfluss von (i) *insider ownership* bzw. *managerial onwnership* (ii) *managerial entrenchment*, d.h. Analysen, die in der Regel neben der Eigentümerstruktur auch andere Faktoren berücksichtigen, die zu *managerial entrenchment* führen können (wie z.B. die Amtszeit und das Alter des CEOs bzw. des Topmanagements oder die strukturelle Zusammensetzung der Managementvergütung) und schließlich (iii) solche Studien, die den Ein-

[418] Zu dem Aspekt, dass Banken, z.B. aufgrund von Skaleneffekten, Vorteile in der Überwachung ihrer Kreditnehmer haben, vgl. beispielsweise die modelltheoretische Arbeit von Diamond (1984).

[419] Vgl. Morck et al. (2005), S. 673 bzw. zu der Diskussion der Kontrollmotive z.B. die Arbeit von Ellul (2008). Vgl. allgemein zu Besonderheiten von Familienunternehmen bei Kapitalstrukturentscheidungen auch Wagner (2008), S. 169-199.

fluss von *family ownership* auf die Kapitalstruktur beleuchten bzw. Unterschiede zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen untersuchen. Hierbei existieren zu allen drei Subkategorien interessanterweise bisher keine einheitlichen Befunde in der Literatur. Weiterhin fokussieren die meisten Studien bisher auf angelsächsische Kapitalmärkte (hauptsächlich die USA).

Wie bereits in Kapitel 3.4 dargelegt wurde, existieren beträchtliche Unterschiede in den institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen einzelner Länder. Dass institutionelle und rechtliche Rahmenbedingungen gerade auch im Zusammenhang mit Kapitalstrukturentscheidungen von hoher Bedeutung sind, zeigen einige aktuelle empirische Untersuchungen.[420] So schreibt z.B. Antoniuo et al. (2008) „the capital structure of a firm is heavily influenced by the economic environment and its institutions, corporate governance practices, tax systems, the borrower-lender relation, exposure to capital markets, and the level of investor protection in which the firm operates".[421] Vor diesem Hintergrund zeigt sich insbesondere die Forschungslücke zu Kapitalstrukturentscheidungen börsennotierter Familienunternehmen in bankorientierten Finanzsystemen. Zu deren Schließung soll die vorliegende Arbeit beitragen. Zunächst wird jedoch ein kurzer Überblick über die bisherigen Studien zu den drei Themenkreisen (i) *insider/managerial ownership* (ii) *managerial entrenchment* und (iii) Familienunternehmen gegeben.

Insider ownership

Insgesamt argumentieren die Studien von Kim und Sorensen (1986) bzw. Mehran (1992) dafür, dass *insider ownership* zu einem höheren Verschuldungsrad führt, während Friend und Lang (1988) und Jensen et al. (1992) zu einem gegenteiligen Ergebnis kommen.

Zunächst zur Untersuchung von Kim und Sorensen (1986): Deren Analyse basiert auf einer Stichprobe von 168 Nicht-Finanzunternehmen in den USA im Zeitraum 1978 bis 1980. Hierbei besteht die Stichprobe aus 84 Unternehmen mit hohem und 84 Unternehmen mit niedrigem *insider ownership*, wobei das *matching* anhand der Branchen-

[420] Vgl. hierzu z.B. die Arbeiten von Rajan und Zingales (1995), Demirgüc-Kunt und Maksimovic (1999), Fan et al. (2008), de Jong et al. (2008) oder Antoniou et al. (2008).

[421] Antoniou et al. (2008), S. 58.

zugehörigkeit erfolgt. Die Autoren kommen zu dem Resultat, dass Unternehmen mit hohem *insider ownership* einen signifikant höheren Verschuldungsgrad haben als die Kontrollgruppe mit niedrigem *insider ownership*. Kim und Sorensen (1986) argumentieren, dass Unternehmen mit einem hohen *insider ownership* Fremdkapital gegenüber Eigenkapital bevorzugen, um ihre Kontrolle über das Unternehmen nicht zu verwässern.[422]

Interessanterweise erzielt die Studie von Mehran (1992) ein ähnliches Ergebnis, allerdings ebenfalls auf Basis einer relativ kleinen Stichprobe von 124 Unternehmen in den Jahren 1979 und 1980. In seiner Querschnittsanalyse zeigt Mehran (1992), dass der Verschuldungsgrad durch folgende Faktoren erhöht wird: (i) den Eigentumsanteilen des Topmanagements (ii) den Vergütungsanteilen in Optionen (iii) Überwachung durch Investmentbanker im *board of directors* und (iv) Kontrolle durch individuelle Großaktionäre.[423]

Eine Reihe anderer Studien stellen jedoch genau gegenteilige Ergebnisse vor: Die Untersuchungen von Friend und Lang (1988) und Jensen et al. (1992) finden einen negativen Zusammenhang zwischen *insider ownership* und dem Verschuldungsgrad. Hierbei bezieht sich insbesondere die Untersuchung von Friend und Lang (1988) mit Daten von 1979 bis 1983 auf einen ähnlichen Untersuchungszeitraum wie die Studien von Kim und Sorensen (1986) und Mehran (1992). In ihrer Stichprobe aus 984 NYSE-Unternehmen sind 382 Unternehmen *closely-held* (d.h. *managerial ownership* ist hoch) und 492 *publicly-held* (d.h. *managerial ownership* ist niedrig). Die Autoren ziehen aus ihrer Querschnittsanalyse den Schluss, dass (i) der Verschuldungsgrad in *closely-held* Unternehmen aufgrund der Risikoaversion gering diversifizierter Kontrollaktionäre niedriger ist und (ii) die Existenz von außenstehenden Kontrollaktionären durch den Monitoringeffekt zu einer Erhöhung des Verschuldungsgrads führt. Jensen et al. (1992) berücksichtigen in ihrer Untersuchung die potenzielle Endogenität der Eigentümerstruktur. Mittels eines simultanen Gleichungsmodells untersuchen sie den Zusammenhang zwischen Eigentum, Verschuldungsgrad und Dividendenpolitik innerhalb einer Stichprobe von 565 Unternehmen Mitte der 1980er Jahre und kommen zu

[422] Vgl. Kim und Sorensen (1986), S. 131.

[423] Vgl. Mehran (1992), S. 539.

einem ähnlichen Ergebnis: *insider ownership* hat einen negativen Einfluss auf den Verschuldungsgrad.[424]

Managerial ownership/entrenchment

Die nachfolgenden Untersuchungen verwenden nicht *insider ownership*, sondern *managerial ownership* bzw. *managerial entrenchment*[425] als Konstrukt, um den Einfluss der Corporate Governance auf Kapitalstrukturentscheidungen zu messen. Agarwal und Nagajaran (1990) stellen fest, dass 71 Nicht-Finanzunternehmen in den USA im Zeitraum 1979 bis 1983 kein langfristiges Fremdkapital in ihrer Kapitalstruktur haben. Sie matchen diese 71 Unternehmen mit 71 hinsichtlich Unternehmensgröße und Industriezugehörigkeit vergleichbaren, aber verschuldeten Unternehmen. Innerhalb dieser Stichprobe aus 142 Unternehmen untersuchen sie Unterschiede in den Corporate-Governance-Strukturen. Unternehmen ohne langfristige Verschuldung haben ein höheres *managerial ownership*. Weiterhin unterscheiden die Autoren die untersuchten Unternehmen danach, ob es (i) Familienbeziehungen innerhalb des Topmanagements, (ii) Familienbeziehungen zwischen Management und Aktionären oder (iii) keinerlei Familienbeziehungen gibt. Lediglich in den ersten beiden Gruppen sind die Unterschiede zwischen unverschuldeten und verschuldeten Unternehmen im statistischen Sinn signifikant ausgeprägt. Die Autoren deuten ihre Ergebnisse so, dass *managerial ownership* (insbesondere unter Beteiligung mehrerer Familienmitglieder) zu einer Risikoaversion und damit einem geringeren Verschuldungsgrad führt.[426] Garvey und Hanker (1999) nutzen für ihre Analyse ein natürliches Experiment. Innerhalb der USA haben zwischen 1987 und 1990 einige Bundesstaaten neue Gesetze zum Schutz gegen feindliche Übernahmen (*anti-takeover-laws*) erlassen. Diese Gesetzesinitiative ist sicherlich vor dem Hintergrund der Übernahme- und Konsolidierungswelle börsennotierter Unternehmen in den USA innerhalb der 1980er Jahre zu sehen.[427] Die Autoren untersuchen,

---

[424] Vgl. Friend und Lang (1988), S. 271 und Jensen et al. (1992), S. 247.

[425] Manager können *managerial entrenchment* betreiben, indem sie Investitionen (sog. managerspezifischen Investitionen) tätigen, durch die sie sich selbst für das Unternehmen wertvoller oder schwerer ersetzbar machen. *Managerial entrenchment* ist eine Möglichkeit, wie Manager ihre Position im Unternehmen stärken können. Vgl. Shleifer und Vishny (1989), S. 123.

[426] Vgl. Agrawal und Nagarajan (1990), S. 1325.

[427] Vgl. zum Beispiel Jensen (1989), S. 61 oder Holmstrom und Kaplan (2001). Mitchell und Mulherin (1996) argumentieren, dass in ihrer Stichprobe rund 50% der börsennotierten Unternehmen in den

wie sich dieser exogene Schock auf die Corporate-Governance-Strukturen und den Verschuldungsgrad auswirkt. Das ist insbesondere vor dem Hintergrund interessant, als die Erhöhung des Verschuldungsgrads in diesem Zusammenhang als ein Mechanismus angesehen wird, um *managerial entrenchment* zu betreiben und die Kosten einer feindlichen Übernahme zu erhöhen. Die Autoren zeigen, dass ein verbesserter Schutz gegen feindliche Übernahmen die Präferenz für Finanzierungsinstrumente beeinflusst. Die Unternehmen in den Ländern mit den neu erlassenen Gesetzen haben einen signifikant niedrigeren Verschuldungsgrad, d.h. Manager mit höherem diskretionären Handlungsspielraum bevorzugen Eigen- gegenüber Fremdkapital. Unbeantwortet bleibt hingegen, wie stark sich die asymmetrische Verteilung der Stichprobe auf das Ergebnis der Untersuchung auswirkt. So stehen 1.084 Unternehmen mit verbessertem Übernahmeschutz nur einer kleinen Kontrollgruppe von 119 Unternehmen ohne expliziten gesetzlichen Schutz gegenüber. Insgesamt zeigt die Untersuchung jedoch, dass Manager – zumindest in einem marktorientierten Finanzsystem mit einem funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle – gezielt ihren Verschuldungsgrad erhöhen, um sich gegen feindliche Übernahmen zu schützen.[428]

Die Untersuchung von Garvey und Hanker (1999) steht in starkem Zusammenhang zu den Studien von Berger et al. (1997), Kayhan (2008) und Kose und Litov (2006), die den Einfluss von *managerial entrenchment* auf Kapitalstrukturentscheidungen untersuchen. Hierbei kommen sowohl Berger et al. (1997) als auch Kayhan (2008) in Übereinstimmung mit Garvey und Hanker (1999) zu dem Ergebnis, dass *managerial entrenchment* zu einer höheren Verschuldung führt.[429] Diese Aussage ziehen Kose und Litov (2006) in ihrer Untersuchung jedoch in Zweifel. Im Gegensatz zu früheren Studien nutzen sie den Gompers et al. (2003) Corporate-Governance-Index bzw. den Bebchuk et al. (2009) *entrenchment*-Index, um *managerial entrenchment* zu messen. Sie nutzen eine Stichprobe von rund 2.000 Unternehmen und 15.000 Unternehmensjahren in den USA von 1990 bis 2006. Auf dieser Basis kommen sie zum Schluss, dass Unternehmen mit guter Corporate Governance (indiziert durch die beiden Indizes) mehr auf Finanzierung durch Eigenkapital setzen als Unternehmen mit schlechter Cor-

---

USA während der 1980er Jahre ein (freundliches oder feindliches) Übernahmeangebot erhalten haben. Vgl. Mitchell und Mulherin (1996), S. 199.

[428] Vg. Garvey und Hanka (1999), S. 519.

[429] Vgl. Berger et al. (1997), S. 1411 bzw. Kayhan (2008), S. 3 f.

porate Governance. In diesen Unternehmen mit hohem *managerial entrenchment* wird dagegen stärker auf Fremdkapital zur Unternehmensfinanzierung gesetzt.[430]

Börsennotierte Familienunternehmen

Bisher gibt es kaum empirische Untersuchungen zu Kapitalstrukturentscheidungen in börsennotierten Familienunternehmen. Mishra und McConaughy (1999) nutzen die Liste der „The Business Week CEO 1000" aus dem Jahr 1987, um Familienunternehmen mit Nicht-Familienunternehmen zusammenzuführen, die hinsichtlich der Industriezugehörigkeit und Unternehmensgröße vergleichbar sind und entweder eine diversifizierte Aktionärsstruktur (*diffuse match*) oder *insider ownership* in vergleichbarer Höhe haben (*ownership match*). Auf diese Weise identifizieren sie 105 börsennotierte Familienunternehmen, in denen der CEO der Unternehmensgründer oder ein Verwandter des Gründers ist, sowie jeweils 105 Unternehmen für beide Kontrollgruppen. Ihre Bilanzdaten beziehen sich auf Durchschnittswerte der Jahre 1986 und 1987, insofern handelt es sich in ihrer Analyse um eine Querschnittsbetrachtung der Kapitalstruktur. Die Autoren analysieren sowohl den Markt- als auch den Buchwert der Verschuldung. Hierbei kontrollieren sie neben dem vorgenommenen *matching,* ob bestimmte weitere Faktoren, wie z.B. die Profitabilität, die Volatilität des operativen Einkommens, abschreibungsbedingte Steuervergünstigungen (*non-debt tax shield*) sowie der Faktor „*control risk*" einen Einfluss haben. Der von den Autoren konstruierte Faktor „*control risk*" setzt sich dabei aus den Komponenten (i) immaterielle Vermögensgegenstände (*non-fixed assets*), (ii) Wachstumsmöglichkeiten und (iii) Finanzierungsspielraum (*financial slack*) zusammen. Mishra und McConaughy (1999) zeigen, dass Familienkontrolle einen signifikant negativen Einfluss auf den Verschuldungsgrad hat. Durch die Gegenüberstellung mit der Kontrollgruppe vergleichbarer *insider*-dominierter Unternehmen können die Autoren insbesondere darlegen, dass dieser Effekt tatsächlich durch die Familienkontrolle und nicht durch *insider ownership* getrieben ist. Nach ihrer Ansicht haben Familienunternehmen einen geringeren Verschuldungsgrad, weil sie riskoaverser sind und einen Kontrollverlust vermeiden wollen.[431]

---

[430] Vgl. Kose und Litov (2006), S. 2 f. Zu den verwendeten Corporate-Governance-Indizes vgl. die Arbeiten von Gompers et al. (2003) und Bebchuk et al. (2009).

[431] Vgl. Mishra und McConaughy (1999), S. 53.

Anderson und Reeb (2003b) hingegen finden in ihrer Untersuchung keinen Zusammenhang zwischen Charakteristika von Familienunternehmen und der Unternehmensverschuldung. Sie untersuchen einen Paneldatensatz von 319 Nicht-Finanzunternehmen aus dem S&P 500 im Zeitraum 1993 bis 1999 (2.108 Unternehmensjahre). Nach ihrer Definition qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn die Gründerfamilie entweder (i) mindestens 5% der Kontrollrechte am Unternehmen hält oder (ii) jemand aus der Gründerfamilie im *board of directors* sitzt. Anderson und Reeb nutzen folgende Kennzahlen zur Messung der Verschuldung: Einerseits setzen sie das langfristige Fremdkapital ins Verhältnis zur Bilanzsumme und andererseits bilden sie eine Dummyvariable, welche den Wert 1 annimmt, sofern der vorher genannte Quotient mindestens 5% beträgt. In ihrer Analyse mittels *pooled-OLS*-Regressionen und Logitregressionen[432] berücksichtigen sie den Einfluss einer Reihe anderer Unternehmenscharakteristika, wie etwa die Unternehmensgröße, das Unternehmensalter, die Existenz großer Kontrollaktionäre, die Branchenzugehörigkeit, die Profitabilität und das firmen-spezifische Risiko. Die Autoren stellen zwar Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich ihrer Geschäftsfelddiversifikation und ihrer Profitabilität fest, finden jedoch keine Unterschiede hinsichtlich der Gestaltung der Kapitalstruktur.[433]

Ellul (2008) untersucht den Einfluss von Familienaktionären auf die Kapitalstruktur in einem großen internationalen Datensatz für 36 Länder. Seine Stichprobe umfasst hierbei 3.608 Unternehmen (32.745 Unternehmensjahre) im Zeitraum 1996 bis 2004. Die internationale Ausrichtung der Studie erlaubt es Ellul (2008), neben unterschiedlichen Unternehmenscharakteristika (wie etwa Unternehmensgröße, Profitabilität, Wachstumsmöglichkeiten etc.) auch länderspezifische Heterogenität hinsichtlich der institutionellen Rahmenbedingungen (Steuersystem, Corporate-Governance-System) auszunutzen. Er kommt zu dem Ergebnis, dass der Verschuldungsgrad in Unternehmen mit dominierenden Familienaktionären höher ist als in anderen Unternehmen. Seine Erklärung für dieses Ergebnis basiert auf Kontrollüberlegungen. Familienaktionäre vermeiden die Aufnahme von externem Eigenkapital, um die Kontrolle über ihre Unternehmen nicht zu verwässern. Daher bevorzugen sie Fremdkapital als Finanzierungsalter-

[432] Im Vergleich zu einer OLS-Regression ist die abhängige Variable bei einer Logitregression (oder auch bei einer Probitregression) nicht kontinuierlich, sondern binär verteilt. Vgl. Wooldridge (2003), Kapitel 17.

[433] Vgl. Anderson und Reeb (2003b), S. 653.

native, was dazu führt, dass Familienaktionäre einen signifikant positiven Einfluss auf den Verschuldungsgrad haben.[434]

Zusammenfassend zeigt der Literaturüberblick, (i) dass es zahlreiche Theorien gibt, die sich mit Kapitalstrukturentscheidungen beschäftigen. Daher gibt es keine universelle Theorie zur Erklärung empirisch beobachtbarer Kapitalstrukturen.[435] In den letzten Jahren haben z.B. *market-timing*-Aspekte oder die dynamische Anpassung des Verschuldungsgrades an eine optimale Kapitalstruktur eine dominierende Rolle in der Literatur gespielt.[436] Der Fokus dieses Literaturüberblicks lag hingegen auf solchen Theorien, die im Zusammenhang mit börsennotierten Familienunternehmen von Bedeutung sind. Im Übrigen haben bisherige empirische Untersuchungen aufgrund der Theorievielfalt auch den Einfluss unterschiedlicher Faktoren auf den Verschuldungsgrad getestet. In diesem Zusammenhang ist die Arbeit von Frank und Goyal (2009) interessant, welche zeigt, dass es folgende sechs Haupteinflussfaktoren zur Erklärung des Verschuldungsgrads gibt: der Median der Industrieverschuldung, das Marktwert-Buchwert-Verhältnis, die Höhe der Sicherheiten, Profitabilität, Unternehmensgröße und die erwartete Inflationsrate. Während diese sechs Faktoren in einer sehr großen Stichprobe börsennotierter Unternehmen in den USA von 1950 bis 2003 27% der Varianz des Verschuldungsgrads erklären, tragen 19 weitere Faktoren nur noch 2% zum Erklärungsgehalt der Untersuchung bei. Daher ist es nahe liegend, diese sechs Haupteinflussfaktoren auf jeden Fall in eine Analyse von Kapitalstrukturentscheidungen zu integrieren.[437] (ii) Unabhängig davon, ob man empirische Studien zu *insider ownership, managerial entrenchment* oder börsennotierten Familienunternehmen betrachtet, sind die bisherigen empirischen Befunde uneinheitlich. Daraus ergibt sich weiterer, klärender Forschungsbedarf. (iii) Empirische Evidenz zu Kapitalstrukturentscheidungen in börsennotierten Familienunternehmen ist bisher rar. Die bislang einzigen drei Untersuchungen kommen zu gegensätzlichen Ergebnissen. Mishra und McConaughy

---

[434] Vgl. Ellul (2008), S. 1.

[435] Vgl. auch Myers (2001), S. 81.

[436] Vgl. zu dem Einfluss von *market-timing* auf Kapitalstrukturentscheidungen z.B. die Arbeiten von Hovakimian et al. (2001) und Baker und Wurgler (2002). Einige Studien haben sich in letzter Zeit mit der Frage beschäftigt, ob Unternehmen ihre Kapitalstruktur aktiv gestalten, um eine Zielkapitalstruktur beizubehalten. Vgl. hierzu unter anderem die Arbeiten von Hovakimian et al. (2001), Leary und Roberts (2005), Liu (2005), Hovakimian (2006), Flannery und Rangan (2006) und Kayhan und Titman (2007).

[437] Vgl. Frank und Goyal (2009), S. 2 f.

(1999) folgern, dass börsennotierte Familienunternehmen weniger verschuldet sind als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen, Anderson und Reeb (2003) finden keine Unterschiede zwischen den beiden Gruppen und Ellul (2008) zeigt, dass die Präsenz von Familienaktionären zu einer Erhöhung des Verschuldungsgrads führt. Das unterstreicht den noch bestehenden Klärungsbedarf zum Einfluss typischer Charakteristika von Familienunternehmen auf Kapitalstrukturentscheidungen.[438]

Hierbei liegt ein Innovationspotenzial darin, zwischen den unterschiedlichen Komponenten eines Familienunternehmens, nämlich Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung, zu unterscheiden. Weiterhin beschäftigen sich bisherige Untersuchungen mit börsennotierten Familienunternehmen in angelsächsischen Finanzsystemen (Mishra und McConaughy 1999, Anderson und Reeb 2003b) oder im internationalen Vergleich (Ellul 2008). Daher bietet Deutschland ein besonders interessantes Untersuchungsumfeld für eine tiefgehende Analyse eines kontinentaleuropäischen Landes mit bankorientiertem Finanzsystem und einer außerordentlich hohen volkswirtschaftlichen Bedeutung der Familienunternehmen.

[438] Im Übrigen ist die empirische Evidenz zu Kapitalstrukturentscheidungen in privaten Familienunternehmen ebenfalls rar. Vgl. für einen Überblick Schraml (2010), S. 140-149.

5 Hypothesen für die empirische Analyse

Auf Basis der vorangegangenen Überlegungen sollen nachfolgend Hypothesen für die eigene empirische Untersuchung zur Frage, ob und wie sich börsennotierte Familienunternehmen von börsennotierten Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Unternehmenspolitik unterscheiden, hergeleitet werden. Hierbei setzen sich diese Hypothesen zum Teil aus den theoretischen Überlegungen, zum Teil jedoch auch aus Ergebnissen bisheriger empirischer Untersuchungen zusammen. Konkret werden Hypothesen zu Investitionsentscheidungen (Kapitel 5.1), zu Diversifikationsentscheidungen (Kapitel 5.2) und zu Kapitalstrukturentscheidungen (Kapitel 5.3) entwickelt. Die dargestellten Hypothesen beziehen sich dabei in der Regel (i) auf zu erwartende Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen und (ii) auf den Einfluss unterschiedlicher Komponenten dieser Familienunternehmen auf die drei finanzpolitischen Entscheidungen. Die Komponenten stellen dabei Familieneigentum (d.h. Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie), Familienkontrolle (Mitgliedschaft der Gründerfamilie im Aufsichtsrat) und Familienführung (Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung) dar.

5.1 Hypothesen zu Investitionsentscheidungen

5.1.1 Hypothesen zu Investitionen in Sachanlagen

Bei Investitionen in Sachanlagen handelt es sich in der Regel um Investitionen in existierende Produkte oder Projekte mit relativ gut einschätzbarem ökonomischen Nutzen. Daher sind diese Investitionen – wie bereits in Kapitel 4.2 erläutert – weniger risikoreich als Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte. Gründerfamilien sollten aufgrund ihrer langfristigen Orientierung ein großes Interesse daran haben, dass das Familienunternehmen ausreichend Mittel für kapitalwertpositive Investitionsprojekte (in Sachanlagen) zur Verfügung stellt. Die Gründerfamilie sollte darüber hinaus ihren Einfluss im Aufsichtsrat und Vorstand nutzen, um sich für die Durchführung solcher profitablen Projekte einzusetzen. Daher ist davon auszugehen, dass sich die drei Komponenten Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung positiv auf das Investitionsniveau (in Sachanlagen) auswirken. Weiterhin kann man davon

ausgehen, dass Familienunternehmen ggf. größere Investitionen in profitable Investitionsprojekte tätigen als Nicht-Familienunternehmen. Insgesamt sollen daher folgende vier Nullhypothesen[439] getestet werden:

H_0(1a): Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen.

H_0(1b): Familienkontrolle hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen.

H_0(1c): Familienführung hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen.

H_0(1d): Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf das Investitionsniveau in Sachanlagen.

Ein Problem im Zusammenhang mit dem Untersuchungsdesign besteht darin, dass man aus einer externen Sichtweise zwar beurteilen kann, welchen Einfluss die Eigentümer- und Organstruktur auf das Investitionsniveau hat. Es bleibt aber unklar, ob es sich hierbei um sinnvolle (kapitalwertpositive) Projekte handelt oder nicht.[440]

---

[439] Im Rahmen eines Regressionsmodells gilt es, Hypothesen über einen unbekannten Parameter der Grundgesamtheit anhand einer Stichprobe zu testen. In der Regel werden dazu zwei konkurrierende Hypothesen aufgestellt: die Nullhypothese H_0 und die Alternativhypothese H_1. Im Rahmen der Nullhypothese wird in der Regel ein Zusammenhang dargestellt, von dem man aufgrund der theoretischen und empirischen Überlegungen ausgehen kann, dass er nicht besteht. An dieser Stelle wird auf die Darstellung der Alternativhypothese verzichtet. Dagegen wird lediglich die Nullhypothese aufgeführt. Vgl. weiterführend zum Hypothesentest mittels Regressionen beispielsweise Poddig et al. (2001), Kapitel 6 oder Fahrmeier et al. (2001), Kapitel 10.

[440] Vgl. hierzu auch die Ausführungen zu den Einschränkungen der eigenen Untersuchung in Kapitel 6.7. Zum Beispiel könnten hohe Investitionen auch ein Indiz für *empire building* oder *managerial entrenchment* sein. Darüber hinaus ist im Zusammenhang mit Investitionen in Forschung und Entwicklung unklar, ob damit auch ein gewünschter Innovationserfolg einhergeht (z.B. in Form von werthaltigen Patenten oder innovativen Produkten). Unabhängig davon, ob man also Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen oder Forschungs- und Entwicklungsprojekte betrachtet, han-

5.1.2 Hypothesen zu Investitionen in Forschung und Entwicklung

Bei Forschungs- und Entwicklungsprojekten handelt es sich um langfristige Projekte, deren Erfolg vergleichsweise unsicher ist. Hinsichtlich des Einflusses von Familieneigentum auf die Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte spielen daher zwei Überlegungen eine Rolle: (i) Gründerfamilien sind langfristig orientiert und haben oftmals das Ziel, das Familienunternehmen an nachfolgende Generationen weiterzugeben. Insofern sind sie an der Sicherung der langfristigen Wettbewerbsposition des Familienunternehmens interessiert.[441] Darüber hinaus ist die Reputation der Familie unmittelbar mit der Reputation des Familienunternehmens verbunden. Daher wird sich die Familie ungern nachsagen lassen, unternehmerische Entscheidungen zu treffen, die sich an kurzfristigen Gewinnzielen zu Lasten der langfristigen Unternehmensentwicklung orientieren. (ii) Gründerfamilien sind in der Regel undiversifizierte Investoren. Damit könnte im Vergleich zu anderen Investoren mit einer besseren Portfoliodiversifikation eine größere Risikoaversion einhergehen. Die beiden Charakteristika von Familieneigentum haben ggf. gegensätzliche Effekte auf die Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte. Ex-ante ist schließlich unklar, ob Familieneigentum aufgrund der langfristigen Orientierung einen positiven Einfluss oder aufgrund der Risikoaversion einen negativen Einfluss auf die Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte hat. Daher soll folgende Nullhypothese getestet werden:

H_0(1e): Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf Investitionsniveau in Forschungs- und Entwicklung.

Familienführung oder -kontrolle (d.h. die Beteiligung der Gründerfamilie am Vorstand oder am Aufsichtsrat) sollte wie in Kapitel 3.2 dargestellt im Allgemeinen zu einem geringeren Niveau an Agency-Kosten aus dem Aktionärs-Manager-Konflikt führen.

---

delt es sich um Input- und nicht um Outputmaße. Daher kann man den Erfolg solcher Investitionsprojekte nur schwer messen.

[441] Zahlreiche Arbeiten haben argumentiert, dass „ungeduldiges Kapital“ (*impatient capital*) und der Kapitalmarktdruck (*stock market myopia*) zu kurzsichtigen unternehmerischen Entscheidungen (*managerial myopia*) führen. Diese Probleme sollten deutlich geringer ausgeprägt sein, sofern mit der Gründerfamilie ein langfristig ausgerichteter Investor im Unternehmen präsent ist und „geduldiges Kapital“ bereitstellt. Vgl. hierzu z.B. die Arbeiten von Johnson und Kaplan (1987), Jacobs (1991), Porter (1992) und Laverty (1996).

Opportunistisches Verhalten des Managements zu Lasten der Aktionäre sollte unwahrscheinlich sein, sofern ein Familienmitglied gleichzeitig Eigentümer ist und durch ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmandat in die Unternehmensführung eingebunden wird. In diesem Fall sollten sich die Interessen der Aktionäre und des Managements harmonisieren. Ein solcher Familienmanager entspricht tendenziell einem „*owner-manager*" im Sinn von Jensen und Meckling (1976). Während angestellte Manager börsennotierter Unternehmen häufig (aufgrund ihres vergleichsweise kurzen Zeithorizonts als Vorstand und ggf. einer Gehaltsbindung an die Aktienkursentwicklung) darauf bedacht sind, die Gewinnsituation des Unternehmens kurzfristig zu optimieren (*managerial myopia*),[442] sollte dies auf Manager aus der Gründerfamilie mit einer signifikanten Beteiligung am Eigenkapital des Familienunternehmens nicht zutreffen. Erstens ist ihre Stellung in der Unternehmensführung nicht in dem Maß von Quartals- und Jahreszahlen abhängig wie diejenige von angestellten Managern. Zweitens haben Manager aus der Gründerfamilie im Durchschnitt auch längere Amtszeiten als ihre angestellten Kollegen.[443] Insofern sollten Manager aus der Gründerfamilie langfristiger handeln als ihre angestellten Kollegen. Daraus ergibt sich folgende Nullhypothese:

H_0(1f): Familienführung oder -kontrolle (d.h. die Beteiligung der Gründerfamilie am Vorstand bzw. Aufsichtsrat) hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Forschung und Entwicklung.[444]

---

[442] Zum Beispiel zeigt die Umfrage von Poterba und Summers (1995), dass CEOs davon ausgehen, dass Kapitalmärkte den Nutzen langfristiger Investitionen nicht adäquat im Aktienkurs berücksichtigten. Auf die Manipulation kurzfristiger Gewinnzahlen durch angestellte Manager zur Optimierung von Gehaltszahlungen weist unter anderem Healy (1985) hin. Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zur Erstellung immaterieller Vermögensgegenstände müssen nach IFRS/IAS nur unter bestimmten Umständen (gilt nur für Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in der Entwicklungsphase) und dürfen nach HGB bzw. US-GAAP gar nicht kapitalisiert werden, sondern müssen vollständig in der Berichtsperiode als Aufwand erfasst werden (vgl. die ausführliche Darstellung zur Bilanzierung von Forschung und Entwicklung in Kapitel 6.6.1.1). Daher ist die Kürzung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen ein besonders wirksames Mittel zur kurzfristigen Verbesserung der Gewinnsituation. Vgl. hierzu die Arbeiten von Poterba und Summers (1995) und Healy (1985).

[443] Vgl. Miller und Le Breton-Miller (2006), S. 78.

[444] Die Untersuchung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen erfolgt anhand einer Teilstichprobe von Nicht-Finanzunternehmen in technologieintensiven Branchen (Datensatz B). Aufgrund der kleineren Stichprobengröße wird bezüglich der Beteiligung der Gründerfamilie am Unternehmensmanagement nicht detailliert nach Vorstands- und Aufsichtsratsbeteiligung unterschie-

Bei der Betrachtung von Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte innerhalb von Familienunternehmen gibt es wiederum zwei gegensätzliche Argumente: (i) Erstens kann die Risikoaversion von Familienunternehmen zu geringeren Aufwendungen in Forschung und Entwicklung führen. (ii) Zweitens können gerade die langfristige Orientierung und das geringere Niveau an Konflikten zwischen Aktionären und Management zu höheren Aufwendungen in Forschung und Entwicklung führen. Letztlich ist es eine empirische Frage, welche der beiden Effekte dominiert. Daher wird folgende Nullhypothese untersucht:

H_0(1g): Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf das Investitionsniveau in Forschung und Entwicklung.

5.2 Hypothesen zu Diversifikationsentscheidungen

Im Gegensatz zu Kleinanlegern investieren Familienaktionäre in der Regel einen Großteil ihres privaten Vermögens in das Familienunternehmen. Insofern sind Familienaktionäre als undiversifizierte Anleger den idiosynkratischen Risiken des Familienunternehmens in besonderem Maß ausgesetzt. Daher könnte die Gründerfamilie ein Motiv haben, die fehlende Diversifizierung auf der Portfolioebene durch eine höhere Diversifikation auf der Unternehmensebene zu kompensieren. Aus dieser Überlegung heraus spricht aus Gründen einer hohen Risikoaversion viel dafür, dass ein positiver Zusammenhang zwischen Familieneigentum und dem Niveau der Geschäftsfelddiversifikation besteht. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll daher folgende Nullhypothese getestet werden:

H_0(2a): Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation.

In anonymen Publikumsgesellschaften mit diversifizierter Aktionärsstruktur kann es aufgrund des klassischen Manager-Aktionärs-Konflikts zahlreiche Gründe geben, wa-

den. Vielmehr wird der Einfluss der Gründerfamilie in beiden Organen zusammen betrachtet. Vgl. ausführlich zum Design der empirischen Untersuchung Kapitel 6.1

rum Manager ihre Geschäftsfelder breit diversifizieren: (i) Weil es einen direkten Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Vorstandsvergütung gibt, (ii) weil mit der Führung größerer und komplexerer Unternehmen eine größere Reputation verbunden ist, (iii) weil Diversifikation das Arbeitsplatzrisiko des Managements reduziert oder (iv) weil Diversifikation eine Möglichkeit zu *managerial entrenchment* darstellt. Durch die Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung wird der Prinzipal-Agenten-Konflikt zwischen Management und Aktionären reduziert. Daher kann man unter solchen Voraussetzungen davon ausgehen, dass es kaum Gründe zur Geschäftsfelddiversifikation gibt. Insofern sollte Familienmanagement zu geringeren Diversifikationsniveaus führen. Daher wird folgende Nullhypothese getestet:

H_0(2b): Die Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung oder -kontrolle (d.h. die Präsenz der Gründerfamilie im Vorstand und/oder im Aufsichtsrat) hat keinen signifikanten Einfluss auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation.[445]

Aus den bisherigen Überlegungen kann man schließen, dass Familieneigentum und Familienführung oder -kontrolle ggf. gegenläufige Effekte haben. Insofern ist aus einer theoretischen Sichtweise unklar, welcher der beiden Effekte dominiert. Bisherige empirische Untersuchungen (vor allem Anderson und Reeb (2003b)) kommen zu dem Resultat, dass Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen weniger stark diversifiziert sind. Daher soll im Rahmen der vorliegenden Arbeit die folgende Nullhypothese getestet werden:

H_0(2c): Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation.

[445] Bei der Analyse der Geschäftsfelddiversifikation findet hinsichtlich der Beteiligung der Gründerfamilie am Unternehmensmanagement eine gemeinsame Betrachtung von Vorstands- und Aufsichtsratsmandaten statt. Dies hängt, ähnlich wie bei der Analyse der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen, damit zusammen, dass der Untersuchung mit dem Datensatz C lediglich eine kleinere Teilstichprobe (der Prime-Standard-Unternehmen) zugrunde liegt. Vgl. zum Design der empirischen Untersuchung ausführlich Kapitel 6.1.

5.3 Hypothesen zu Kapitalstrukturentscheidungen

Hinsichtlich des Einflusses von Familieneigentum auf Kapitalstrukturentscheidungen spielen zwei Überlegungen eine Rolle: (i) Die Reduzierung von Prinzipal-Agenten-Konflikten durch *shareholder-monitoring* und (ii) die Risikoaversion der Gründerfamilie aufgrund ihrer geringen Portfoliodiversifikation. Nach Jensen (1986) stellt Fremdkapital eine Möglichkeit dar, den diskretionären Handlungsspielraum des Managements eines Unternehmens (bzw. den für ineffiziente Investitionsentscheidungen verfügbaren freien Cash-Flow) durch kontraktbestimmte Zins- und Tilgungszahlungen zu reduzieren. Dadurch kann Fremdkapital das Management disziplinieren und die aus der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle resultierenden Prinzipal-Agenten-Konflikte verringern. Man kann jedoch (wie in Kapitel 3.2 ausführlich erläutert) davon ausgehen, dass Großaktionäre ebenfalls das Management effektiv kontrollieren und das Trittbrettfahrerproblem der Unternehmenskontrolle überwinden können. Dieses Argument mag jedoch noch stärker auf langfristig orientierte Familienaktionäre zutreffen, die über unternehmenspezifisches Wissen verfügen und dem Familienunternehmen emotional verbunden sind. Insofern können Familienaktionäre das Management effektiv überwachen und dadurch den Bedarf nach der disziplinierenden Wirkung des Fremdkapitals reduzieren.

Neben den positiven Aspekten einer hohen Fremdkapitalquote (verbunden mit einer Reduzierung der Agency-Kosten) ergeben sich allerdings auch negative Aspekte in Form einer erhöhten Insolvenzgefahr. Nachdem Familienaktionäre in der Regel undiversifizierte Aktionäre darstellen, sind sie diesen idiosynkratischen Risiken im Vergleich zu diversifizierten Kleinanlegern in besonderem Maß ausgeliefert. Hohe Eigentumsanteile der Familienaktionäre könnten daher mit einer verstärkten Risikoaversion einhergehen, die sich unter anderem in dem Bedürfnis nach einer Kapitalstruktur mit vergleichsweise geringen Risiken (sprich einer geringen Fremdkapitalquote) zeigt. Insofern lassen diese theoretischen Überlegungen vermuten, dass zwischen den Eigentumsanteilen der Gründerfamilie und der Fremdkapitalquote aus beiden Überlegungen heraus eine negative Korrelation besteht. Daher soll im Rahmen dieser Arbeit folgende Nullhypothese getestet werden:

H_0(3a): Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen.

Gründerfamilien unterscheiden sich von anderen *blockholdern* hauptsächlich dadurch, dass sie in vielen Fällen aktiv in die Unternehmensführung eingreifen. Sind z.B. Mitglieder der Gründerfamilie im Aufsichtsrat vertreten, können sie das Management noch effektiver überwachen als durch die Tatsache, dass sie als Großaktionär einen beträchtlichen Anteil des stimmberechtigten Kapitals auf der Hauptversammlung vertreten. Sofern die Gründerfamilie darüber hinaus im Vorstand vertreten ist, kommt es sogar zu einer weitgehenden Interessensharmonisierung zwischen Management und Aktionären. Dadurch werden die Agency-Kosten aus der Eigentümer-Manager-Beziehung innerhalb von Familienunternehmen weiter reduziert. Insofern sollte sich aus diesem Grund kaum Bedarf für die disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals ergeben. Daher ist zu erwarten, dass sich die Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung negativ auf die Fremdkapitalquote auswirkt. Insofern sollen die folgenden Nullhypothesen getestet werden:

H_0(3b): Familienkontrolle hat keinen signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen.

H_0(3c): Familienführung hat keinen signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen.

Nachdem man davon ausgehen kann, dass die Prinzipal-Agenten-Konflikte zwischen Management und Aktionären in Familienunternehmen weniger stark ausgeprägt sind als in Nicht-Familienunternehmen und die Präsenz der Gründerfamilie für eine effektive Corporate Governance sorgt (Gründerfamilie als Großaktionär, Kontrolleur im Aufsichtsrat und/oder durch die Beteiligung eines Familienmitglieds im Vorstand), sollte der Bedarf nach Fremdkapital aus Gründen der Managerdisziplinierung deutlich geringer sein als bei Nicht-Familienunternehmen. Insofern kann man vermuten, dass Familienunternehmen eine geringere Fremdkapitalquote aufweisen als die Kontrollgruppe der Nicht-Familienunternehmen. Empirisch gesehen gibt es hierfür jedoch – wie oben ausführlich erläutert – bisher unterschiedliche und vor allem uneinheitliche empirische Befunde. Während die Untersuchung von Mishra und McConaughy (1999) zu dem Ergebnis kommt, dass Familienunternehmen eine geringere Verschuldung ha-

ben, kommt Ellul (2008) zum gegenteiligen Ergebnis. Anderson und Reeb (2003b) finden dagegen keinerlei Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen. Insofern besteht aus einer empirischen Sichtweise weiterhin Bedarf für eine genauere Analyse von Kapitalstrukturentscheidungen (börsennotierter) Familienunternehmen. Insofern soll hier folgende Nullhypothese getestet werden:

H_0(3d): Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf Kapitalstrukturentscheidungen.

Eine Zusammenfassung der wesentlichen Hypothesen – getrennt nach den Nullhypothesen für die Analyse der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen sowie nach den Nullhypothesen zum Einfluss einzelner Komponenten – zeigen die nachfolgenden beiden Abbildungen.

Unternehmenspolitik	Nullhypothesen
Investitionsentscheidungen (Sachanlagen)	• Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf das Investitionsniveau in Sachanlagen
Investitionsentscheidungen (Forschungs- und Entwicklungsprojekte)	• Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf das Investitionsniveau in Forschung und Entwicklung
Kapitalstrukturentscheidungen	• Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf Kapitalstrukturentscheidungen
Diversifikations-entscheidungen	• Familienunternehmen unterscheiden sich nicht signifikant von Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation

Abbildung 9: Hypothesen zu Familienunternehmen
Quelle: Eigene Darstellung

Unternehmenspolitik	Nullhypothesen
Investitionsentscheidungen (Sachanlagen)	• Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen • Familienkontrolle hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen • Familienführung hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen
Investitionsentscheidungen (Forschungs- und Entwicklungsprojekte)	• Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Forschung und Entwicklung • Familienführung und -kontrolle hat keinen signifikanten Einfluss auf das Investitionsniveau in Forschung und Entwicklung
Kapitalstrukturentscheidungen	• Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen • Familienkontrolle hat keinen signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen • Familienführung hat keinen signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen
Diversifikations-entscheidungen	• Familieneigentum hat keinen signifikanten Einfluss auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation • Familienmanagement hat keinen signifikanten Einfluss auf das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation

Abbildung 10: Hypothesen zu den Komponenten von Familienunternehmen
Quelle: Eigene Darstellung

6 Empirische Untersuchung

6.1 Forschungsdesign der empirischen Untersuchung

6.1.1 Rahmenbedingungen der empirischen Untersuchung

Deutschland bietet für eine empirische Untersuchung der Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen aus einer Reihe von Gründen ein besonders viel versprechendes Umfeld.

(i) Familienunternehmen werden traditionell als das Rückgrat der deutschen Volkswirtschaft bezeichnet. Beispielsweise untersucht Klein (2004) in einer Befragung von rund 1.000 größeren, (überwiegend) nicht-börsennotierten deutschen Unternehmen mit einem Umsatz von mindestens einer Millionen Euro das Vorkommen von Familienunternehmen. Klein (2004) definiert Familienunternehmen dabei anhand des in Kapitel 2.2 vorgestellten SFI. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass in den Jahren 1995 bzw. 2000 rund 58% bzw. sogar rund 71% der befragten Unternehmen Familienunternehmen sind.[446] Wenn man die kleineren Unternehmen in die Betrachtung aufnimmt, liegt dieser Anteil sogar noch beträchtlich höher. Eine vom Institut für Mittelstandsforschung (IfM) in Bonn im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen (2007) durchgeführte Studie belegt, dass 2003 rund 95% aller deutschen Unternehmen Familienunternehmen sind. Nach dieser Hochrechnung entfallen rund 42% der Umsätze aller Unternehmen und 57% der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten auf Familienunternehmen.[447] Diese Zahlen belegen die große volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland. Dabei muss man berücksichtigen, dass beide Studien vor

---

[446] Vgl. Klein (2004), S. 42.

[447] Die Ergebnisse dieser Untersuchung basieren dabei auf einer Stichprobe von 11.400 Unternehmen aus der Datenbank MARKUS des Bureau van Dijk. Für diese Stichprobe hat das IfM in Bonn die Eigentümer- und Organstruktur zu einem Zeitpunkt, dem Jahr 1998, erhoben. Ein Robustheitstest erfolgte im Jahr 2002 auf Basis einer erneuten Stichprobe von rund 13.000 Unternehmen. Das IfM hat die Ergebnisse der Stichprobe letztlich auf die Grundgesamtheit aller deutschen Unternehmen hochgerechnet. Dabei geht das IfM von Familienunternehmen i.e.S. aus, wenn die Eigentümer das Unternehmen selbst oder zusammen mit Fremdmanagern leiten. Dies bedeutet, dass die Einheit von Eigentum und Leitung das konstituierende Element der Familienunternehmen im Sinn dieser Studie darstellen. Daher sind Familienunternehmen i.e.S. solche Unternehmen, bei denen bis zu zwei natürliche Personen oder deren Familienmitglieder mindestens 50% der Eigentumsanteile halten und in der Geschäftsführung vertreten sind. Vgl. zur Definition von Familienunternehmen i.e.S. Wallau et al. (2007), S. 5-9, zu dem Vorgehen mit der Stichprobe und den Ergebnissen S. 18-24.

allem das Vorkommen und die Bedeutung privater Familienunternehmen dokumentieren. Im Fokus der vorliegenden Arbeit stehen jedoch ausschließlich börsennotierte Unternehmen.

(ii) Familienunternehmen stellen allerdings in Deutschland auch unter börsennotierten Unternehmen ein gängiges Phänomen dar. So zeigt die Untersuchung von Faccio und Lang (2002) auf Basis einer *ultimate-ownership*-Definition, dass mehr als 60% aller börsennotierten Unternehmen in Deutschland, Frankreich und Italien Familienunternehmen sind.[448] Dieses Resultat bestätigt die Untersuchung von Franks et al. (2009). Die Autoren zeigen, dass selbst in der Gruppe der 1.000 umsatzstärksten (privaten und börsennotierten) deutschen Unternehmen im Jahr 1996 42% Familienunternehmen sind. Darüber hinaus wird erläutert, dass der Großteil dieser Unternehmen auch zehn Jahre später – in 2006 – noch Familienunternehmen darstellen.[449] Beide Studien untersuchen ausschließlich, ob die Familie als Eigentümer präsent ist und vernachlässigen daher den potenziellen Einfluss der Familie über die Geschäftsführung oder das Kontrollgremium.[450]

(iii) Letztendlich unterstreichen auch die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung, dass Deutschland ein ideales Forschungsumfeld bietet: Auf der Basis der in Kapitel 2.3 erläuterten, aufgrund der hohen Eigentumsschwelle relativ restriktiven Definition eines Familienunternehmens qualifizieren sich rund 60% der Unternehmen innerhalb der Stichprobe zumindest in einem der untersuchten Jahre als Familienunternehmen. Insgesamt sind 47% der Unternehmensjahrbeobachtungen der Gruppe der Familienunternehmen zuzuordnen. Hierbei hält die Gründerfamilie durchschnittlich 38% der

---

[448] Vgl. Faccio und Lang (2002), S. 379.

[449] Vgl. Franks et al. (2009), S. 54.

[450] Wie bereits in Kapitel 2 erläutert, wird in der eigenen Untersuchung – anders als in den Studien von Faccio und Lang (2002) und Franks et al. (2009) – konsequent auf die Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie sowie deren Beteiligung an den Unternehmensorganen abgestellt, um börsennotierte Familienunternehmen zu identifizieren. Dies liegt daran, dass die Gründerfamilie besonders gut geeignet erscheint, typische Charakteristika von Familienunternehmen wie etwa Langfristigkeit, Risikoaversion oder die Einheit von Eigentum und Kontrolle (die zumindest dann teilweise vorliegt, wenn Familienaktionäre an der Unternehmensführung beteiligt sind) zu operationalisieren. Die gewählte Definition berücksichtigt dabei sowohl direkt als auch indirekt gehaltene Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie. Die Untersuchungen von Andres (2008a, 2008b), Ampenberger et al. (2009), Schmid et al. (2009, 2010) sowie Achleitner et al. (2009b) belegen, dass börsennotierte Familienunternehmen auch nach einer solchen Definition ein bedeutendes Phänomen in Deutschland darstellen. Vgl. zu einer Diskussion bezüglich der Definition von Familienunternehmen Kapitel 2.

Stimmrechte an den Familienunternehmen (Median 40%). Anderson und Reeb (2003a) kommen dagegen in ihrer viel beachteten Untersuchung zur Performance börsennotierter Familienunternehmen in den USA auf der Basis einer weitaus weniger restriktiven Definition von Familienunternehmen mit einer Eigentumsschwelle von lediglich 5% zu dem Ergebnis, dass 35% ihrer Stichprobe Familienunternehmen sind. Der durchschnittliche Eigentumsanteil der Gründerfamilie beträgt hier 18%.[451]

(iv) Deutschland bietet jedoch darüber hinaus auch aus einer anderen Perspektive ein interessantes Forschungsumfeld: Die Mehrheit der bisherigen empirischen Untersuchungen zu börsennotierten Familienunternehmen fokussiert auf angelsächsische Länder. Allerdings ist hinreichend bekannt, dass sich die angelsächsischen von den kontinentaleuropäischen Ländern hinsichtlich ihres Finanzsystems deutlich unterscheiden. Während die USA und Großbritannien durch ein marktorientiertes Finanzsystem geprägt sind, sind kontinentaleuropäische Länder durch ein bankorientiertes Finanzsystem (mit einer bedeutenden Rolle der Hausbanken in der Unternehmensfinanzierung) gekennzeichnet. Weiterhin unterscheiden sich die Länder hinsichtlich der vorherrschenden Corporate-Governance-Mechanismen.[452] Gerade mit Blick auf die bisher widersprüchlichen Befunde zu Kapitalstrukturentscheidungen in börsennotierten Familienunternehmen kann eine detaillierte Untersuchung vor dem Hintergrund eines bankorientierten Finanzsystems ggf. zur Aufklärung beitragen und neue Forschungserkenntnisse liefern.

(v) Im Vergleich zu angelsächsischen Ländern verfügt Deutschland selbst innerhalb großer börsennotierter Unternehmen über sehr konzentrierte Eigentümerstrukturen. Zum Beispiel zeigt die Untersuchung von La Porta et al. (1999), dass in deren Stichprobe der Anteil börsennotierter Unternehmen ohne einen Kontrollaktionär (der mindestens 10% der Stimmrechte kontrolliert) in den USA bzw. in Großbritannien bei 80% bzw. 90% liegt. Dagegen liegt dieser Anteil der börsennotierten Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur für Deutschland lediglich bei 35%. Becht und Röell (1999) zeigen darüber hinaus, dass in Deutschland die von Blockaktionären akkumulierten Stimmrechte sehr groß sind. Sie untersuchen durchschnittliche Stimmrechtsblöcke der größten Aktionäre in börsennotierten Gesellschaften in Europa. Dabei verglei-

[451] Vgl. Anderson und Reeb (2003a), S. 1301 bzw. für die von den Autoren verwendete Definition eines Familienunternehmens Tabelle 1 in Kapitel 2.

[452] Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 3.4 bzw. die dort zitierten Literaturquellen.

chen die Autoren die Größe dieser Stimmrechtsblöcke in unterschiedlichen europäischen Ländern mit den USA. Während der größte Aktionär im Mittel (Aussagen beziehen sich jeweils auf den Median der Stichprobe) in Deutschland 52% der Anteile am stimmberechtigten Kapital hält, liegen die vergleichbaren Werte für die USA und Großbritannien bei 0% bzw. 10%.[453] Wenn man also den Einfluss großer *blockholder* auf die Unternehmenspolitik analysieren will, bietet Deutschland mit seinen konzentrierten Eigentümerstrukturen ein ideales Umfeld. Familienaktionäre unterscheiden sich dabei von anderen *blockholdern* dadurch, dass sie nicht nur Eigentümer sind, sondern in vielen Fällen auch eine aktive Rolle in der Unternehmensführung übernehmen.

6.1.2 Datengrundlage der empirischen Untersuchung

Innerhalb der empirischen Kapitalmarktforschung gibt es unterschiedliche Ansätze zur Analyse von Forschungsfragen mit großzahligen Datensätzen: Ereignisstudien, Querschnitts- und Längsschnittsanalysen. Im Fall von Ereignisstudien (*event studies*) steht die Analyse eines bestimmten Ereignisses auf die Aktienkursentwicklung im Vordergrund. Querschnittsanalysen (*cross-sectional analysis*) konzentrieren sich auf die Untersuchung einer Stichprobe zu einem Zeitpunkt, während Längsschnittsanalysen mittels Paneldaten die Entwicklung einer Stichprobe über mehrere Zeitpunkte hinweg beinhalten. Die vorliegende Untersuchung folgt dem letzten Ansatz und basiert auf einem umfangreichen Paneldatensatz deutscher börsennotierter Nicht-Finanzunternehmen im CDAX. In diesem Datensatz wurden zahlreiche per Hand gesammelte Daten integriert: Vor allem handelt es sich hierbei um detaillierte Informationen zu den Unternehmensgründern sowie zur Zusammensetzung der Eigentümer- und Organstruktur.[454]

Die Wahl der Untersuchungsperiode von 1995 bis 2006 begründet sich dabei durch Restriktionen in der Datenverfügbarkeit: Die Möglichkeiten, den Einfluss der Eigentümerstruktur auf unternehmerische Entscheidungen und den Unternehmenserfolg zu analysieren, war in Deutschland lange Zeit mangels Veröffentlichungspflichten zur Eigentümerstruktur eingeschränkt. Erst mit der Einführung des Wertpapierhandelsge-

---

[453] Vgl. La Porta et al. (1999), S. 493 bzw. Becht und Roell (1999), S. 1052.

[454] Für eine detaillierte Beschreibung zur Konstruktion der Stichprobe bzw. zu den Datenquellen, vgl. die nachfolgenden Teilkapitel 6.2 und 6.3.

setzes (WpHG) im Jahr 1995 wurde die Veröffentlichung von Stimmrechtsanteilen an börsennotierten Unternehmen ab fünf Prozent verpflichtend.[455] Daher bildet das Jahr 1995 den Startpunkt der vorliegenden Untersuchung. Zum Zeitpunkt der Konstruktion der Stichprobe war 2006 das letzte Jahr mit vollständig verfügbaren Daten.

In der empirischen Untersuchung kommen im Wesentlichen drei unterschiedliche Stichproben zum Einsatz (vgl. Abbildung 11): Datensatz A beinhaltet alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX zwischen 1995 und 2006, Datensatz B alle technologieintensiven Nicht-Finanzunternehmen des CDAX zwischen 1995 und 2006 und Datensatz C alle Nicht-Finanzunternehmen des Prime Standard zwischen 2002 und 2006. Dabei setzt sich Datensatz A aus 660 Unternehmen und 5.135 Unternehmensjahren zusammen. Datensatz B besteht aus 378 technologieintensiven Unternehmen[456] und 2.778 Unternehmensjahren sowie Datensatz C aus 339 Prime-Standard-Unternehmen und 1.561 Unternehmensjahren.[457]

Die Verwendung unterschiedlicher Stichproben hat folgende Gründe: Die Analyse zu Investitionen in Forschung- und Entwicklungsprojekte bezieht sich auf Datensatz B, da Unternehmen außerhalb technologieintensiver Branchen nur in Ausnahmefällen in größerem Umfang Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten betreiben und daher auch keine Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen bilanzieren.[458]

---

[455] Vor der Einführung dieser Regelung mussten lediglich Sperrminoritäten (d.h. Stimmrechtsanteile ab 25%) und Mehrheitsanteile (d.h. Stimmrechtsanteile ab 50%) gemeldet werden. Mit der Umsetzung der EU-Richtline (Transparenzrichtlinie 2004/109/EG) im Transparenzrichtlinen-Umsetzungsgesetz (TUG) wurde die gesetzliche Meldeschwelle für die Veröffentlichung von Stimmrechtsanteilen gemäß § 21 WpHG weiter auf 3% reduziert. Seit 2007 liegen die aktuellen Meldeschwellen gemäß Wertpapierhandelsgesetz damit bei 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 and 75% der Stimmrechte. Aktionäre, die eine dieser Meldeschwellen überschreiten, sind verpflichtet, ihre Stimmrechtsanteile sowohl dem Unternehmen als auch der Bundesaufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen (BaFin) zu melden.

[456] Dabei wurden in Anlehnung an bestehende empirische Untersuchungen folgende Branchen als technologieintensiv identifiziert: Chemische Industrie (*SIC-Code* 28), Maschinenbau (*SIC-Code* 35), Elektroindustrie und Elektronik (*SIC-Code* 36), Transportmittel (*SIC-Code* 37), Instrumente und Geräte (*SIC-Code* 38), Kommunikationsdienste (*SIC-Code* 48), Versorgungsdienste (Strom, Gas, Sanitär, *SIC-Code* 49) und gewerbliche Dienstleistungen (*SIC-Code* 79). Vgl. zu einem ähnlichen Vorgehen z.B. die Arbeiten von Lee und O'Neill (2003) oder Block (2009).

[457] Prinzipiell gehen in alle drei Stichproben nur solche Nicht-Finanzunternehmen ein, zu denen vollständige Informationen über den Unternehmensgründer sowie die Zusammensetzung der Eigentümer- und Organstruktur vorhanden sind. Vgl. hierzu auch die detaillierte Beschreibung zur Konstruktion des Datensatzes im nachfolgenden Kapitel.

[458] Vgl. den Exkurs in Kapitel 6.6.1.1 zur Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen.

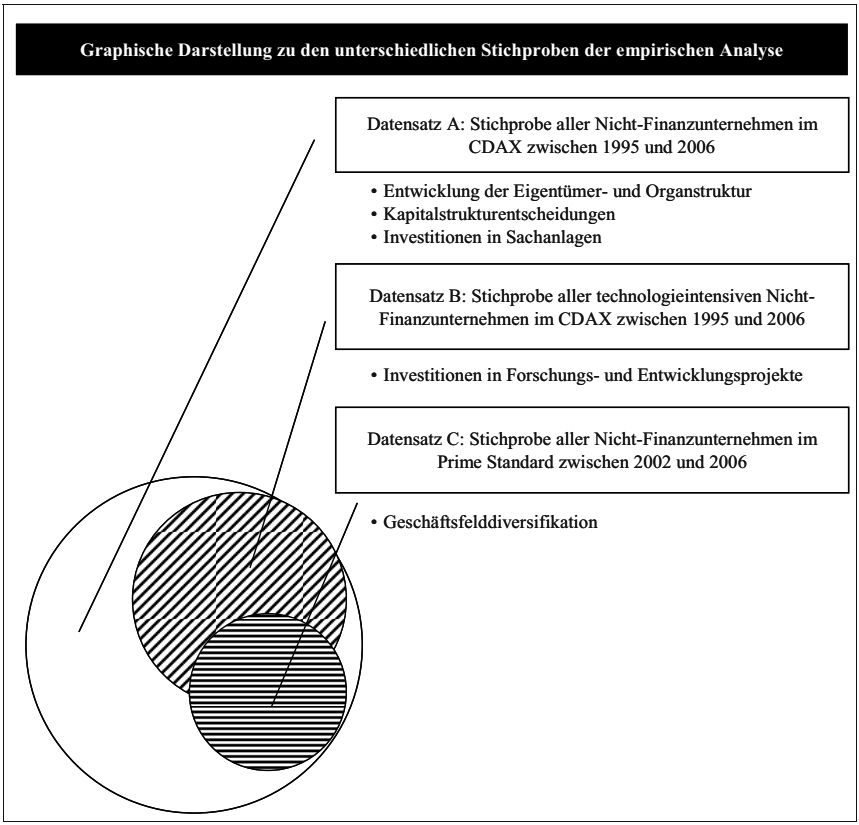


Abbildung 11: Übersicht über die verwendeten Stichproben
Quelle: Eigene Darstellung

Für die Analyse der Geschäftsfelddiversifikation sind möglichst detaillierte Informationen zu den Umsatzerlösen in einzelnen Geschäftsfeldern erforderlich. Die Qualität der Segmentberichterstattung ist bei Unternehmen mit den höchsten Transparenzanforderungen besonders gut. Daher bezieht sich diese Untersuchung auf alle Unternehmen des Prime Standards zwischen 2002 und 2006. Der Prime Standard wurde von der

Deutschen Börse erst im März 2003 eingeführt und ist aktuell das Kapitalmarktsegment mit den höchsten Transparenzanforderungen.[459]

Einfluss der Familie	Analysen	Robustheitstests
Investitionen in Sachanlagen (Datensatz A)		
• Familienunternehmen vs. Nicht-Familienunternehmen • Einfluss von drei Komponenten • *Founder-CEO* Effekte • Familieneigentum und -führung	• Deskriptive Analyse • *Pooled OLS*-Modell • *Firm-fixed-effects* Modell • *Between* Modell	• Fehlspezifizierung • Nicht-lineare Größeneffekte • Stichprobenzusammensetzung • *Market-timing*-Aspekte • Ausreißer • *Insider ownership*
Kapitalstrukturentscheidungen (Datensatz A)		
• Familienunternehmen vs. Nicht-Familienunternehmen • Einfluss von drei Komponenten • Founder-CEO Effekte • Familieneigentum und -führung	• Deskriptive Analyse • *Pooled OLS*-Modell • *Firm-fixed-effects* Modell • *Between* Modell	• Fehlspezifizierung • Nicht-lineare Größeneffekte • Stichprobenzusammensetzung • *Market-timing*-Aspekte • Ausreißer • *Insider ownership* • Endogenität der Eigentümer- und Organstruktur
Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte (Datensatz B)		
• Familienunternehmen vs. Nicht-Familienunternehmen • Einfluss von zwei Komponenten	• Deskriptive Analyse • *Pooled-OLS*-Modell	• Fehlspezifizierung • Nicht-lineare Größeneffekte
Diversifikationsentscheidungen (Datensatz C)		
• Familienunternehmen vs. Nicht-Familienunternehmen • Einfluss von zwei Komponenten	• Deskriptive Analyse • *Pooled-OLS*-Modell • *Pooled-Poisson*-Modell • *Pooled-Probit*-Modell	• Fehlspezifizierung • Nicht-lineare Größeneffekte

Abbildung 12: Übersicht über die durchgeführten Analysen und Robustheitstests
Quelle: Eigene Darstellung

[459] Prinzipiell wurde die Zusammensetzung des Prime Standards zum Jahresende verwendet, um die Unternehmen dieser Teilstichprobe zu identifizieren. Hierbei wurde die Anfangszusammensetzung des Jahres 2003 als Approximation der Jahresendzusammensetzung 2002 verwendet, so dass insgesamt fünf Jahre in die Untersuchung der Geschäftsfelddiversifikation eingehen.

Die Analyse zur Entwicklung der Eigentümer- und Organstruktur in Deutschland, zu den Kapitalstrukturentscheidungen und den Investitionen in Sachanlagen der börsennotierten Familienunternehmen kann dagegen für die gesamte Stichprobe aller Nicht-Finanzunternehmen des CDAX erfolgen.[460]

Mit der Verwendung unterschiedlicher Stichproben geht eine unterschiedliche Tiefe in den durchgeführten Analysen einher. Zum Beispiel können in den Untersuchungen zur Kapitalstruktur und zu den Investitionen in Sachanlagen aufgrund der Größe der verwendeten Stichprobe die detailliertesten Analysen durchgeführt werden. Dies betrifft zum einen die Detailgenauigkeit bezüglich des Familieneinflusses, zum anderen aber auch die verwendeten ökonometrischen Verfahren und die durchgeführten Robustheitstests. Dies illustriert Abbildung 12.

6.1.3 Methodische Überlegungen

Die Längsschnittanalyse mittels eines Paneldatensatzes bietet eine Reihe von Vorteilen:

Erstens ist es aus mehreren Gründen interessant, Veränderungen in den Eigentümer- und Organstrukturen zwischen 1995 und 2006 zu analysieren: Zum einen hat die öffentliche Debatte über Corporate Governance in dieser Zeitspanne in Deutschland immer mehr an Bedeutung gewonnen. Zum anderen haben zahlreiche Gesetzeseinführungen wie in Kapitel 3.4 beschrieben zu regulatorischen Veränderungen des institutionellen Umfelds geführt.[461] Schließlich existiert trotzdem bisher – wahrscheinlich aufgrund des großen Datenerhebungsaufwands – kaum empirische Evidenz zur Entwicklung der Eigentümer- und Organstruktur auf Basis einer breiten Stichprobe in einer Längsschnittanalyse.[462] Daher beschreibt der erste, deskriptive Teil der empirischen Untersuchung die Zusammensetzung der Stichprobe und die Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen im Zeitablauf.

---

[460] Die Entwicklung der Eigentümer- und Organstruktur wurde darüber hinaus auch für die Datensätze B und C untersucht. Im Wesentlichen stimmen diese Ergebnisse allerdings mit den Resultaten für den Datensatz A überein. Daher wird auf eine detaillierte Darstellung der Resultate im Rahmen der vorliegenden Arbeit verzichtet.

[461] Vgl. hierzu die detaillierten Ausführungen in Kapitel 3.4.

[462] Vgl. dazu auch den Literaturüberblick zu Studien der Eigentümerstruktur in Deutschland in Tabelle 5 in Kapitel 6.5.1.

Zweitens erlaubt die Panelstruktur der Daten die Anwendung unterschiedlicher Schätzverfahren zur Analyse der Unternehmenspolitik. Als Grundmodell werden bezüglich aller Dimensionen der Unternehmenspolitik *pooled-OLS*-Verfahren angewendet. Hierbei wird folgendes Modell geschätzt:

$$(1)\ y_{it} = \alpha + \beta_1 \sum_{n=1}^{N} f_{it} + \beta_2 \sum_{n=1}^{N} x_{it} + \varepsilon_{it}$$

y_{it} bezeichnet dabei die abhängige Variable für das Unternehmen i zum Zeitpunkt t. Im Fall der vorliegenden Untersuchung handelt es sich um Variablen zur Approximation der jeweiligen finanzpolitischen Entscheidung, z.B. im Fall der Kapitalstrukturentscheidungen unterschiedliche Kennzahlen zur Messung der Fremdkapitalquote. f_{it} steht für die Variablen zur Messung des Familieneinflusses, z.B. die Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen die Definition der Familienunternehmen erfüllt und sonst den Wert 0 annimmt. x_{it} bezeichnet einen Vektor an Kontrollvariablen (wie etwa die Unternehmensgröße, das Unternehmensalter oder die Profitabilität). Die Indexierung mit i und t deutet an, dass sich innerhalb dieses Vektors sowohl Variation über die Unternehmen i als auch über die Zeit t hinweg ergibt. ε_{it} stellt schließlich den Fehlerterm dar.

Die Nutzung eines *pooled-OLS*-Verfahren unterstellt einen linearen Zusammenhang zwischen der abhängigen Variablen und den unabhängigen Regressoren. Das Schätzverfahren nutzt dabei die Variation in den Daten über die Beobachtungseinheiten (d.h. die Unternehmen) und die Zeit. Genauer gesagt stellt der OLS-Schätzer einen gewichteten Durchschnitt aus zwei anderen Schätzern dar, die ebenfalls – zumindest in den Analysen zu den Investitionen in Sachanlagen und zur Kapitalstruktur – zur Anwendung kommen: dem *within*-Schätzer (bzw. *firm-fixed-effects* Modell) und dem *between*-Schätzer.[463] Bei der Berechnung der Standardfehler wird sowohl die Zeitstruktur der Daten berücksichtigt als auch Heteroskedastizität.[464]

---

[463] Eine Alternative zur Schätzung eines *pooled-OLS*-Modells bietet die Schätzung eines *GLS*-Modells (*generalized least squares*) unter der Annahme von *random effects.* Ein solches Schätzverfahren unterstellt jedoch strengere Modellannahmen (eine lineare Funktion der bedingten Wahrscheinlichkeiten und Homoskedastizität) und führt lediglich zu moderaten Effizienzsteigerungen, vgl. Angrist und Pischke (2009), S. 120. Daher wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit die Schätzung von *pooled-OLS*-Modellen bevorzugt.

[464] Durch die Optionen „robust“ und „cluster“ in der Statistiksoftware STATA werden Standardfehler berechnet, die sowohl robust gegenüber Heteroskedastizität sind (vgl. White (1980)) als auch be-

In den Analysen mit dem vollständigen Datensatz A kommen darüber hinaus zwei weitere Schätzverfahren zum Einsatz. Zunächst wird ein *between*-Modell geschätzt. Hierbei handelt es sich um eine Regression, die lediglich die Durchschnittswerte aller Beobachtungen über die Zeit hinweg berücksichtigt, wie die Notation in Modell (2) zeigt:

$$(2)\ \bar{y}_i = \alpha + \beta_1 \sum_{n=1}^{N} \bar{f}_i + \beta_2 \sum_{n=1}^{N} \bar{x}_i + \bar{\varepsilon}_i$$

Das *between*-Modell nutzt daher ausschließlich die Querschnittsvariation der Durchschnittswerte aller Variablen über die Zeit.

Schließlich kommen weiterhin *firm-fixed-effects*-Modelle zum Einsatz. In einem *firm-fixed-effects*-Modell werden lediglich Abweichungen von den Mittelwerten und daher die Varianz über die Zeit hinweg berücksichtigt.

$$(3)\ y_{it} - \bar{y}_i = \alpha + \beta_1 \sum_{n=1}^{N} (f_{it} - \bar{f}_i) + \beta_2 \sum_{n=1}^{N} (x_{it} - \bar{x}_i) + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)$$

Der Einsatz von *firm-fixed-effects*-Modellen (*within*-Schätzer) bietet einen wesentlichen Vorteil. Dadurch kann das Problem ausgelassener Variablen zum Teil gelöst werden, zumindest kann man dadurch den Einfluss solcher unbeobachtbaren Variablen kontrollieren, die zeitkonstant sind.[465] Im Zusammenhang mit der Analyse börsennotierter Familienunternehmen ist der Koeffizient β_1 jedoch vorsichtig zu interpretieren, da gerade die Charakteristika der Familienunternehmen (wie etwa das Familieneigentum, die Beteiligung der Gründerfamilie an den Unternehmensorganen oder der Status als Familienunternehmen selbst) über die Zeit hinweg relativ konstant bleiben. Deshalb könnten die Ergebnisse der *firm-fixed-effects*-Modelle durch einige wenige Veränderungen der Familienunternehmenscharakteristika getrieben sein.[466]

---

rücksichtigen, dass in dem Paneldatensatz die Beobachtungen eines Unternehmens über die Zeit hinweg nicht statistisch unabhängig voneinander sind. Vgl. hierzu Petersen (2008). Zum Begriff der Heteroskedastizität vgl. außerdem z.B. Fahrmeier et al. (2001), S. 462 oder Wooldridge (2002), S. 57.

[465] Zum Problem ausgelassener Variablen, vgl. Wooldridge (2003), S. 89-95.

[466] Vgl. für eine ähnliche Beschreibung der Vorteile von *firm-fixed-effects*-Modellen im Zusammenhang zu Analysen mit der Eigentümerstruktur z.B. Himmelberg et al. (1999), S. 357-360. Die Nutzung dieser drei ökonometrischer Schätzverfahren lehnt sich methodisch an die Untersuchung der Kapitalstruktur durch Berger et al. (1997) an.

Drittens erlaubt das Design der empirischen Untersuchung als Längsschnittstudie zu identifizieren, unter welchen Bedingungen sich ein Unternehmen während der Untersuchungsperiode von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen entwickelt und welche Auswirkungen sich daraus ergeben. Dadurch können ökonometrische Verfahren (im Speziellen der Einsatz eines *propensity-score-based-matching*) verwendet werden, um ökonometrische Probleme (wie das mit der Eigentümerstruktur verbundene Endogenitätsproblem) zu reduzieren und kausale Effekte nachzuweisen. Auf die Herleitung kausaler Effekte durch ein *propensity-score-based-matching* wurde jedoch nur im Zusammenhang mit der Analyse der Kapitalstruktur zurückgegriffen. Dies hat folgende Gründe: Für die beiden Teilstichproben (d.h. Datensatz B und C) lassen sich aufgrund der geringeren Anzahl an Unternehmensjahren nicht genügend „Wechsler" von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen identifizieren, um eine aussagekräftige Analyse mit einer zahlenmäßig ausreichend großen Stichprobe durchzuführen. Bezüglich der Analyse der Investitionen in Sachanlagen lassen sich zwar aufgrund des verwendeten Datensatzes A genügend „Wechsler" identifizieren, allerdings sind gerade die Investitionsentscheidungen besonders zyklisch.[467] Aus diesem Grund ist es schwierig, Veränderungen in den Investitionsintensitäten kausal auf Veränderungen in der Eigentümer- und Organstruktur (bzw. den Wechsel von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen) zurückzuführen. Dieses Problem ergibt sich im Zusammenhang mit Kapitalstrukturentscheidungen nicht, da die Fremdkapitalquote weniger stark von Zyklen abhängt. Insofern ist die Nutzung eines *propensity-score-based-matchings* nur im Zusammenhang mit den Kapitalstrukturentscheidungen sinnvoll.

Viertens erlaubt die Panelstruktur der Daten im Gegensatz zu reinen Querschnittsbetrachtungen, einem Phänomen Rechnung zu tragen, dass einen großen Einfluss auf die Ergebnisse haben kann: Veränderungen in der Stichprobenzusammensetzung über die Zeit hinweg und Veränderungen im makroökonomischen Umfeld (bzw. *market-timing*-Aspekte). Schließlich haben bereits verschiedene Untersuchungen für die USA gezeigt, dass gerade Börsenneulinge in den letzten Jahren oft vollkommen andere Charakteristika aufweisen als etablierte Unternehmen.[468] Die Untersuchungsperiode der

[467] Vgl. hierzu auch den Literaturüberblick in Kapitel 4.2.2, insbesondere den dort erläuterten Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktienkurse und den Investitionen in Sachanlagen.

[468] Zum Beispiel zeigen Fama und French (2001), dass in den USA etablierte Unternehmen mit deutlich höherer Wahrscheinlichkeit Dividenden zahlen als Börsenneulinge. Vgl. Fama und French

vorliegenden Arbeit ist durch eine für Deutschland ungewöhnliche große Zahl an Börsengängen gekennzeichnet. So hat sich die Anzahl der im CDAX aufgeführten Nicht-Finanzunternehmen von 1995 mit 295 Unternehmen bis 2006 mit 655 Unternehmen mehr als verdoppelt. Aus diesem Grund ist es notwendig, Robustheitstests zur Veränderung der Stichprobenzusammensetzung durchzuführen. Dabei bietet es sich an, die gesamte Stichprobe in Unternehmen der *old economy* und *new economy* zu teilen und zu untersuchen, inwiefern Effekte in beiden Teilstichproben zu beobachten sind. Der relativ lange Untersuchungszeitraum von zwölf Jahren bietet darüber hinaus Gelegenheit, die Stichprobe in zwei sechsjährige Zeiträume (von 1995 bis 2001 und von 2002 bis 2006) zu teilen und dadurch zu prüfen, inwieweit beobachtete Effekte von dem makroökonomischen Umfeld oder *market-timing*-Aspekten abhängen.

Darüber hinaus wird eine Reihe anderer Robustheitstests (z.B. bezüglich alternativer Modellspezifikationen, nicht-linearer Größeneffekte oder Effekte durch *insider ownership* durchgeführt). Die Anzahl der durchgeführten Robustheitstests hängt dabei – wie Abbildung 12 verdeutlicht – wiederum mit der Stichprobengröße zusammen. Daher konnten für die Analysen mit dem vollständigen Datensatz A deutlich mehr Robustheitstests durchgeführt werden als für die beiden Teilstichproben mit Datensatz B und C. Das nachfolgende Kapitel beschreibt im Detail die Konstruktion des zugrunde liegenden Datensatzes, die verwendeten Datenquellen und die Definition der einzelnen Variablen.

6.2 Auswahl und Konstruktion der Stichprobe

Die vorliegende empirische Analyse betrachtet ausschließlich börsennotierte Unternehmen, da die Informationsbasis für Eigentümerstrukturen und Bilanzdaten aufgrund der umfangreichen Publizitätspflichten deutlich besser ist als für nicht börsennotierte Unternehmen. Außerdem ist die Ausprägung der beiden klassischen Prinzipal-Agenten-Konflikte[469] im Kontext börsennotierter Unternehmen von größerer Bedeutung als bei nicht börsennotierten Gesellschaften, welche häufig durch einen be-

(2001), S. 4 f. Zu einer allgemeinen Analyse der Charakteristika von Börsenneulingen vgl. die Arbeit von Fama und French (2004b).

[469] Vgl. zu einer ausführlichen Darstellung der beiden Prinzipal-Agenten-Konflikte Kapitel 3.2.

schränkten Gesellschafterkreis und eine Einheit von Eigentum und Unternehmensleitung gekennzeichnet sind.

Die Ausgangsstichprobe hat den Anspruch, eine Datengrundlage zu generieren, mit der man möglichst repräsentative Aussagen für den deutschen Kapitalmarkt ableiten kann. Eine Vollerhebung aller Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt ist jedoch aufgrund des erheblichen Datenerhebungsaufwands und der schlechten Datenqualität bei Unternehmen mit niedrigen Publizitätspflichten nicht sinnvoll. Daher wurde die Datengrundlage für die vorliegende empirische Analyse in mehreren Schritten konstruiert:

(1) Als grundsätzliche Datenbasis dienen alle börsennotierten Unternehmen, die mindestens in einem Jahr innerhalb des Untersuchungszeitraums von 1995 bis 2006 im breitesten deutschen Aktienindex, dem CDAX (*Composite Deutscher Aktienindex*) gelistet waren.[470] Der CDAX beinhaltet alle Aktien, welche in einem EU-regulierten Marktsegment (Amtlicher Markt) notiert sind.[471] Prinzipiell haben Unternehmen derzeit in Deutschland Zugang zu zwei unterschiedlichen Kapitalmarktsegmenten: Einem von der Europäischen Union regulierten Markt (EU-regulierter Markt) und einem börsenregulierten Markt (Freiverkehr). Innerhalb des EU-regulierten Markts kann ein Un-

[470] Der *Composite Deutsche Aktienindex (CDAX)* wurde am 22. April 1993 von der Deutschen Börse eingeführt.

[471] Die Marktstruktur der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) hat sich während des Untersuchungszeitraumes mehrfach verändert. Zu Beginn des Untersuchungszeitraumes bestand sie aus den drei Marktsegmenten Amtlicher Handel, Geregelter Markt und Freiverkehr. Mit dem Jahr 1997 wurde nach dem Vorbild der amerikanischen Technologiebörse NASDAQ zusätzlich ein Börsensegment für Wachstums- und Technologieunternehmen eingerichtet, der sog. Neue Markt. Im Juni 2003 wurde der Neue Markt jedoch nach einer Phase starker Kursverluste und zahlreicher Skandale von in diesem Marktsegment notierten Unternehmen (z.B. ComROAD AG oder EM.TV AG) wieder geschlossen. Im Zuge der Neusegmentierung wurden dann die beiden EU-regulierten Transparenzlevels General und Prime Standard von der Deutschen Börse im Jahr 2003 eingeführt. Rechtliche Grundlage hierfür war die EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG. Schließlich fusionierten im November 2007 der Amtliche Handel und der Geregelte Markt zum Amtlichen Markt und bilden seitdem das EU-regulierte Marktsegment. Unternehmen des weiterhin existierenden, von der Börse selbst regulierten, Freiverkehrs unterliegen dagegen geringeren Publizitätsanforderungen. Die dort notierten Aktien weisen eine deutlich geringere Liquidität auf. Daher wurden sie in dieser Untersuchung nicht berücksichtigt. Trotz der dargestellten Umstrukturierungen bezüglich der Marktsegmente hat der CDAX als breitester Aktienindex seit seiner Einführung im Jahr 1993 während der gesamten Untersuchungsperiode existiert und eignet sich daher als Ausgangspunkt für die Konstruktion des Datensatzes. Vgl. zur Entwicklung des Neuen Markts z.B. Kurth (2005), Kapitel 2; vgl. zu den Auswirkungen der EU-Prospektrichtlinie z.B. Kaserer und Lenz (2009), S. 82 f.; vgl. zur aktuellen Marktstruktur der Deutschen Börse z.B. Rudolph (2006), S. 282-285 oder Deutsche Börse Group (2009), S. 5.

ternehmen wiederum zwischen einer Notierung in zwei Transparenzstandards, dem General Standard und dem Prime Standard, wählen. Unternehmen mit einem Listing im General Standard müssen die von der Europäischen Union vorgeschriebenen gesetzlichen Transparenzregeln erfüllen, während Unternehmen im Prime Standard darüber hinausgehende Transparenzvorschriften beachten müssen.[472] Zur Identifikation der 893 Unternehmen, welche während der Untersuchungsperiode zumindest in einem Jahr im CDAX waren, dienen die jährlich von der Deutschen Börse veröffentlichen Indexzusammensetzungen.[473] Zunächst gibt Tabelle 2 eine Übersicht über die Indexzusammensetzung des CDAX während der Untersuchungsperiode.

Zu Beginn der Untersuchung, im Jahr 1995, waren 295 Unternehmen bzw. 347 Aktien im CDAX gelistet. 50 Unternehmen sind mit zwei Aktien im Index gelistet, ein Unternehmen (die Nordstern AG) sogar mit drei Aktien. 17 Unternehmen sind ausschließlich mit Vorzugsaktien im CDAX notiert. Während der Untersuchungsperiode hat sich die Anzahl der Unternehmen im Index stark erhöht. So sind 2006 insgesamt 655 Unternehmen bzw. 684 Aktien im CDAX gelistet. Hierbei fällt zunächst auf, dass sich die Anzahl der Unternehmen, die mit mehreren Aktien bzw. mit Vorzugsaktien gelistet sind, stark reduziert hat. So sind 2006 nur noch 29 Unternehmen mit mehreren Aktien im Index vertreten und lediglich 14 Unternehmen ausschließlich mit Vorzugsaktien aufgeführt. Diese Entwicklung wird durch eine Reihe von Faktoren getrieben: Unternehmen mit einer Aktiengattung erreichen eine höhere Liquidität, eine bessere Marktbewertung und letztlich auch eine bessere Wahrnehmung bei Investoren.[474]

---

[472] Unternehmen im General Standard müssen folgende Transparenzregeln beachten: Jahresabschluss und Zwischenberichte nach IFRS, Offenlegung von *directors' dealings*, Ad-hoc-Publizitätspflicht, Beachtung der gesetzlichen Meldeschwellen gemäß Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) oder die Beachtung verpflichtender Übernahmeangebote gemäß Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Unternehmen im Prime Standard müssen darüber hinaus z.B. Quartalsberichte in englischer Sprache publizieren, einen Unternehmenskalender führen und mindestens eine Analystenkonferenz im Jahr organisieren. Vgl. hierzu Deutsche Börse Group (2009), S. 6 f.

[473] Für eine zusammenfassende Übersicht über alle verwendeten Informationen, Variablen und Datenquellen, vgl. Abbildung 16 bzw. Tabelle 58 im Anhang.

[474] Vgl. hierzu z.B. Dittmann und Ulbricht (2008). Die Autoren zeigen, dass die freiwillige Zusammenführung von Stamm- und Vorzugsaktien in Deutschland bei 32 Unternehmen in den 1990er Jahren zu positiven Ankündigungseffekten (in Höhe von 3% bei den Stammaktien und 10% bei den Vorzugsaktien) geführt hat. Darüber hinaus hat die Marktkapitalisierung dieser Unternehmen durch die Zusammenführung der beiden Aktiengattungen durchschnittlich um 4% zugenommen. Die Zusammenführung geht außerdem mit deutlichen Veränderungen in der Corporate Governance der 32 Unternehmen einher. Vgl. Dittmann und Ulbricht (2008), S. 164.

Tabelle 2: Zusammensetzung des CDAX 1995 bis 2006
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle gibt einen Überblick über die vollständige Zusammensetzung des CDAX von 1995 bis 2006 unter Berücksichtigung von Finanzunternehmen und Nicht-Finanzunternehmen. Neben dem jeweiligen Jahr sind die Anzahl der CDAX-Unternehmen, die Anzahl an Unternehmen mit mehreren Aktiengattungen, die Gesamtanzahl der im CDAX gelisteten Aktien sowie die Anzahl der Stamm- und Vorzugsaktien dargestellt.

Jahr	CDAX-Unternehmen	CDAX-Unternehmen mit mehreren Listings	Gesamtanzahl an Aktien	Stammaktien	Vorzugsaktien
1995	295	51	347	283	64
1996	301	53	356	290	66
1997	306	48	354	291	63
1998	460	60	520	433	87
1999	613	57	670	585	85
2000	740	50	790	717	73
2001	746	44	790	727	63
2002	711	40	751	692	59
2003	682	37	719	663	56
2004	658	34	692	640	52
2005	648	30	678	632	46
2006	655	29	684	641	43

Die erhebliche Zunahme an CDAX-Unternehmen im Zeitablauf hängt vor allem mit der Vielzahl an Börsengängen in den Jahren 1998 bis 2000 zusammen, die überwiegend im Neuen Markt stattgefunden haben. Abbildung 13 verdeutlicht diese Entwicklung, indem sie die Anzahl der Börsengänge im Regulierten Markt zwischen 1995 und 2006 graphisch darstellt. Von den insgesamt 506 Börsengängen in diesem Zwölf-Jahres-Intervall haben allein 360 (d.h. rund 71%) in den Jahren 1998 bis 2000 stattgefunden. Dabei entfielen 267 Börsengänge in diesen drei Jahren (74%) auf den Neuen Markt.

Neben Zugängen durch Börsengänge oder Indexwechseln kann es jedoch auch zu Abgängen aus dem CDAX, unter anderem in Form von Insolvenzen, Indexwechseln oder Delistings, kommen. Hier hat die in Kapitel 3.4 bereits angesprochene Einführung der Squeeze-Out-Regelung in 2002 dazu geführt, dass Mehrheitsaktionäre mit mindestens 95% Eigentumsanteilen die verbliebenen Minderheitsaktionäre aufgrund einer gesetzlichen Basis abfinden und das Unternehmen von der Börse nehmen konnten. Insofern hat sich infolge dieser neuen rechtlichen Lage eine Welle an Delistings ergeben, welche die Zusammensetzung der Ausgangsstichprobe ebenfalls maßgeblich beeinflusst

hat. Insgesamt geben die Abbildungen 14 und 15 einen Überblick über die Veränderung der CDAX-Zusammensetzung unter Angabe der jeweiligen Gründe.

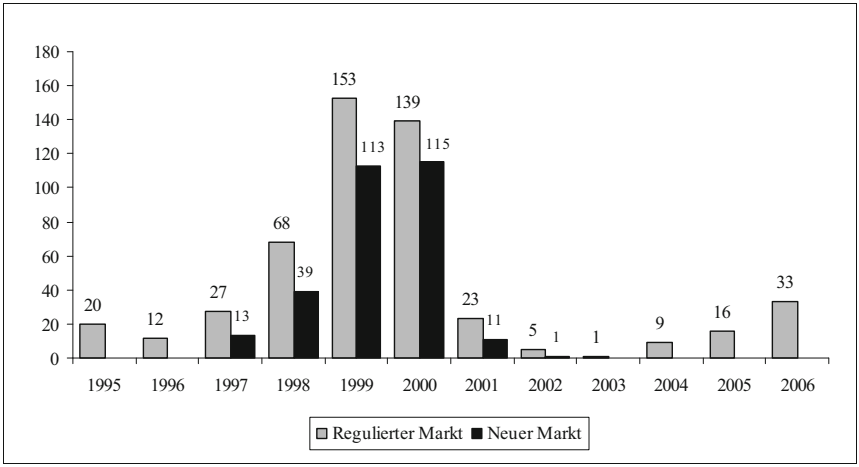


Abbildung 13: Anzahl der Börsengänge in Deutschland 1995 bis 2006
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des DAI-Factbook 2009

Abbildung 14 zeigt zunächst die Gründe für die Zugänge. In 83% aller Fälle handelt es sich um Börsengänge, bei 6% um Segmentwechsel (vom Freiverkehr in ein reguliertes Marktsegment), in 4% um die Aufnahme einer zweiten Aktiengattung zum Handel und in rund 1% um die Übernahme eines Börsenmantels. In rund 6% der Fälle konnten die Gründe für den Zugang zum CDAX trotz einer intensiven Recherche im DAI-Factbook, in Ad-hoc-Mitteilungen und in der Tagespresse nicht identifiziert werden.

Tabelle 3 zeigt dabei ein noch detaillierteres Bild: Hier ist unter Berücksichtigung der Gründe dargestellt, wie sich die Zugänge auf die einzelnen Jahre verteilen. Die Mehrheit der Börsengänge entfällt auf die Jahre 1998 bis 2000, in denen der Primärmarkt aufgrund der Boomphase des Neuen Markts besonders aufnahmefähig war. Dagegen haben in den Jahren 2002 bis 2004 kaum Börsengänge stattgefunden, bevor sich das Börsenklima und damit die IPO-Aktivität in den Jahren 2005 und 2006 wieder etwas erholt haben.[475]

[475] Bezüglich der Anzahl der Börsengänge ergeben sich (vor allem im Jahr 1998) Differenzen zwischen Abbildung 13 und Tabelle 3. Dies kann ggf. damit zusammenhängen, dass der Begriff des „öffentlichen Angebots“ vor der Einführung der EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG nicht eindeutig

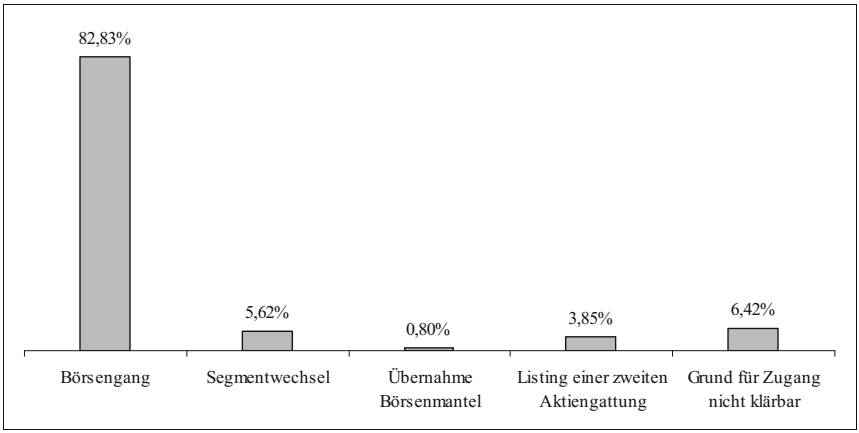


Abbildung 14: Gründe für Zugänge zum CDAX 1995 bis 2006
Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 3: Zugänge zum CDAX 1995 bis 2006
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Gründe für die Zugänge in den CDAX von 1995 bis 2006 auf einer jährlichen Basis.

Jahr	Börsengang	Segmentwechsel	Übernahme Börsenmantel	Listing 2. Aktiengattung	Grund nicht klärbar
1996	17	5	0	3	1
1997	11	0	0	0	4
1998	116	13	4	22	20
1999	151	0	1	1	8
2000	140	2	0	1	3
2001	23	2	0	0	1
2002	3	0	0	0	6
2003	0	3	1	0	0
2004	7	2	0	0	0
2005	17	4	1	0	0
2006	33	5	0	0	1

Abbildung 15 zeigt dagegen die Gründe für die Abgänge aus dem CDAX in den Jahren 1995 bis 2006. In 32% der Fälle hat ein Squeeze-Out zum Austritt aus dem CDAX

definiert war. Dies führt zu Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen IPOs und Privatplatzierungen, die eine einheitliche Erhebung der Primärmarktaktivitäten erschweren. Bezüglich der eigenen Darstellung besteht eine Schwierigkeit darin, dass man bei der Recherche historischer Daten im Nachhinein nicht immer sauber zwischen einer Neuemission und einer Privatplatzierung mit Notierungsaufnahme unterscheiden kann. Vgl. zu der Problematik auch Kaserer und Lenz (2009), S. 82 bzw. Kaserer und Schiereck (2008), S. 12-20.

geführt, in 23% eine Fusion mit einem anderen Unternehmen, in 9% eine Insolvenz und in 4% ein Segmentwechsel (von einem regulierten Marktsegment in den Freiverkehr) stattgefunden. In 4% der Fälle wurden Vorzugsaktien vom Kapitalmarkt genommen und in 3% fand ein Rechtsformwechsel von der AG zur GmbH (verbunden mit einem Börsenrückzug) statt. In rund 15% der Fälle konnte der Grund für den Austritt aus dem CDAX trotz einer intensiven Recherche in Ad-hoc-Mitteilungen, Geschäftsberichten und in der Tagespresse nicht identifiziert werden. Tabelle 4 gibt analog einen Überblick über die Abgänge aus dem CDAX per annum und deren Gründe. Hierbei zeigt sich, dass die Anzahl der Squeeze-Outs vor allem nach der Einführung der einschlägigen gesetzlichen Regelung in 2002 stark zugenommen hat.

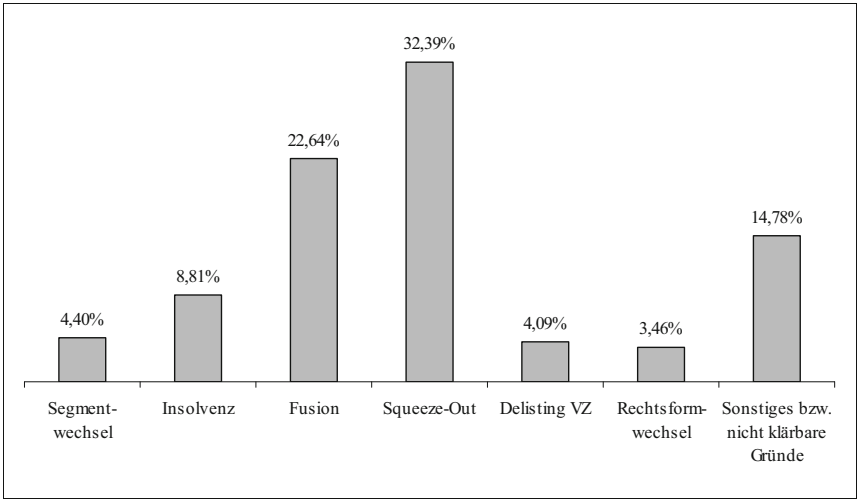


Abbildung 15: Gründe für Abgänge aus dem CDAX 1995 bis 2006
Quelle: Eigene Darstellung

(2) Finanzintermediäre unterscheiden sich aufgrund ihrer starken Regulierung und unterschiedlichen Bilanzstruktur stark von Nicht-Finanzunternehmen. Daher werden in einem zweiten Schritt alle Banken, Versicherungen und sonstigen Finanzdienstleistungsunternehmen anhand der Branchenklassifizierung aus dem Datensatz ausgeschlossen. Konkret werden alle CDAX-Unternehmen nicht in der Untersuchung berücksichtigt, deren Hauptbranche (*primary SIC-Code*) in die *SIC-Division H: Finance, Insurance and Real Estate* mit den *SIC-Codes* 60 bis 65 und 67 fällt. Dies entspricht

der üblichen Vorgehensweise zahlreicher internationaler Studien und gewährleistet eine gute Vergleichbarkeit gegenüber Studien in anderen Ländern.

Tabelle 4: Abgänge aus dem CDAX 1995 bis 2006
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Gründe für die Abgänge aus dem CDAX von 1995 bis 2006 auf einer jährlichen Basis.

Jahr	Segment-wechsel	Insolvenz	Fusion	Squeeze-Out	Delisting VZ	Rechtsform-wechsel	Sonstiges, Grund nicht klärbar
1996	0	0	11	1	4	0	1
1997	0	1	5	0	0	2	9
1998	0	1	3	1	0	1	3
1999	0	0	2	1	0	1	7
2000	5	0	11	4	1	1	4
2001	0	1	7	4	8	4	2
2002	0	0	9	24	0	1	14
2003	0	1	11	18	0	0	6
2004	2	9	2	18	0	1	4
2005	3	6	2	22	0	0	3
2006	4	9	9	10	0	0	1

(3) Zur Definition von Familienunternehmen sind vollständige Informationen zu Unternehmensgründern, Eigentümerstruktur, Vorstands- und Aufsichtsratszusammensetzung Vorraussetzung. Insofern sind nur solche Unternehmensjahre in die Untersuchung eingegangen, in denen diese Informationen vollständig verfügbar sind.[476]

(4) Letztlich sind nur solche Unternehmen berücksichtigt worden, deren Stammaktien im CDAX gelistet sind. Es gibt zwar eine Reihe von Unternehmen, die nur mit ihren Vorzugsaktien im CDAX gelistet sind und deren Stammaktien nicht börsennotiert sind. Solche Unternehmen haben in der Regel einen hohen Streubesitz bei den gelisteten, nicht stimmberechtigten Vorzugsaktien und gleichzeitig eine sehr hohe Eigentümerkonzentration bezüglich der nicht börsennotierten Stammaktien. Daher sind sie jedoch nicht unbedingt repräsentativ für die Mehrheit der börsennotierten deutschen Unternehmen. Letztlich werden sie daher von der vorliegenden Untersuchung ausgeschlossen.

Insgesamt besteht die Stichprobe aus 660 Unternehmen und 5.135 Unternehmensjahrbeobachtungen für die Jahre 1995 bis 2006. Damit ist die dieser Arbeit zugrunde lie-

[476] In die Regressionsanalysen können schließlich nur solche Beobachtungen eingehen, für die auch vollständige Bilanz- und Kapitalmarktdaten vorliegen.

gende Stichprobe deutlich umfangreicher als bisherige empirische Untersuchungen zu börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland. Beispielsweise untersuchen Ehrhardt und Nowak (2003) in ihrer Studie zu privaten Kontrollrenditen in deutschen Familienunternehmen insgesamt 106 Familienunternehmen über einen Zeitraum von 1970 bis 1994. Dabei erfassen die Autoren die Eigentümer- und Organstruktur der Familienunternehmen alle vier Jahre.[477] Jaskiewicz (2004) analysiert in seiner Dissertation zur Unternehmensperformance in börsennotierten Familienunternehmen einen Querschnitt von 293 deutschen Unternehmen im Jahr 2003.[478] Andres (2008a, 2008b) legt seinen Untersuchungen eine Stichprobe von rund 300 Unternehmen (rund 1.700 Unternehmensjahrbeobachtungen) für die Jahre 1997 bis 2004 zugrunde,[479] während Leiber (2008) in ihrer Dissertation zur Unternehmensperformance in privaten und börsennotierten deutschen Familienunternehmen eine Stichprobe von 334 Unternehmen im Jahr 1999 und 558 Unternehmen im Jahr 2004 betrachtet.[480] Im Unterschied zu vorausgegangenen Untersuchungen liegt der eigenen Untersuchung also eine sehr umfangreiche Stichprobe aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX über einen Zwölf-Jahres-Zeitraum von 1995 bis 2006 zugrunde.[481]

---

[477] Vgl. Ehrhardt und Nowak (2003), S. 368-371.

[478] Vgl. Jaskiewicz (2006), S. 141-143.

[479] In Andres (2008a) besteht die Stichprobe aus 264 Unternehmen (1.732 Unternehmensjahrbeobachtungen) für die Jahre 1997 bis 2004. Dagegen besteht die Stichprobe in Andres (2008b) aus 275 Unternehmen (1.701 Unternehmensjahrbeobachtungen) für die Jahre 1998 bis 2004. Vgl. Andres (2008a), S. 5 bzw. Andres (2008b), S. 435.

[480] Vgl. Leiber (2008), S. 129.

[481] Eine ähnlich große Stichprobe liegt der Untersuchung von Achleitner et al. (2009b) zugrunde. Die Autoren analysieren das Vorkommen und die Performance börsennotierter Familienunternehmen auf Basis einer Stichprobe von 5.175 Unternehmensjahren (bzw. 668 Nicht-Finanzunternehmen im CDAX) während des Zeitraums 1998 bis 2008. Dabei berücksichtigen Achleitner et al. (2009b) nur solche Unternehmensjahre, in denen das Unternehmen tatsächlich im jeweiligen Jahr im CDAX ist. Dagegen wird ein Unternehmen im Rahmen der eigenen Untersuchung für die Stichprobe berücksichtigt, sobald es mindestens ein Jahr zwischen 1995 und 2006 dem CDAX angehört hat. Daher können sich – trotz gleicher Definition börsennotierter Familienunternehmen – in den einzelnen Jahren leichte Unterschiede bezüglich der identifizierten Anzahl an Stichproben-Unternehmen und Familienunternehmen ergeben. Vgl. Achleitner et al. (2009b), S. 28-30.

6.3 Daten und Datenquellen

6.3.1 Daten zu Unternehmensgründern

Für die 660 Nicht-Finanzunternehmen in der Stichprobe wurden zunächst die Unternehmenshistorie und die Namen aller Unternehmensgründer recherchiert. Als primäre Datenquelle dienten hierbei die Ausführungen zur Unternehmensgeschichte im Hoovers Online Unternehmensregister. Sofern über Hoovers Online Unternehmensregister keine Informationen zu den Unternehmensgründern vorhanden waren, wurden die Namen der Unternehmensgründer in Wertpapieremissionsprospekten, Geschäftsberichten, über Presserecherche in LexisNexis und Factiva sowie durch Internetrecherche auf den Webseiten der Unternehmen erhoben. Dabei kann es durchaus sein, dass ein Unternehmen durch mehrere Gründer ins Leben gerufen wurde (z.B. im Fall der SAP AG). Im Prinzip wurde immer auf die ursprüngliche Unternehmensgründung abgestellt, wobei im Fall von Management Buyouts als auch Konzernabspaltungen (wie z.B. im Fall der Infineon Technologies AG oder Debitel AG) nicht der Gründer des ursprünglichen Unternehmens übernommen wurde. Vielmehr werden beide Vorgänge – genau wie die Fälle ehemaliger Staatsunternehmen (z.B. Deutsche Post AG, TUI AG oder Fraport AG) oder Genossenschaftsunternehmen (wie z.B. die Südzucker AG) – als Gründungen ohne einen individuellen Unternehmensgründer behandelt.

6.3.2 Daten zur Eigentümer- und Organstruktur

Für die 660 Nicht-Finanzunternehmen im Datensatz wurden vollständige Eigentümer- und Organstrukturen per Hand erhoben. Als primäre Datenquelle diente dabei der Hoppenstedt Aktienführer.[482] Zur Plausibilisierung der Eigentümer- und Organdaten wurden jedoch weiterhin ebenfalls folgende Datenquellen verwendet: (i) Commerzbank's Datenbank Wer gehört zu wem?, (ii) Bureau van Dijk's Datenbank Amadeus, (iii) die Director Dealings' Datenbank der BaFin, (iv) Geschäftsberichte und (v) Internetrecherche. Dabei wurden im Fall mehrerer Aktiengattungen die Eigentumsverhält-

[482] Für die Jahre 1995 bis 1997 wurden die Eigentümerdaten aus dem einmal jährlich in Buchform publizierten Hoppenstedt Aktienführer erhoben. Für die Jahre 1998 bis 2006 wurden die Eigentümerdaten der CD-Rom Version entnommen, welche zweimal jährlich veröffentlicht wird. Hierbei wurde jeweils auf die erste Version des Folgejahres rekurriert (z.B. Hoppenstedt Aktienführer I-2007 zur Erhebung der Eigentümerdaten für 2006), so dass sich die Angaben zur Eigentümerstruktur grundsätzlich auf das Jahresende beziehen.

nisse für Stamm- und Vorzugsaktien erhoben, unabhängig davon, ob die jeweilige Gattung an der Börse notiert ist oder nicht. Dieses Vorgehen und die Erhebung des buchhalterischen Verhältnisses von Stamm- zu Vorzugskapital erlaubt eine konsistente Berechnung von Stimmrechten (*voting rights*) und Vermögensrechten (*Cash-Flow-rights*).[483]

Datentyp	Datenquellen
Informationen zur Stichprobenzusammensetzung (inklusive Gründe für die Veränderung der Stichprobenzusammensetzung)	CDAX Weighting Files der Deutschen Börse, DAI Factbook, Presserecherche in LexisNexis und Factiva, Recherche in Geschäftsberichten, Internetrecherche
Informationen zu den Unternehmensgründern	Hoovers Online Unternehmensregister, Presserecherche in LexisNexis und Factiva, Recherche in Wertpapieremissionsprospekten und Geschäftsberichten, Internetrecherche
Informationen zur Eigentümer- und Organstruktur	Hoppenstedt Aktienführer, Commerzbank „Wer gehört zu wem“, Bureau van Dijk Amadeus-Datenbank, BaFin Directors‘ Dealings Datenbank, Recherche in Geschäftsberichten, Internetrecherche
Informationen zu den Bilanzdaten	Thomson Financials Worldscope Datenbank, ggf. Ergänzung anhand von Geschäftberichten
Informationen zu den Kapitalmarktdaten	Thomson Financials Datastream Datenbank

Abbildung 16: Übersicht über verwendete Datentypen und Datenquellen
Quelle: Eigene Darstellung

[483] Im Prinzip wäre es sinnvoller, das Verhältnis von Stamm- zu Vorzugskapital in Marktwerten und nicht in Buchwerten zu messen. Allerdings waren hierzu keine historischen Informationen zum Marktwert des Vorzugskapitals vorhanden, so dass zur Berechnung der Vermögensrechte (*Cash-Flow-rights*) auf die Buchwertrelation abgestellt wurde.

6.3.3 Jahresabschluss- und Kapitalmarktdaten

Sowohl die abhängigen Variablen als auch die Kontrollvariablen basieren überwiegend auf Jahresabschlussdaten (d.h. auf Daten aus der Bilanz bzw. der Gewinn- und Verlustrechnung der Nicht-Finanzunternehmen in der Stichprobe). Diese wurden in einem ersten Schritt der Worldscope-Datenbank (Jahresabschlussdaten) bzw. der Datastream-Datenbank (Kapitalmarktdaten) entnommen. Anschließend wurden die extrahierten Daten jedoch stichprobenartig überprüft (vor allem sofern ein Unternehmenszusammenschluss innerhalb der Untersuchungsperiode stattgefunden hat) und ggf. mit manuell aus dem Jahresabschluss entnommenen Informationen (z.B. bezüglich der Angaben zum Rechnungslegungsstandard) ergänzt. Abbildung 16 gibt einen Überblick über alle verwendeten Datenquellen.

6.4 Definition von Variablen

6.4.1 Eigentümer- und Organstruktur

Im Hinblick auf die deskriptive Analyse der Eigentümerstruktur ist es sinnvoll, die Identität der wesentlichen Eigentümer zu identifizieren und Informationen zur Eigentümerkonzentration zu erheben.[484] Im Hinblick auf die Organstruktur sind Informationen über die Größe der Organe, die Präsenz der Gründerfamilie bzw. der Unternehmensinsider in den Organen und Angaben zur Ausgestaltung der gesetzlichen Mitbestimmung im Aufsichtsrat von Bedeutung.

Konkret wurden zur Identität der Eigentümer die folgenden Variablen erhoben:

- Eigentumsanteile von Vorständen, Aufsichtsratsmitgliedern und Unternehmensgründern wurden so erfasst, dass sowohl der kumulierte Anteil aller Unternehmensinsider (*insider ownership*), d.h. die Eigentumsanteile der Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder als auch der kumulierte Anteil aller Unternehmensgründer (*founding family ownership*) berechnet werden kann. Hierbei sind die beiden Konzepte nicht überschneidungsfrei.[485]

---

[484] Vgl. Köke (2001), S. 259-266.

[485] Eine genaue Abgrenzung der beiden Konzepte ist in Kapitel 2 zu finden.

- Eigentumsanteile von strategischen Investoren, d.h. Nicht-Finanzunternehmen mit einem strategischen Interesse.[486]
- Eigentumsanteile von unterschiedlichen institutionellen Investoren mit finanziellem Interesse: Banken (Universalbanken sowie Kredit- und Investmentbanken, die Anteile auf eigene Rechnung halten), Versicherungen, Beteiligungsgesellschaften (Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften)[487], Investmentfonds (d.h. Anteile von inländischen Kapitalanlagegesellschaften, wie z.B. DekaBank, Cominvest oder DWS, und ausländischen Investmentgesellschaften, wie z.B. Fidelity Investments), Pensionsfonds (wie z.B. California Public Employees' Retirement System, kurz CalPers), Hedge Fonds[488] und Stiftungen.
- Eigentumsanteile des Staats (hierbei wurden sowohl Eigentumsanteile von Bund, Ländern und Kommunen berücksichtigt) oder staatlichen Unternehmen

---

[486] Nicht-Finanzunternehmen verfolgen in der Regel ein strategisches Interesse mit ihrer Beteiligung an anderen Unternehmen und werden daher häufig als strategische Investoren bezeichnet. Davon abgrenzen lassen sich Finanzinvestoren, also institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds etc.), deren Kaufentscheidung lediglich durch finanzielle Interessen motiviert ist. Vgl. Achleitner (2002), S. 142-145 bzw. Kaserer et al. (2007), S. 13.

[487] Die Begriffe Venture Capital und Private Equity werden international unterschiedlich verwendet. Während in Deutschland und einigen anderen europäischen Ländern die Begriffe Venture Capital, Private Equity und Beteiligungskapital synonym verwendet werden, wird in den USA zwischen Private Equity i.w.S. als Obergriff mit den beiden Subkategorien Venture Capital und Private Equity i.e.S. unterschieden. Hierbei bezeichnet der Begriff Venture Capital Investition in junge und stark wachsende Unternehmen (Frühphasenfinanzierung) und Private Equity i.e.S. Investitionen in bereits etablierte Unternehmen (Spätphasenfinanzierung). Obwohl man unter Investitionen in Private Equity i.w.S. in Abgrenzung zu Investitionen in Public Equity wirtschaftlich den Erwerb von Eigenkapitaltiteln oder eigenkapitalähnlichen Finanztiteln an nicht börsennotierten Unternehmen versteht, halten Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften häufig auch Anteile an börsennotierten Unternehmen, z.B. in Folge eines erfolgreichen Börsengangs eines Portfoliounternehmens (Venture Capital oder Private Equity i.e.S.) oder in Vorbereitung einer Going-Private-Transaktion (Private Equity i.e.S.). Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wurde jedoch nicht trennscharf zwischen Venture Capital und Private Equity i.e.S. differenziert, sondern Beteiligungsgesellschaften wurden allgemein als eine Aktionärskategorie bezeichnet. Vgl. zur definitorischen Abgrenzung von Private Equity Kaserer et al. (2007), S. 13-15.

[488] Obwohl der Gesetzgeber mit dem Investmentmodernisierungsgesetz (InvModG) zum 01.01.2004 erstmals rechtliche Rahmenbedingungen für Hedge Fonds in Deutschland geschaffen hat, gibt es für diese Form der institutionellen Investoren keine Legaldefinition. Gemäß einer wirtschaftlichen Sichtweise lassen sie sich als kurzfristig orientierte Investoren abgrenzen, die das eingesammelte Kapital überwiegend in liquide Finanztitel an organisierten Kapitalmärkten anlegen. Dabei verfolgen sie unterschiedliche sog. Absolute-Return-Strategien, d.h. Anlagestrategien, die von der Marktentwicklung unabhängig sind. Vgl. hierzu Kaserer et al. (2007), S. 13 und S. 162-165 sowie als weiterführende Literatur Deutsche Bundesbank (1999), Grünbichler et al. (2003), Wallach (2004), Spindler und Bednarz (2006a und 2006b).

(wie öffentlich-rechtlichen Banken, z.B. Landesbanken, Sparkassen oder der Kreditanstalt für Wiederaufbau).

- Eigene Anteile wurden als Eigentumskategorie erfasst, um eine vollständige Darstellung der Aktionärsstruktur zu ermöglichen, obwohl sie keine eigene Aktionärsgruppe im herkömmlichen Sinn darstellen. Der Charakter eigener Anteile unterscheidet sich von anderen Eigentumsanteilen dadurch, dass gemäß § 71b Aktiengesetz mit eigenen Anteilen keine Stimm- und Vermögensrechte verbunden sind. Weiterhin dürfen gemäß § 71 Aktiengesetz eigene Anteile nur unter bestimmten Voraussetzungen erworben werden und sind in ihrer maximalen Höhe auf zehn Prozent des Grundkapitals beschränkt.

Darüber hinaus wurde für jedes Nicht-Finanzunternehmen in der Stichprobe der Streubesitz erfasst.

Eigentumsanteile von Unternehmensgründern sowie Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern werden in der Mehrheit aller Fälle als Anteile von Privatpersonen ausgewiesen. Sie können daher in der Regel als direkte Eigentumsanteile (*direct ownership*) identifiziert werden. Deshalb ist es für die Identifikation von *founding family ownership* (und *insider ownership*) nicht unbedingt erforderlich, auf das Konzept des *ultimate ownership* zu rekurrieren. Bei der Datenerhebung wurden jedoch folgende Ausnahmen berücksichtigt:

- Im Hoppenstedt Aktienführer sind häufig Eigentümerketten angegeben. Im Fall einer solchen Angabe wurden in der Regel die letztgenannten Eigentümer innerhalb der Kette für die Klassifizierung berücksichtigt. Allerdings bestehen folgende Ausnahmen: Eigentumsanteile öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute wurden nicht als „BANK“, sondern als „STAAT“ klassifiziert. Eigentumsanteile von deutschen Kapitalanlagegesellschaften (z.B. DekaBank, Activest, Cominvest oder DWS), welche in vielen Fällen zu 100% Tochterunternehmen deutscher Banken sind, wurden als „institutionelle Investoren“ und nicht als „Banken“ klassifiziert. Dies ergibt sich daraus, dass Kapitalanlagegesellschaften das verwaltete Kapital gemäß § 30 InvG in einem Sondervermögen getrennt vom eigenen Vermögen zu verwalten und treuhänderisch anzulegen haben. Weiterhin darf die Kapitalanlagegesellschaft gemäß § 32 InvG die Stimmrechte aus Aktienanteilen nicht im Sinn des Mutterunternehmens wahrnehmen.

- Eigentumsanteile von Privatpersonen (unter anderem auch von Unternehmensgründern sowie Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern), welche über ein Investmentvehikel oder eine juristische Person gehalten werden, wurden den jeweiligen Privatpersonen zugerechnet.
- Halten Kapitalgesellschaften mit strategischem Interesse mindestens 50% am Stamm- oder Vorzugskapitel des börsennotierten Unternehmens (d.h. existieren strategische Investoren mit einer Mehrheitsbeteiligung), wurde die Eigentümerstruktur der strategischen Investoren bis zum *ultimate owner* recherchiert. Ist der *ultimate owner* der Kapitalgesellschaft eine Privatperson, wurden die Anteile der Kapitalgesellschaft der Privatperson zugeordnet.

Neben der Eigentümerkategorie wurden unterschiedliche, in der Literatur übliche Maße für die Eigentümerkonzentration berechnet:

- Zunächst wurden die Eigentumsanteile des größten Aktionärs (C1) bzw. der drei größten Aktionäre (C3) als Konzentrationsmaße verwendet.
- Eine weitere Kennzahl zur Eigentümerkonzentration ist die Anzahl der Aktionäre mit Eigentumsanteilen in Höhe von mindestens fünf Prozent (*blockholder* oder Paketaktionäre). Hierbei ist c.p. davon auszugehen, dass eine geringere Anzahl an solchen *blockholdern* für eine höhere Konzentration der Eigentümerstruktur spricht. Die Grenze von fünf Prozent ergibt sich aus zwei Gründen: Zum einen ist während des untersuchten Zeitraums gemäß § 21 WpHG für alle Aktionäre die Meldung aller Stimmrechtsanteile ab der Meldeschwelle von fünf Prozent sowohl an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht als auch an das börsennotierte Unternehmen selbst verpflichtend. Zum anderen ist gemäß § 122 I AktG eine Hauptversammlung einzuberufen, wenn Aktionäre, deren Anteile zusammen mindestens fünf Prozent des Grundkapitals darstellen, einen schriftlichen Antrag zur Einberufung einer Hauptversammlung inklusive einer Begründung stellen. Insofern handelt es sich bei Stimmrechtsanteilen in Höhe von fünf Prozent um eine erste kritische Eigentumsschwelle, sowohl für die Meldepflicht von Stimmrechtsanteilen gemäß WpHG als auch für das im Aktiengesetz kodifizierte Recht zur Einberufung einer Hauptversammlung.

Kontroll- bzw. Meldegrenze	Rechtliche Bedeutung
5 % des stimmberechtigten Grundkapitals	• Erste Meldeschwelle nach § 21WpHG (alte Regelung) • Recht zur Einberufung von Hauptversammlungen nach § 122 I AktG
25 % des stimmberechtigten Grundkapitals	• Sperrminorität • Möglichkeit, bestimmte Entscheidungen zu beeinflussen, die einer qualifizierten Mehrheit bedürfen, z.B. außerordentliche Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds (§ 103 AktG), Satzungsänderungen (§ 179 AktG), Kapitalerhöhungen (§§ 182, 193 AktG), Auflösung der Gesellschaft (§ 262 AktG)
50 % des stimmberechtigten Grundkapitals	• Einfache Mehrheit • Möglichkeit zur Bestimmung aller Entscheidungen, die einer einfachen Mehrheit bedürfen
75 % des stimmberechtigten Grundkapitals	• Qualifizierte Mehrheit • Umfassende Möglichkeit zur Beeinflussung von wichtigen Entscheidungen

Abbildung 17: Bedeutende Kontrollschwellen in Deutschland
Quelle: Eigene Darstellung

- Weiterhin wurde erhoben, ob ein Aktionär existiert, der entweder eine Sperrminorität in Höhe von mindestens 25% des stimmberechtigten Grundkapitals, eine einfache Mehrheit der Stimmrechte in Höhe von mindestens 50% des stimmberechtigten Grundkapitals oder eine qualifizierte Mehrheit in Höhe von mindestens 75 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals hält. Grundsätzlich bedürfen Beschlüsse der Hauptversammlung gemäß § 133 AktG einer einfachen Mehrheit. Es gibt jedoch einige Ausnahmen, d.h. bestimmte Entscheidungen, die eine qualifizierte Mehrheit von mindestens 75 Prozent erfordern, z.B. die außerordentliche Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds (§ 103 AktG), Satzungsänderungen (§ 179 AktG), Kapitalerhöhungen (§§ 182, 193 AktG) oder die Auflösung der Gesellschaft (§ 262 AktG). Insofern stellen Stimmrechtsanteile in Höhe von 5%, 25%, 50% und 75% des Grundkapitals wichtige Kon-

trollgrenzen dar. Dies verdeutlicht zusammenfassend auch noch einmal Abbildung 17.

- Schließlich wurde anhand aller Eigentumsanteile von mindestens fünf Prozent ein Herfindahl-Index aller Eigentumsanteile berechnet. Der Herfindahl-Index berechnet sich als Summe aller quadrierten Eigentumsanteile. Sofern ein Unternehmen n Aktionäre mit Eigentumsanteilen x hat, berechnet sich der Herfindahl-Index der Eigentumsanteile wie folgt: $H(x) = \sum_{n=1}^{N} x^2$. Er nimmt Werte zwischen 0 und 1 an, wobei ein höherer Herfindahl-Index dabei eine höhere Eigentümerkonzentration indiziert.

Neben den Eigentümerstrukturen wurden Angaben zur Zusammensetzung der Unternehmensorgane erhoben. Grundsätzlich gibt es während der vorliegenden Untersuchungsperiode in einer Aktiengesellschaft folgende drei Organe: Hauptversammlung, Vorstand und Aufsichtsrat.[489]

Zu den Organstrukturen wurden folgende Informationen erhoben[490]:

- Zunächst wurden Angaben zur Größe von Vorstand und Aufsichtsrat erhoben.
- Weiterhin wurde die Anzahl der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder erhoben, welche am Unternehmen beteiligt sind. Für diese Kategorisierung wurden auch Eigentumsanteile berücksichtigt, die von Familienmitgliedern der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder gehalten werden.
- Aufgrund der Kenntnis der Unternehmensgründer wurden Informationen dazu gesammelt, ob Mitglieder der Gründerfamilie im Vorstand oder im Aufsichtsrat vertreten sind.

[489] Das deutsche Corporate-Governance-System war bis vor kurzem ausschließlich in einem zweistufigen Führungssystem, bestehend aus Vorstand und Aufsichtsrat, organisiert (*two-tier* Corporate-Governance-Struktur). Seit kurzem besteht im Rahmen der sog. Societas Europae unter bestimmten Voraussetzungen auch die Möglichkeit, ein monistisches Führungssystem einzurichten. Vgl. Kapitel 3.4.

[490] Zu den Funktionen der drei Organe einer Aktiengesellschaft vgl. z.B. Thommen und Achleitner (2009), S. 83 f. oder ausführlicher Moldenhauer (2007), S. 47-53.

- Darüber hinaus wurden sowohl der Vorstands- als auch der Aufsichtsratsvorsitzende nach ihrer Identität in folgende Gruppen eingeteilt: (i) Unternehmensgründer, (ii) Verwandte des Unternehmensgründers und (iii) familienfremde Manager.
- Aufgrund der Angaben zu der Anzahl der Arbeitnehmervertreter konnten Informationen zum Grad der Mitbestimmung gewonnen werden. Dabei ist grundsätzlich denkbar, dass es (i) keine Mitbestimmung, d.h. keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, gibt, (ii) ein Drittel der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vertreten ist und (iii) der Aufsichtsrat paritätisch besetzt ist, d.h. die Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder Arbeitnehmervertreter sind.

6.4.2 Familienunternehmen

Die Analyse der Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen bezieht sich auf zwei Aspekte: Erstens sollen Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen analysiert werden und zweitens soll der Einfluss unterschiedlicher Komponenten eines Familienunternehmens (Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung) betrachtet werden.

Zum einen soll also geklärt werden, ob Familienunternehmen aufgrund ihrer spezifischen Charakteristika, insbesondere ihrer langfristigen Orientierung, ihrer Risikoaversion und geringer ausgeprägten Prinzipal-Agenten-Konflikten zwischen Aktionären und Management, andere unternehmerische Entscheidungen treffen als Nicht-Familienunternehmen. Im Mittelpunkt dieser Analyse stehen daher die Effekte der Dummyvariable Familienunternehmen. Sie nimmt den Wert 1 an, wenn es sich um ein Familienunternehmen handelt, andernfalls ist sie 0. Um sich als Familienunternehmen im Sinn dieser Untersuchung zu qualifizieren, muss ein Unternehmen zumindest eine der beiden folgenden Bedingungen erfüllen: Die Gründerfamilie hält mindestens 25% der Stimmrechte am Unternehmen und/oder ist mit einem Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten.[491] Zur Identifikation dient hierbei die Eigentümerstruktur in den jeweiligen Jahren. Durch einen Namensvergleich der Aktionäre mit

[491] Vgl. Kapitel 2.3.

dem Namen der Unternehmensgründer werden die Mitglieder der Gründerfamilie identifiziert.[492]

In einem weiteren Schritt – und darin liegt ein wesentlicher Beitrag dieser Arbeit – soll der Einfluss unterschiedlicher Komponenten eines Familienunternehmens näher beleuchtet werden. Dazu wird – je nach Größe der verwendeten Stichprobe – zwischen zwei bzw. drei Komponenten unterschieden. In Untersuchungen auf Basis der gesamten Stichprobe (Datensatz A mit allen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX) wird der Einfluss von drei Komponenten untersucht: (i) Familieneigentum: Hierbei handelt es sich um eine kontinuierliche Variable, die dem kumulierten Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie entspricht. (ii) Familienführung ist eine Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand des Familienunternehmens sitzt. (iii) Familienkontrolle ist eine Dummyvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn ein Mitglied der Gründerfamilie im Aufsichtsrat des Familienunternehmens sitzt.

Sofern die Analyse jedoch auf einer Teilstichprobe basiert (d.h. auf Datensatz B der technologieintensiven Nicht-Finanzunternehmen im CDAX bei der Analyse der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen bzw. auf Datensatz C der Prime-Standard-Unternehmen bei der Analyse der Geschäftsfelddiversifikation), werden nur zwei Komponenten unterschieden: (i) Familieneigentum und (ii) Familienführung bzw. -kontrolle. In diesen Analysen wird der Einfluss der Gründerfamilie über eines der beiden Unternehmensorgane zusammengefasst, um in den kleineren Stichproben nach wie vor eine ausreichend große Fallzahl für diese Komponente zu generieren.

In den Analysen zu allen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX (Datensatz A) wird darüber hinaus die Identität des Vorstandsvorsitzenden untersucht. Dabei wird danach unterschieden, ob der Vorstandsvorsitzende (i) der Unternehmensgründer ist oder aber (ii) ein Nachfolger des Unternehmensgründers oder ein professioneller, familienfremder Manager. Diese Variable dient hauptsächlich dazu, einen potenziellen Einfluss des

[492] Sofern darüber hinaus aufgrund der Unternehmenshistorie oder durch Pressemitteilungen Verwandtschaftsverhältnisse trotz abweichender Nachnamen bekannt sind, werden diese in der Untersuchung berücksichtigt. Trotzdem birgt diese Vorgehensweise die Gefahr, dass nicht alle Familienmitglieder korrekt identifiziert werden. Dadurch kann es zu Verzerrungen kommen. Allerdings sollten die Ergebnisse die Anzahl der Familienunternehmen eher unter- als überschätzen. Insofern handelt es sich um eine konservative Schätzung der Anzahl börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland.

Unternehmensgründers in der Unternehmensführung (*CEO-founder*-Effekt) zu identifizieren.

Letztlich wird in allen Analysen zu den Nicht-Finanzunternehmen im CDAX (Datensatz A) untersucht, welchen Einfluss es hat, wenn die Gründerfamilie ein Großaktionär des Familienunternehmens ist und gleichzeitig ein Familienmitglied in die Unternehmensführung involviert ist. Dazu wird der Interaktionsterm aus Familieneigentum und Familienführung gebildet. Bei diesem Test werden also nur solche Familienunternehmen berücksichtigt, bei denen der Einfluss der Gründerfamilie besonders stark ausgeprägt ist. Insofern lässt sich dieser Interaktionsterm auch als eine Approximation für Familienunternehmen in einem engen Sinn interpretieren.

6.4.3 Unternehmenspolitik

Die vorliegende Arbeit analysiert unterschiedliche Dimensionen der Unternehmenspolitik. Insbesondere werden Investitionsentscheidungen, d.h. Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) und in Forschungs- und Entwicklungsprojekte (*research and development expenditures*), Kapitalstrukturentscheidungen und Entscheidungen zur Geschäftsfelddiversifikation untersucht. Die jeweilige Konstruktion der abhängigen Variablen wird nachfolgend im Zusammenhang mit den empirischen Ergebnissen genauer erläutert.

6.4.4 Kontrollvariablen

Die in Kapitel 5 dargestellten Hypothesen sollen sowohl durch univariate als auch multivariate Testverfahren getestet werden. In den multivariaten Analysen werden – neben dem Einfluss der Charakteristika von Familienunternehmen – durch den Einsatz von Kontrollvariablen auch andere Aspekte berücksichtigt. Die Konstruktion und der potenzielle Einfluss dieser Kontrollvariablen soll hier kurz erläutert werden, wobei es zu beachten gilt, dass die Spezifikation der Regressionsmodelle von den abhängigen Variablen abhängt. Daher werden nicht alle Kontrollvariablen bei jeder Dimension der Unternehmenspolitik gleichermaßen berücksichtigt.

Die Unternehmensgröße – aufgrund ihrer schiefen Verteilung anhand des natürlichen Logarithmus von Bilanzsumme, Umsatzerlösen oder Mitarbeitern gemessen – wird aus einer Reihe von Gründen berücksichtigt: Erstens muss man davon ausgehen, dass Fa-

milienunternehmen innerhalb der großen Unternehmen weniger stark vertreten sind als in der Gruppe der kleineren Unternehmen. Darüber hinaus kann die Bedeutung der unterschiedlichen Corporate-Governance-Mechanismen mit der Unternehmensgröße variieren. Hinsichtlich der Investitionsentscheidungen zeigen unterschiedliche Arbeiten, dass die Unternehmensgröße einen Einfluss sowohl auf das Investitionsvolumen als auch auf den Innovationsprozess haben kann.[493] Darüber hinaus ist hinsichtlich der Kapitalstrukturentscheidungen davon auszugehen, dass größere Unternehmen mehr Fremdkapital aufnehmen können als kleinere Unternehmen. Hinsichtlich der Geschäftsfelddiversifikation sollte es einen positiven Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und dem Niveau der Geschäftsfelddiversifikation geben.

Das Unternehmensalter – gemessen als natürlicher Logarithmus der Differenz aus dem aktuellen Jahr und dem Gründungsjahr des Unternehmens – wird ebenfalls aus einer Reihe von Gründen berücksichtigt: Wenn man von einem Lebenszyklus des Unternehmens ausgeht, sollte sich der Einfluss der Gründerfamilie auf das Familienunternehmen im Zeitablauf verändern. Während in den jungen Jahren in der Regel der Einfluss der Gründerfamilie sowohl hinsichtlich des Eigentumsanteils als auch hinsichtlich der Beteiligung an der Unternehmensführung auf den Unternehmensgründer – und damit auf den Einfluss eines einzigen Familienmitglieds – konzentriert ist, sollte sich der Einfluss der Gründerfamilie in späteren Generationen in der Regel auf eine Reihe von Nachkommen verteilen.[494] Insofern dient das Unternehmensalter auch als eine Approximation für die Familiengeneration. Außerdem ist weiterhin davon auszugehen, dass sich im Lauf dieses Lebenszyklus eines Unternehmens immer mehr Unternehmen von einem Familienunternehmen hin zu einem Nicht-Familienunternehmen wandeln, d.h. Familienunternehmen sollten deutlich jünger sein als Nicht-Familienunternehmen. Darüber hinaus sollte das Alter eines Unternehmens auch direkt Einfluss auf die Unternehmenspolitik haben: Jüngere Unternehmen könnten innovativer als ältere Unternehmen sein, aufgrund ihrer Wachstumsmöglichkeiten und ihres hohen Innenfinanzierungspotenzials weniger mit Fremdkapital finanziert sein und in jüngeren Phasen ihres Lebenszyklus noch fokussierter auf ihr Kerngeschäft sein. Weiterhin ist davon auszugehen, dass ältere Unternehmen aufgrund ihrer längeren Unternehmenshistorien und

[493] Vgl. zur Bedeutung der Unternehmensgröße für Investitionen bzw. Innovationen Kapitel 4.2 bzw. die Arbeiten von Acs und Audretsch (1988) und Audretsch und Elston (2002).

[494] Vgl. hierzu Gersick et al. (1997), S. 29-56.

c.p. höheren Anteils an Sicherheiten bessere Möglichkeiten haben, Fremdkapital aufzunehmen als jüngere Unternehmen.

Die Profitabilität eines Unternehmens – gemessen anhand einer Kennzahl zum operativen Einkommen, d.h. EBITDA dividiert durch die Bilanzsumme – sollte die unternehmerischen Entscheidungen ebenfalls maßgeblich beeinflussen. Profitablere Unternehmen sollten ein höheres Innenfinanzierungspotenzial haben und daher in ihren Finanzierungsentscheidungen weniger stark auf Fremdkapital angewiesen sein. Aufgrund der höheren Innenfinanzierungskraft sollten diese Unternehmen auch ein höheres Investitionsvolumen aufweisen als weniger profitable Unternehmen. Insgesamt sollte es einen negativen (positiven) Zusammenhang zwischen der Kennzahl für Profitabilität und der Fremdkapitalquote (bzw. dem Investitions- und Diversifikationsniveau) geben.

Es könnte sein, dass Familienunternehmen aufgrund unterschiedlicher Risikoeinstellungen nicht zufällig über bestimmte Branchen verteilt sind. Aus diesem Grund soll das firmen-spezifische Risiko der Unternehmen in der Analyse berücksichtigt werden. Das firmen-spezifische Risiko wird durch die Summe der quadrierten Residuen aus einer Regression der individuellen, wöchentlichen Aktienrenditen auf die wöchentlichen Renditen des Marktindex CDAX über die vorausgegangenen 52 Kalenderwochen gemessen. Es ist eine Kennzahl für das unsystematische Risiko. Nachdem Investoren gerade diese unsystematische Komponente durch eine Portfoliodiversifikation eliminieren können, könnte man argumentieren, dass eine Kennzahl für das gesamte Risiko besser als Kontrollvariable geeignet wäre. Aus diesem Grund wird in der Regel in allen Regressionsmodellen ein Robustheitstest mit dem gesamten Risiko (d.h. der Summe aus Marktrisiko und firmen-spezifischem Risiko) durchgeführt. Ohnehin weisen beide Risikomaße jedoch eine starke positive Korrelation auf.

Im theoretischen Teil wurde argumentiert, dass Familienaktionäre als Großinvestoren sowohl den Anreiz als auch die Möglichkeiten haben, das Management des Unternehmens zu kontrollieren und so das Trittbrettfahrerproblem der Unternehmenskontrolle zu überwinden. Rein theoretisch könnten diese Rolle, neben den Familienaktionären, auch andere Großaktionäre, z.B. solche mit strategischen und finanziellen Interessen wahrnehmen. Daher soll das Untersuchungsdesign den Einfluss dieser außen stehenden Blockaktionäre (*outside blockholders*) auf die Unternehmensführung berücksichtigen. Hierzu wird der Stimmrechtsanteil aller außen stehenden Blockaktionäre mit Stimmrechtsanteilen von mindestens 5 Prozent akkumuliert. Alternativ dienen Dum-

myvariablen für die Existenz solcher Kontrollaktionäre (auf Basis unterschiedlicher Kontrollschwellen wie etwa 5, 10 oder 25 Prozent) als Kontrollvariablen.

Hinsichtlich der Analyse für die Diversifikations- und Investitionsentscheidungen könnte der Bestand an liquiden Mitteln einen positiven Einfluss haben. Daher wird in beiden Analysen eine Kennzahl für den Bestand liquider Mittel – gemessen anhand des Kassenbestands und sonstiger liquider Mittel dividiert durch die Bilanzsumme (*cash and cash equivalents divided by total assets*) – integriert.

In der Literatur ist das Marktwert-Buchwert-Verhältnis (*market-to-book*) eine gängige Approximation für die Wachstumsmöglichkeiten eines Unternehmens. Diese sollten vor allem im Zusammenhang mit Kapitalstruktur- und Investitionsentscheidungen eine bedeutende Rolle spielen. So sollten Informationsasymmetrien und Wachstumsmöglichkeiten dazu führen, dass Unternehmen Eigenkapital gegenüber Fremdkapital bevorzugen.[495] Weiterhin werden Unternehmen mit guten Investitionsgelegenheiten mehr investieren und daher auch realisierte Gewinne eher thesaurieren als an die Aktionäre ausschütten.

Während der Untersuchungsperiode haben einige Unternehmen aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz) ihren Rechnungslegungsstandard von HGB nach IFRS gewechselt. Das kann Auswirkungen sowohl auf die Kapitalstruktur- als auch die Investitionsentscheidungen haben. Das deutsche HGB unterstellt ein Vorsichts- und Imparitätsprinzip, d.h. während noch nicht realisierte Gewinne (z.B. aus Wertpapiergeschäften) nicht ausgewiesen werden dürfen, müssen noch nicht realisierte Verluste ausgewiesen werden. Das führt zu einer Gläubigerorientierung und dazu, dass Fremdkapital unter HGB tendenziell höher bewertet wird als nach einem internationalen Rechnungslegungsstandard, wie IFRS oder US-GAAP. Unterschiede ergeben sich auch hinsichtlich der Bilanzierung immaterieller Vermögensgegenstände. So dürfen selbst erstellte Vermögensgegenstände gemäß HGB und

[495] Vgl. hierzu die Argumentation in der Arbeit von Myers (1977). Das Modell zeigt, dass Unternehmen, die mit (risikobehaftetem) Fremdkapital finanziert sind, kapitalwertpositive Investitionsgelegenheiten auslassen. Solche vorteilhaften Investitionsprojekte würden zwar die Qualität der Gläubigerposition verbessern, nicht aber die Position der Eigentümer. Es entsteht ein Unterfinanzierungsproblem (*debt overhang*). Dieses ist umso größer, je mehr Wachstumsoptionen und je weniger Sicherheiten ein Unternehmen hat. Aus diesem Grund leiden nach dem Modell von Myers (1977) c.p. junge, technologieintensive Unternehmen mit guten Wachstumsgelegenheiten und geringen Sicherheiten stärker unter einer Fremdfinanzierung als etablierte Unternehmen und bevorzugen daher Eigen- gegenüber Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Investitionsprojekte. Vgl. Myers (1977), S 170 f. bzw. Rudolph (2006), S. 179.

US-GAAP nicht aktiviert werden, während dies unter Anwendung von IFRS unter bestimmten – allerdings sehr restriktiven – Voraussetzungen verpflichtend ist.[496] Daher wird eine Dummyvariable Rechnungslegung konstruiert, die den Wert 1 annimmt, sofern der Jahresabschluss nach HGB erstellt wird, um für den Einfluss des Rechnungslegungsstandards auf Kapitalstruktur- und Investitionsentscheidungen zu kontrollieren.

Im Zusammenhang mit Kapitalstrukturentscheidungen wurden darüber hinaus folgende Kontrollvariablen verwendet:[497] Die Fremdkapitalquote hängt sehr stark von der jeweiligen Branchenzugehörigkeit eines Unternehmens ab. Daher nutzt man die Industrieverschuldung (*median industry leverage*) – gemessen anhand des Medians der Gesamtverschuldung aller Unternehmen in einer Branche (d.h. mit dem gleichen einstelligen Hauptindustriecode) – um für solche Brancheneinflüsse zu korrigieren.

Aus Sicht eines Unternehmens ist es umso attraktiver, sich zu verschulden, je höher die erwartete Inflationsrate (d.h. je niedrigerer also der erwartete reale Wert des Fremdkapitals) ist. Daher wird – ebenfalls in Anlehnung an Frank und Goyal (2009) – die erwartete Inflationsrate in die Regressionsanalyse integriert. Als Approximation für die erwartete Inflationsrate dient die realisierte Inflationsrate aus dem Folgejahr. Um eine potenzielle Verzerrung zu vermeiden, wird jedoch alternativ die vom Sachverständigenrat im jeweiligen Jahr prognostizierte Inflationsrate verwendet. Dadurch ändern sich jedoch die erzielten Schätzresultate kaum.

---

[496] Vgl. den Exkurs zur Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in Kapitel 6.6.1.1

[497] Innerhalb der Literatur ist die Analyse von Kapitalstrukturentscheidungen seit der bahnbrechenden Arbeit von Modigliani und Miller (1958) ein bedeutendes Thema. Daher existieren zahlreiche Untersuchungen, die jeweils vollkommen unterschiedliche branchenspezifische, unternehmensspezifische und makroökonomische Einflüsse in ihrer Analyse berücksichtigen. Die Arbeit von Frank und Goyal (2009) arbeitet jedoch auf Basis einer Analyse amerikanischer Unternehmen in den Jahren 1950 bis 2003 sechs Hauptfaktoren zur Bestimmung des Verschuldungsgrads heraus: durchschnittliche Branchenverschuldung (+), erwartete Inflationsrate (+), Unternehmensgröße (+), Bestand an Sicherheiten (+), Profitabilität (-) und das Marktwert-Buchwert-Verhältnis (-). Laut Frank und Goyal (2009) können diese sechs Faktoren zur Analyse der Kapitalstruktur 27% der Varianz erklären, während 19 weitere Faktoren lediglich 2% der Varianz erklären. Vgl. Frank und Goyal (2009), S. 2 f. Elsas und Florysiak (2008) zeigen, dass diese sechs Kernfaktoren in Bezug auf Kapitalstrukturentscheidungen auch in Deutschland den gleichen hohen Erklärungsgehalt haben. Vgl. Elsas und Florysiak (2008), S. 47 f. Die vorliegende Untersuchung integriert alle sechs Kernfaktoren nach Frank und Goyal (2009) in die Analyse der Kapitalstrukturentscheidungen. Darüber hinaus werden neben den Variablen zu Familienunternehmen folgende weitere Kontrollvariablen verwendet: der Eigentumsanteil der *outside blockholder*, die Ausschüttungsquote, das Unternehmensalter, das firmen-spezifische Risiko sowie eine Dummyvariable für den Rechnungslegungsstandard.

Weiterhin sollten Unternehmen mit besseren Sicherheiten eine höhere Kreditwürdigkeit haben als solche Unternehmen ohne oder mit (z.B. aufgrund ihrer hohen Spezifität) schlecht realisierbaren Sicherheiten. Daher wird eine Kennzahl zur Messung der Sicherheiten (*tangible asset ratio*) – das Verhältnis aus Sachvermögen in Relation zur Bilanzsumme – als Kontrollvariable für Kapitalstrukturentscheidungen integriert. Hierbei wird erwartet, dass diese Kennzahl einen positiven Zusammenhang zur Höhe der Fremdkapitalquote aufweist.

Als weitere Kontrollvariable wird die Ausschüttungsquote verwendet, da z.B. Rozeff (1982) eine inverse Beziehung zwischen Ausschüttungsquote und Verschuldungsgrad vorhersagt. Wenn man Fremdkapital nach Jensen (1986) als eine Möglichkeit zur Disziplinierung des Managements sieht, könnten Dividenden nach Easterbrook (1984) eine ähnliche – wenn auch weniger zwingende – Funktion wahrnehmen.[498] Wenn darüber hinaus Dividendenzahlungen als ein positives Signal für die zukünftige Gewinnsituation interpretiert werden, sollten Unternehmen mit hohen Dividenden geringere Eigenkapitalkosten haben. Das könnte dazu führen, dass sie Eigen- gegenüber Fremdkapital bevorzugen und daher langfristig eine niedrigere Fremdkapitalquote haben.

Darüber hinaus enthalten alle Regressionsanalysen Jahres- und Industriedummies (auf Basis der einstelligen Industriecodes), die es erlauben, Zeit- und Brancheneffekte zu kontrollieren.

6.5 Zusammensetzung der Eigentümer- und Organstrukturen in Deutschland

6.5.1 Entwicklung der Eigentümerstrukturen

Eigentümerstrukturen lassen sich anhand von zwei Kategorien beschreiben, hinsichtlich der Eigentümerkonzentration und der Identität wesentlicher Aktionäre. Zur Messung der Eigentümerkonzentration dienen folgende Maße: (i) Durchschnittlicher Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs (C1), (ii) durchschnittliche Stimmrechtsanteile der drei größten Aktionäre (C3), (iii) ein Herfindahl-Index aus allen Eigentumsanteilen mit mindestens fünf Prozent der Stimmrechte sowie (iv) der Streubesitz. Darüber hinaus wird analysiert, welche Bedeutung die dem deutschen Aktienrecht immanenten Kontrollschwellen für die Entwicklung der Eigentümerstrukturen börsennotier-

[498] Vgl. hierzu die Arbeiten von Rozeff (1982), Easterbrook (1984) und Jensen (1986).

ter Unternehmen haben. Dazu wird dargestellt, wie viele Unternehmen einen Aktionär mit qualifizierter Mehrheit (75% der Stimmrechte), einfacher Mehrheit (50% der Stimmrechte) oder einer Sperrminorität (25% der Stimmrechte) haben. Letztlich soll gezeigt werden, wie viele *blockholder* mit mindestens fünf Prozent der Stimmrechte in den deutschen börsennotierten Unternehmen vorkommen.

Insgesamt zeigt die Analyse in Übereinstimmung mit vorangegangenen Untersuchungen, dass sich der deutsche Kapitalmarkt durch sehr konzentrierte Aktionärsstrukturen auszeichnet. Dieser Eindruck ergibt sich schon, wenn man im ersten Schritt die Kennzahlen zur Eigentümerkonzentration der Nicht-Finanzunternehmen im CDAX über alle Unternehmensjahre von 1995 bis 2006 betrachtet: Der größte Aktionär hält durchschnittlich 46,5% der Stimmrechte (Median 43,3%), die größten drei Aktionäre zusammen sogar 59,4% der Stimmrechte (Median 60,7%). Der durchschnittliche Herfindahl-Index liegt daher auch bei 30,7% (Median 22,7%), während der durchschnittliche Streubesitz lediglich bei 37% (Median 34,1%) liegt.

Diese Ergebnisse bestätigen die empirischen Befunde früherer Studien. Köke (1999) zeigt auf Basis einer Stichprobe von 325 Unternehmen, dass der größte Aktionärsblock börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland im Jahr 1998 durchschnittlich bei 57,7% liegt, die Summe der größten drei Eigentumsanteile sogar bei 67,7%.[499] Becht und Böhmer (2003) kommen in ihrer Stichprobe von 430 börsennotierten Unternehmen zum Ergebnis, dass das arithmetische Mittel (bzw. der Median) des größten Aktionärsblocks bei 58,9% (bzw. bei 62,4%) liegt. Ihre Analyse für das Jahr 1995 bezieht sich auf die ersten Meldungen von Stimmrechtsanteilen nach dem WpHG und greift auf die Datenbank des damals noch verantwortlichen Bundesaufsichtsamts für Wertpapierhandel (heute integriert in die BaFin) zurück. Diese Datenbank schließt solche Unternehmen aus, die keinen meldepflichtigen Blockaktionär von mindestens 5% haben und überschätzt daher die tatsächliche Eigentümerkonzentration.[500] Insofern ist es

[499] Vgl. Köke (1999), S. 11. Diese Befunde stimmen mit den Ergebnissen der eigenen Studie für das Jahr 1998 weitgehend überein. Der durchschnittliche Eigentumsanteil des größten Aktionärs (bzw. der drei größten Aktionäre) im Jahr 1998 beträgt in der vorliegenden Studie 53,3% (bzw. 63,8%). Die geringfügigen Unterschiede können sich ggf. durch leicht unterschiedliche Stichprobenzusammensetzungen ergeben. In der später publizierten Fassung zeigt Köke (2001) zur Eigentümerkonzentration lediglich Durchschnittswerte für die Jahre 1993 bis 1997. Diese Werte sind mit 55,9% (für den größten Aktionärsblock) bzw. 65,9% (für die größten drei Aktionärsblöcke) aber nahezu identisch zu den Werten für das Jahr 1998. Vgl. Köke (2001), S. 269.

[500] Vgl. Becht und Boehmer (2003), S. 6 f. und S. 8.

nicht verwunderlich, dass die korrespondierenden Werte der vorliegenden Stichprobe zum größten Stimmrechtsanteil 1995 mit einem arithmetischen Mittel von 55,1% (bzw. einem Median von 51,6%) etwas kleiner ausfallen als die Werte in Becht und Böhmer (2003). Faccio und Lang (2002) berichten, dass der durchschnittliche Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs in Deutschland in ihrer Stichprobe für das Jahr 1996 bei 54,5% liegt.[501]

Die Untersuchungen von Becht und Roell (1999) sowie Faccio und Lang (2002) offenbaren, dass Deutschland im internationalen Vergleich besonders konzentrierte Eigentümerstrukturen hat. Von den neun betrachteten Ländern in Becht und Röell (1999) weist lediglich Italien eine höhere Eigentümerkonzentration auf als Deutschland. In den angelsächsischen Ländern (Großbritannien und USA) ist die Eigentümerkonzentration dagegen weitgehend gering. Hier hält der größte Aktionär im Mittel nur 9,9% (bzw. sogar 0%) der Stimmrechte an den börsennotierten Unternehmen in Großbritannien (bzw. in den USA).[502] In der noch umfangreicheren Untersuchung von Faccio und Lang (2002) hat Deutschland sogar die höchste Eigentümerkonzentration aller 13 betrachteten westeuropäischen Länder. Nur in Deutschland (54,5%) und in Österreich (53,3%) hat der größte Aktionär im Durchschnitt einen Mehrheitsanteil. In Irland und Großbritannien weisen die Aktionärsstrukturen die geringste Konzentration auf. Dort hält der größte Aktionär im Durchschnitt lediglich 21,6% bzw. 25,1% der Stimmrechte. Die Betrachtung über alle 13 Länder zeigt, dass börsennotierte Unternehmen in Europa in der Regel keine atomisierten Aktionärsstrukturen haben. Im Durchschnitt aller in der Studie untersuchten 4.806 börsennotierten Unternehmen in den 13 Ländern hält der größte Aktionär im Durchschnitt 38,5% der Stimmrechte.[503] Tabelle 5 gibt einen Literaturüberblick über bisher durchgeführte Untersuchungen zu deutschen Aktionärsstrukturen unter Angabe der verwendeten Stichprobe und Untersuchungsperioden. Bei den meisten Untersuchungen handelt es sich um reine Querschnittsbetrachtungen.

---

[501] Vgl. Faccio und Lang (2002), S. 368 bzw. 392. In Übereinstimmung mit Faccio und Lang (2002) liegt der durchschnittliche Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs für das Jahr 1996 in der eigenen Untersuchung bei 54%.

[502] Vgl. Becht und Roell (1999), S. 1052. Die angegeben Werte beziehen sich auf den Median der von Becht und Roell (1999) untersuchten Stichprobe.

[503] Vgl. Faccio und Lang (2002), S. 367-369 für eine Beschreibung der Stichprobe und der verwendeten Datenquellen sowie S. 392 für eine Übersicht über wesentliche Ergebnisse zur Eigentümerkonzentration.

Wie Tabelle 5 zeigt, geht die Längsschnittanalyse in der eigenen Untersuchung jedoch über die existierenden Befunde aus den oben beschriebenen Querschnittsanalysen hinaus.[504]

Tabelle 5: Empirische Studien zur Eigentümerstruktur in Deutschland
Quelle: Eigene Darstellung

Autor / *Journal*	**Stichprobe *(Datenquellen)***	**Zeitraum der Analyse**	**Börsennotierte / private Unternehmen**
La Porta et al. (1999), *Journal of Finance*	Querschnittsanalyse der Eigentümerstrukturen in Deutschland und 26 anderen Ländern weltweit mit den 20 größten börsennotierten Unternehmen und den kleinsten 10 Unternehmen (jeweils gemessen anhand der Marktkapitalisierung ausgehend von einem Mindestwert von 500 Mio. US-Dollar) *(Hoppenstedt Aktienführer)*	1995	Börsennotiert
Köke (2001), *Kredit und Kapital*	Längsschnittanalyse mit 5.788 Unternehmensjahren *(Konzernstrukturdatenbank Hoppenstedt)*	1994 bis 1998	Börsennotiert und privat
Becht und Roell (1999), *European Economic Review*	Metaanalyse aus unterschiedlichen Querschnittsanalysen für rund 5.500 Unternehmen aus neun Ländern, davon rund 400 deutsche börsennotierte Unternehmen aus der Studie von Becht und Böhmer (2003)	1995 (für Deutschland)	Börsennotiert
Edwards und Nibler (2000), *Economic Policy*	Querschnittsanalyse von 156 der größten Nicht-Finanzunternehmen in Deutschland mit stabilen Eigentümerstrukturen zwischen 1988 und 1991 *(Informationen zur Teilnahme an der Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung aus dem Handelsregister)*	1992	Börsennotiert und privat
Franks und Mayer (2001), *Review of Financial Studies*	Querschnittsanalyse von 171 Nicht-Finanzunternehmen *(Hoppenstedt Aktienführer)*	1990	Börsennotiert
Faccio und Lang (2002), *Journal of Financial Economics*	Querschnittsanalyse von 4.806 europäischen Unternehmen, davon 690 aus Deutschland für das Jahr 1996 *(Wer gehört zu wem, Financial Times, Worldscope)*	1996-1999 (für jedes Land ein Jahr)	Börsennotiert

[504] Der Literaturüberblick zu bisherigen Studien mit deskriptiven Befunden zu Eigentümerkonzentration und -struktur börsennotierter Unternehmen in Deutschland zeigt, dass Längsschnittanalysen – wahrscheinlich vor allem wegen dem erheblichen Datenerhebungsaufwand – bisher rar sind. Insofern besteht ein wesentlicher Beitrag der vorliegenden Arbeit zur Schließung einer Forschungslücke darin, die aktuelle Entwicklung der Aktionärsstrukturen über die Zeit hinweg auf Basis einer breiten Stichprobe zu dokumentieren. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der in Kapitel 3.4 dargestellten rechtlichen Entwicklung innerhalb der letzten Jahre von großem Interesse.

Fortsetzung Tabelle 5: Empirische Studien zur Eigentümerstruktur in Deutschland
Quelle: Eigene Darstellung

Autor / *Journal*	**Stichprobe *(Datenquellen)***	**Zeitraum der Analyse**	**Börsennotierte / private Unternehmen**
Bott (2002), *Dissertation*	Entwicklung der Eigentümerstrukturen börsennotierter Unternehmen im Amtlichen Handel anhand von zwei Querschnitten in den Jahren 1997 und 1999. Die Stichprobe beinhaltet 432 Unternehmen (1997) bzw. 443 Unternehmen (1999) *(Datenbank des Bundesaufsichtsamts für Wertpapierhandel über bedeutende Stimmrechtsanteile amtlich notierter Aktiengesellschaften)*	1997 und 1999	Börsennotiert
Becht und Boehmer (2003), *International Review of Law and Economics*	Querschnittsanalyse von 430 deutschen Unternehmen *(Datenbank des Bundesaufsichtsamts für Wertpapierhandel über bedeutende Stimmrechtsanteile amtlich notierter Aktiengesellschaften, Hoppenstedt Konzernstrukturdatenbank)*	1995	Börsennotiert
Wojcik (2003), *Environment and Planning*	Querschnittsanalyse von börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im amtlichen Handel zu zwei Zeitpunkten (1997 und 2001) *(Datenbank des Bundesaufsichtsamts für Wertpapierhandel über bedeutende Stimmrechtsanteile amtlich notierter Aktiengesellschaften, Hoppenstedt Konzernstrukturdatenbank)*	1997 und 2001	Börsennotiert
Edwards und Weichenrieder (2004), *German Economic Review*	Teilstichprobe von 97 börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen aus dem Datensatz von Edwards und Nibler (2000) *(Informationen zur Teilnahme an der Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung aus dem Handelsregister)*	1992	Börsennotiert
Moldenhauer (2007), *Dissertation*	Entwicklung der Eigentümerstruktur von etablierten CDAX-Unternehmen anhand von drei Querschnitten in den Jahren 1993, 1998 und 2003. Die Stichprobe beinhaltet 236 Unternehmen (1993), 358 Unternehmen (1998) und 290 Unternehmen (2003) *(Hoppenstedt Aktienführer)*	1993, 1998, 2003	Börsennotiert
Edwards und Weichenrieder (2009), *Working Paper*	Paneldaten zum *ultimate ownership* von 207 börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen in den Jahren 1991 bis 1993 *(Hypobank: Wegweiser durch deutsche Unternehmen)*	1991 bis 1993	Börsennotiert
Franks et al. (2009), *Working Paper*	Entwicklung der Eigentümerstruktur der 1.000 größten (börsennotierten und privaten) Unternehmen in Deutschland, Frankreich, Italien und Großbritannien anhand von zwei Querschnittsanalysen in den Jahren 1996 und 2006 *(Amadeus Datenbank)*	1996 und 2006	Börsennotiert und privat

Die Ergebnisse der Längsschnittanalyse sind in Tabelle 6 dargestellt und belegen, dass die Eigentümerkonzentration in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen ist. Im Jahr 1995 betrug der Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs im Durchschnitt 55,1% (Median 51,6%). Dieser ist jedoch bis zum Jahr 2006 kontinuierlich auf durchschnittlich 40,5% (Median 33,9%) zurückgegangen.

Tabelle 6: Entwicklung der Eigentümerkonzentration
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Eigentümerkonzentration aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX (Datensatz A) von 1995 bis 2006. Dabei wird für jedes Jahr und jedes Maß zur Eigentümerkonzentration das arithmetische Mittel (und der Median) angegeben. Als Maße für Eigentümerkonzentration dienen der Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs (C1), der kumulierte Stimmrechtsanteil der drei größten Aktionäre (C3), ein Herfindahl-Index der Stimmrechtsanteile sowie der Streubesitz.

Jahr	N	C1	C3	Herfindahl	Streubesitz
1995	230	0,5511 (0,5162)	0,6647 (0,7000)	0,3867 (0,3250)	0,3201 (0,2853)
1996	235	0,5402 (0,5295)	0,6507 (0,6900)	0,3763 (0,3130)	0,3331 (0,2857)
1997	250	0,5543 (0,5610)	0,6507 (0,6765)	0,3865 (0,3465)	0,3366 (0,2951)
1998	312	0,5334 (0,5299)	0,6382 (0,6650)	0,3726 (0,3165)	0,3379 (0,3075)
1999	430	0,4918 (0,4990)	0,6155 (0,6370)	0,3297 (0,2585)	0,3471 (0,3211)
2000	566	0,4697 (0,4262)	0,6104 (0,6240)	0,3131 (0,2270)	0,3415 (0,3100)
2001	568	0,4667 (0,4163)	0,5992 (0,6100)	0,3073 (0,2155)	0,3655 (0,3367)
2002	542	0,4437 (0,3770)	0,5899 (0,5915)	0,2894 (0,1965)	0,3653 (0,3477)
2003	514	0,4402 (0,3620)	0,5853 (0,5840)	0,2841 (0,1900)	0,3728 (0,3544)
2004	500	0,4355 (0,371)	0,5703 (0,5685)	0,2816 (0,1840)	0,3927 (0,3927)
2005	494	0,4125 (0,3460)	0,5429 (0,5455)	0,2582 (0,1690)	0,4159 (0,4004)
2006	494	0,4046 (0,3388)	0,5219 (0,5180)	0,2459 (0,1505)	0,4401 (0,4395)

Ähnlich starke Rückgänge ergeben sich bezüglich der kumulierten Stimmrechtsanteile der drei größten Aktionäre und des Herfindahl-Index. Der Stimmrechtsanteil der drei

größten Aktionäre hat sich von durchschnittlich 66,5% (Median 70%) in 1995 auf 52,2% (Median 51,8%) reduziert. Das arithmetische Mittel des Herfindahl-Index hat sich von 38,7% (Median 32,5%) in 1995 auf 24,6% (Median 15,1%) in 2006 reduziert. Dementsprechend hat sich der Streubesitzanteil der börsennotierten CDAX-Unternehmen kontinuierlich erhöht, von durchschnittlich 32,0% (Median 28,5%) in 1995 auf 44,0% in 2006 (Median 44,0%).

Der deutsche Kapitalmarkt hat auch in 2006 – verglichen mit angelsächsischen Ländern – noch relativ konzentrierte Eigentümerstrukturen. Allerdings haben die in Kapitel 3.4 beschriebenen rechtlichen Entwicklungen (vor allem die seit 2002 bestehende Möglichkeit für Unternehmen, Kapitalbeteiligungen steuerfrei zu veräußern) zu einer deutlichen Veränderung hinsichtlich der Eigentümerkonzentration im Allgemeinen geführt. Die Entwicklung könnte allerdings hauptsächlich dadurch getrieben sein, dass vor allem die jüngeren, technologieorientierten Unternehmen, die in der Boomphase des Neuen Markts an die Börse gegangen sind, deutlich weniger konzentrierte Eigentümerstrukturen haben als die etablierten börsennotierten Unternehmen.

Um dies zu testen, wurde die Entwicklung der Eigentümerstrukturen für die Unternehmen, die ihren Börsengang vor dem Jahr 1998 hatten, separat betrachtet. Dabei zeigt sich, dass auch in dieser Teilstichprobe der etablierten börsennotierten Unternehmen die Eigentümerkonzentration – unabhängig vom verwendeten Maß – deutlich zurückgegangen ist (wenn auch nicht ganz so stark wie in Datensatz A aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX). Zum Beispiel betrug der Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs in dieser Teilstichprobe 2006 im Durchschnitt 46,3% (Median 45,1%). Die kumulierten Stimmrechtsanteile der drei größten Aktionäre betrugen im Durchschnitt 57,6% (Median 60,7%), der Herfindahl-Index 30,5% (Median 22,8%). Der Streubesitzanteil dieser Teilstichprobe betrug 2006 im Durchschnitt 39,5% (Median 34,2%).[505] Ähnliche Resultate hat Moldenhauer (2007) erzielt. Er hat die Eigentümerstruktur börsennotierter deutscher Unternehmen in den Jahren 1993, 1998 und 2003 betrachtet. Seine Stichprobe berücksichtigt dabei ausschließlich etablierte börsennotierte Nicht-Finanzunternehmen, d.h. Technologieunternehmen aus dem Neuen Markt wurden nicht in die Analyse einbezogen. Der durchschnittliche Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs in Moldenhauer (2007) beträgt 59,0% (1993), 56,5% (1998) und

[505] Die Ergebnisse dieses Robustheitstests sind im Anhang in Tabelle 42 dargestellt.

52,1% (2003).[506] Die vergleichbaren Mittelwerte der etablierten börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX (die ihren Börsengang vor 1998 bzw. nach 2000 hatten) liegen in der eigenen Untersuchung bei 56,7% (1998) bzw. 51,9% (2003). Insofern stimmen die Resultate der vorliegenden Untersuchung zur Eigentümerkonzentration weitgehend mit den Befunden anderer empirischer Studien überein.[507]

Becht und Böhmer (2003) argumentieren, dass sich die Stimmrechtsanteile der großen Unternehmen stark an den im Aktiengesetz manifestierten Kontrollschwellen orientieren.[508] Dies bestätigt sich anhand der eigenen Untersuchung. Zunächst gibt Tabelle 7 einen Überblick über die Entwicklung der Blockaktionäre (Aktionäre mit einem Stimmrechtsanteil von mindestens 5%) im Zeitablauf.

Im Jahr 1995 hatten 51% der börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX nur einen Blockaktionär, 24% hatten zwei, 12% drei Blockaktionäre, 17% vier und 4% fünf oder mehr Blockaktionäre. Lediglich 2% der untersuchten Nicht-Finanzunternehmen hatten im Jahr 1995 keinen Blockaktionär. Insgesamt hatten 1995 drei Viertel aller Unternehmen in Datensatz A (Stichprobe aller börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX) einen oder zwei große Blockaktionäre. Auch in dieser Analyse zeigt sich der Trend zu einer weniger starken Eigentümerkonzentration: Im Jahr 2006 hatten nur noch 58% aller Unternehmen in Datensatz A einen oder zwei Blockaktionäre. 28% der Unternehmen hatte einen, 30% zwei, 18% drei, 13% vier und 9% fünf oder mehr Blockaktionäre. 3% der Unternehmen hatte keinen Blockaktionär.[509] Die

---

[506] Vgl. Moldenhauer (2007), S. 188.

[507] Beispielsweise stimmen die Resultate auch mit den Ergebnissen von Bott (2002) überein. Der durchschnittliche Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs in ihrer Untersuchung aller börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im amtlichen Handel beträgt 56,7% im Jahr 1997 und 55,8% im Jahr 1999. Für das Jahr 1997 stimmt dies mit dem vergleichbaren Wert von 55,4% in der eigenen Untersuchung überein. Obwohl der durchschnittliche Stimmrechtsanteil aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX im Jahr 1999 bei 49,2% beträgt, liegt er bei 56,2%, wenn man nur die etablierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX betrachtet, die ihren Börsengang vor dem Jahr 1998 hatten. Dies stimmt wiederum mit dem Ergebnis aus Bott (2002) von 55,8% überein. Vgl. Bott (2002), S. 254.

[508] Vgl. Becht und Boehmer (2003), S. 7. Zu den Kontrollschwellen im deutschen Aktienrecht vgl. Kapitel 3.4 bzw. Abbildung 17 in Kapitel 6.4.1.

[509] Die Analyse zu der Anzahl der Blockaktionäre berücksichtigt alle Aktionärsblöcke, d.h. solche von Unternehmensinsidern (Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder) genauso wie solche von außenstehenden Blockaktionären. Wenn man die Unternehmensinsider aus der Analyse ausschließt und lediglich außenstehende Blockaktionäre betrachtet, zeichnet sich jedoch ein ähnliches Bild. In Übereinstimmung mit diesen Resultaten stellt Moldenhauer (2007) ebenfalls fest, dass die Anzahl der

durchschnittliche Anzahl an Blockaktionären hat von 1,87 (1995) auf 2,38 (2006) zugenommen.

Tabelle 7: Entwicklung der Blockaktionäre
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Blockaktionäre (mit einem Stimmrechtsanteil von mindestens 5%) für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006 (Datensatz A). Für jedes Jahr wird die Anzahl der Unternehmen in der Stichprobe (bzw. deren relativer Anteil in Klammern) mit 0, 1, 2, 3, 4, 5 oder mehr als 5 Blockaktionären dargestellt.

Jahr	N	0	1	2	3	4	5	mehr als 5
1995	230	2	118	56	28	17	4	5
		(0,01)	(0,51)	(0,24)	(0,12)	(0,07)	(0,02)	(0,02)
1996	235	3	119	56	31	16	5	5
		(0,01)	(0,51)	(0,24)	(0,13)	(0,07)	(0,02)	(0,02)
1997	250	5	132	58	36	9	7	3
		(0,02)	(0,53)	(0,23)	(0,14)	(0,04)	(0,03)	(0,01)
1998	312	6	159	67	38	21	12	9
		(0,02)	(0,51)	(0,21)	(0,12)	(0,07)	(0,04)	(0,03)
1999	430	7	193	87	64	39	24	16
		(0,02)	(0,45)	(0,20)	(0,15)	(0,09)	(0,06)	(0,04)
2000	566	8	197	141	110	56	31	23
		(0,01)	(0,35)	(0,25)	(0,19)	(0,10)	(0,05)	(0,04)
2001	568	10	199	159	106	57	24	13
		(0,02)	(0,35)	(0,28)	(0,19)	(0,10)	(0,04)	(0,02)
2002	542	8	164	131	120	68	28	23
		(0,01)	(0,30)	(0,24)	(0,22)	(0,13)	(0,05)	(0,04)
2003	514	7	153	140	106	64	26	18
		(0,01)	(0,30)	(0,27)	(0,21)	(0,12)	(0,05)	(0,04)
2004	500	7	150	151	89	67	20	16
		(0,01)	(0,30)	(0,30)	(0,18)	(0,13)	(0,04)	(0,03)
2005	494	11	138	140	95	66	28	16
		(0,02)	(0,28)	(0,28)	(0,19)	(0,13)	(0,06)	(0,03)
2006	494	17	139	147	88	62	23	18
		(0,03)	(0,28)	(0,30)	(0,18)	(0,13)	(0,05)	(0,04)

außenstehenden Blockaktionäre in den zehn Jahren seiner Betrachtung durchschnittlich zunimmt. Vgl. Moldenhauer (2007), S. 195-198.

Die Aktionärsblöcke deutscher börsennotierter Unternehmen orientieren sich stark an den im deutschen Aktiengesetz festgelegten Eigentumsschwellen zur Kontrolle wichtiger Entscheidungen auf der Hauptversammlung. Dies illustriert Tabelle 8. Im Jahr 1995 hatten 27% aller Unternehmen in Datensatz A einen Blockaktionär mit einer qualifizierten Mehrheit (75% der Stimmrechte), 65% einen Blockaktionär mit einer einfachen Mehrheit (50% der Stimmrechte) und immerhin 88% zumindest einen Blockaktionär mit einer Sperrminorität (25% der Stimmrechte).

Dies stimmt weitgehend überein mit den Ergebnissen von Franks und Mayer (2001) aus ihrer Analyse börsennotierter Nicht-Finanzunternehmen in Deutschland im Jahr 1990. In ihrer Stichprobe aus 171 Unternehmen haben 22,2% einen Blockaktionär mit einer qualifizierten Mehrheit, 57,3% einen Blockaktionär mit einer einfachen Mehrheit und 85,4% einen Blockaktionär mit einer Sperrminorität.[510] Zu einem ähnlichen Ergebnis für 1995 kommen ebenfalls Becht und Böhmer (2003). Sie zeigen, dass 82% der 430 börsennotierten Unternehmen zumindest einen Aktionär mit einer Sperrminorität haben, 65% eine einfache Mehrheit und 40% eine qualifizierte Mehrheit.[511]

Der Rückgang der Eigentümerkonzentration im Zeitablauf zeigt sich auch bei den Kontrollschwellen: In 2006 hatten lediglich 18% aller Unternehmen in Datensatz A einen Blockaktionär mit einer qualifizierten Mehrheit, 38% einen Blockaktionär mit einer einfachen Mehrheit, aber immerhin noch 67% der Unternehmen zumindest einen Blockaktionär mit einer Sperrminorität.

Dieses Bild bestätigt sich, wenn man nur diejenigen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX analysiert, die ihren Börsengang bereits vor dem Jahr 1998 hatten. Aus dieser Teilgruppe haben im Jahr 2006 noch 61% der Unternehmen einen oder zwei Blockaktionäre. Weiterhin haben 24% der Unternehmen einen Aktionär mit qualifizierter Mehrheit, 49% einen Aktionär mit einfacher Mehrheit und 76% einen Aktionär mit

---

[510] Vgl. Franks und Mayer (2001), S. 947.

[511] Vgl. Becht und Boehmer (2003), S. 8 bzw. 26. Die Befunde von Becht und Boehmer (2003) zur Sperrminorität und der einfachen Mehrheit stimmen mit den Befunden der eigenen Untersuchung weitgehend überein. Bezüglich der qualifizierten Mehrheit ergibt sich jedoch ein Unterschied: Während Becht und Boehmer (2003) zeigen, dass 40% der Unternehmen im Jahr 1995 eine qualifizierte Mehrheit haben, sind dies in der vorliegenden Untersuchung lediglich 27% im selben Jahr. Dies könnte daran liegen, dass die BAWe-Datenbank auch Informationen zu formal festgelegten Stimmrechtskoalitionen beinhaltet. Im Gegensatz zu der eigenen Untersuchung – die keine Informationen zu Stimmrechtskoalitionen beinhaltet – konnten Becht und Boehmer (2003) diese Informationen berücksichtigen. Vgl. hierzu Becht und Boehmer (2003), S. 4.

einer Sperrminorität.[512] Insgesamt kommt es auch unter den etablierten, börsennotierten CDAX-Unternehmen – wenn auch auf einem etwas niedrigeren Niveau als im gesamten Datensatz A – zu einem Rückgang der Eigentümerkonzentration.

Tabelle 8: Entwicklung der Kontrollschwellen
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle stellt dar, wie viele Nicht-Finanzunternehmen des CDAX (Datensatz A) während der Untersuchungsperiode Aktionäre mit Stimmrechtsanteilen über relevanten aktienrechtlichen Kontrollschwellen haben. Für jedes Jahr werden die Anzahl der Unternehmen (bzw. deren relativer Anteil in der Stichprobe in Klammern) dargestellt, in denen ein Aktionär 75% (qualifizierte Mehrheit), 50% (einfache Mehrheit), 25% (Sperrminorität) oder zumindest 5% der Stimmrechte hält.

Jahr	N	Qualifizierte Mehrheit	Einfache Mehrheit	Sperrminorität	5%-Stimmrechtsblock
1995	230	63	150	203	228
		(0,27)	(0,65)	(0,88)	(0,99)
1996	235	62	146	204	232
		(0,26)	(0,62)	(0,87)	(0,99)
1997	250	72	164	214	245
		(0,29)	(0,66)	(0,86)	(0,98)
1998	312	84	186	258	306
		(0,27)	(0,60)	(0,83)	(0,98)
1999	430	91	216	344	423
		(0,21)	(0,50)	(0,80)	(0,98)
2000	566	104	252	435	558
		(0,18)	(0,45)	(0,77)	(0,99)
2001	568	108	249	438	558
		(0,19)	(0,44)	(0,77)	(0,98)
2002	542	97	215	398	536
		(0,18)	(0,4)	(0,73)	(0,99)
2003	514	88	199	382	507
		(0,17)	(0,39)	(0,74)	(0,99)
2004	500	94	193	358	493
		(0,19)	(0,39)	(0,72)	(0,99)
2005	494	83	186	333	483
		(0,17)	(0,38)	(0,67)	(0,98)
2006	494	88	187	333	477
		(0,18)	(0,38)	(0,67)	(0,97)

Insgesamt unterstreicht dieses Ergebnis die Orientierung der Großaktionäre an wichtigen Kontrollschwellen im deutschen Aktiengesetz. Dies zeigt auch, dass große Aktio-

[512] Vgl. Tabelle 43 und Tabelle 44 im Anhang.

näre ihren Einfluss nutzen wollen, um über ihre Stimmrechte wichtige Entscheidungen auf der Hauptversammlung mitzubestimmen.

Im zweiten Schritt soll nun die Identität wesentlicher Aktionäre beschrieben werden. Dazu wurden die Aktionäre jedes Unternehmens im Zusammenhang mit der Datenerhebung in folgende Kategorien eingeteilt: Eigentumsanteile der Vorstandsmitglieder bzw. Aufsichtsratsmitglieder (zusammen entsprechen diese Eigentumsanteile dem in Kapitel 2 konzeptionell erläuterten *insider ownership*), Eigentumsanteile anderer Nicht-Finanzunternehmen (hierbei handelt es sich also um Anteilseigner mit primär strategischem Interesse), Eigentumsanteile unterschiedlicher Investoren mit finanziellen Interessen, unter anderem Banken, Versicherungen, Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften, Stiftungen sowie institutionelle Investoren (hierbei handelt es sich z.B. um Kapitalanlagegesellschaften, Hedge Fonds oder Pensionskassen) und Privatanleger (die nicht aktiv im Vorstand bzw. Aufsichtsrat vertreten sind). Darüber hinaus existiert eine Aktionärskategorie „sonstige Aktionäre". Diese Kategorie enthält eigene Anteile des Unternehmens[513], Anteile (in- und ausländischer) Staaten sowie wenige Einzelfälle, die nicht genau einer der anderen Aktionärskategorien zugeordnet werden können. Letztlich wurden noch der Streubesitz sowie der Anteil ausländischer Investoren angegeben. Zunächst gibt Tabelle 9 einen Überblick über die Entwicklung der Kontrollrechte (d.h. der Eigentümerstruktur auf Basis der stimmberechtigten Stammaktien).

Im Jahr 1995 waren strategische Investoren mit durchschnittlichen Eigentumsanteilen von 31,2% die bedeutendste Aktionärsgruppe in Deutschland, gefolgt von Unternehmensinsidern mit 19,5%. Hierbei waren durchschnittlich 10,3% der Eigentumsanteile dem Vorstand zuzurechnen, während der Aufsichtsrat durchschnittlich 9,2% der Stimmrechte gehalten hat. Investoren mit finanziellen Interessen verfügten durchschnittlich über 9,0% der Stimmrechte.

Im Lauf der zwölf Jahre hat jedoch der Einfluss der Unternehmensinsider zugenommen, während das Gewicht der strategischen Investoren deutlich abgenommen hat. So stellen die Unternehmensinsider im Jahr 2006 mit einem durchschnittlichen Eigentumsanteil von 22,0% die mit Abstand einflussreichste Aktionärsgruppe in Deutschland dar. Hierbei halten die Vorstandsmitglieder durchschnittlich 13,1% der Stimm-

[513] Hierbei gilt es zu bedenken, dass Unternehmen nach § 71b AktG keine Rechte aus eigenen Aktien wahrnehmen dürfen. Daher stellen eigene Anteile keine Aktionärsgruppe im eigentlichen Sinn dar.

rechte, während die Mitglieder des Aufsichtsrats durchschnittlich 9,0% halten. Der Anteil der strategischen Investoren ist während der Untersuchungsperiode kontinuierlich gesunken, und zwar bis auf einen durchschnittlichen Eigentumsanteil von 13,0% in 2006. Das kann als ein deutliches Anzeichen für die Auflösung der zahlreichen Überkreuzbeteiligungen („Deutschland-AG“) börsennotierter Unternehmen infolge der Unternehmenssteuerreform 2002 gewertet werden.[514] In diesem Jahr erreicht die Gruppe der Investoren mit finanziellen Interessen einen durchschnittlichen Eigentumsanteil von 12,8%. Insgesamt spielen Banken, Versicherungen und Stiftungen als Aktionäre in deutschen börsennotierten Unternehmen eine eher unbedeutende Rolle.[515] Dagegen hat die Bedeutung von Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften sowie von institutionellen Investoren kontinuierlich zugenommen. Betrug ihr durchschnittlicher Stimmrechtsanteil in 1995 lediglich 2,2% (Venture Capital und Private Equity) bzw. 1,3% (institutionelle Investoren), ist dieser bis zum Jahr 2006 auf immerhin 5,2% bzw. 5,1% angestiegen. Der Anteil derjenigen Privatinvestoren, die keine Rolle in einem der Unternehmensorgane spielen, ist im Zeitablauf leicht angestiegen von 4,6% (in 1995) auf 6,2% (in 2006). Der Anteil der ausländischen Investoren ist überraschenderweise über den Zeitraum relativ konstant geblieben.[516] Die Entwicklung des Streubesitzes von 32,0% (in 1995) auf 44,0% (in 2006) unterstreicht noch einmal, dass die Eigentümerkonzentration in Deutschland während des Untersuchungszeitraums stark abgenommen hat.

Die Entwicklung, dass die Unternehmensinsider während des Untersuchungszeitraums die strategischen Investoren als bedeutendste Aktionärsgruppe deutscher börsennotierter Nicht-Finanzunternehmen abgelöst haben, ist noch einmal anschaulich in Abbildung 18 dargestellt. Es könnte allerdings durchaus sein, dass diese Entwicklung hauptsächlich durch die Veränderung in der Stichprobenzusammensetzung im Zuge der Neuen-Markt-Phase verursacht ist.

---

[514] Vgl. hierzu unter anderem auch Kengelbach und Roos (2006) sowie Rapp et al. (2008a).

[515] Der Eigentumsanteil der Banken hat sich erheblich reduziert, von durchschnittlich 3,74% im Jahr 1995 auf 1,35% im Jahr 2006. Zu einem ähnlichen Befund kommen Dittmann et al. (2009). Vgl. Dittmann et al. (2009), S. 2.

[516] Allerdings muss man hierbei einschränkend bedenken, dass ein Anstieg der ausländischen Investoren mit großer Wahrscheinlichkeit vor allem bei den institutionellen Investoren zu beobachten ist, die oftmals Anteile unterhalb der für diese Arbeit relevanten Meldeschwelle von 5% halten. Insofern ist dieses Ergebnis durchaus mit Vorsicht zu interpretieren.

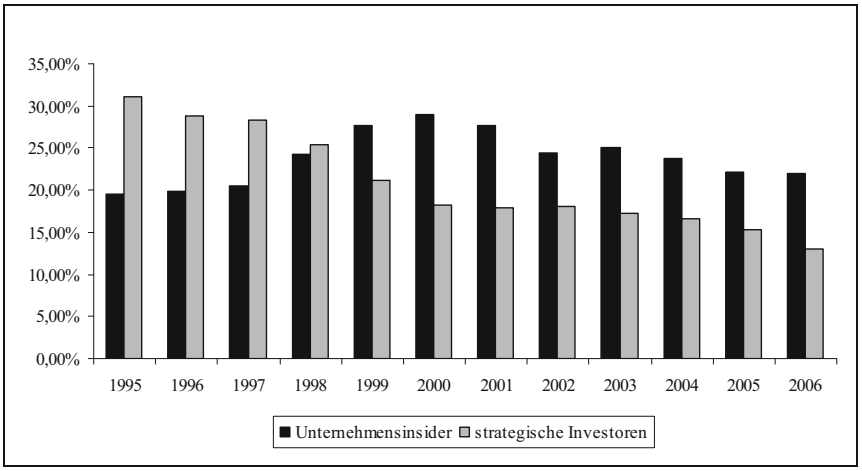


Abbildung 18: Unternehmensinsider und strategische Investoren
Quelle: Eigene Darstellung

Anhand von Tabelle 9 kann man bereits erkennen, dass die Stimmrechtsanteile der Unternehmensinsider von 1997 bis 1999, also genau in dem Zeitraum, in dem zahlreiche Börsengänge am Neuen Markt stattgefunden haben, sprunghaft zugenommen haben, von 20,5 % auf 27,7% (Stimmrechtsanteile von Vorstand und Aufsichtsrat kumuliert betrachtet). Im selben Zeitraum haben sich die Stimmrechtsanteile der strategischen Investoren von 28,4% auf 21,1% stark reduziert. Aus diesem Grund stellt Abbildung 19 den Verlauf der Stimmrechtsanteile für eine Teilstichprobe solcher Nicht-Finanzunternehmen im CDAX dar, die ihren Börsengang bereits vor dem Jahr 1998 hatten.

In dieser Teilstichprobe erhöht sich der Stimmrechtsanteil der Unternehmensinsider vergleichsweise moderat von durchschnittlich 19,5% im Jahr 1995 auf 21,6% im Jahr 2006. Der Anteil der strategischen Investoren sinkt jedoch ebenfalls kontinuierlich und vor allem nach dem Jahr 2002 (dem Zeitpunkt, seit dem Unternehmen Kapitalbeteiligungen steuerfrei veräußern können). Insgesamt reduziert er sich von durchschnittlich 31,2% im Jahr 1995 auf 19,1% im Jahr 2006. In 2006 liegt der durchschnittliche Stimmrechtsanteil der strategischen Investoren in dieser Teilstichprobe damit um fünf Prozentpunkte über dem Durchschnitt für die gesamte Stichprobe (Datensatz A). Der durchschnittliche Anteil der Unternehmensinsider ist dagegen in der Teilstichprobe

nur um einen Prozentpunkt niedriger als in Datensatz A. Insgesamt kann man anhand dieses Robustheitstests daher schon sagen, dass die oben diskutierte Tendenz zu einer Entflechtung der Deutschland-AG sowohl auf die gesamte Stichprobe als auch in etwas geringerem Umfang auf die etablierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX, deren Börsengang bereits vor 1998 stattgefunden hat, zutrifft.[517]

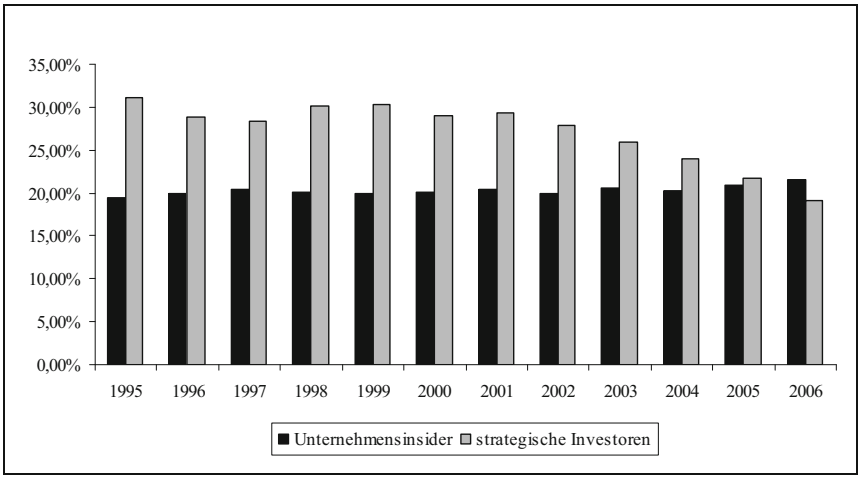


Abbildung 19: Unternehmensinsider und strategische Investoren (Robustheitstest)
Quelle: Eigene Darstellung

Wenn man anstelle der Stimmrechtsanteile (d.h. der Eigentumsanteile am stimmberechtigten Eigenkapital) die Cash-Flow-Rechte bzw. Vermögensrechte (d.h. Eigentumsanteile aus Stamm- und Vorzugsaktien) betrachtet, ergeben sich aufgrund der relativ geringen Anzahl an Nicht-Finanzunternehmen im CDAX, welche Vorzugsaktien emittiert haben, kaum bemerkenswerte Unterschiede zu den Stimmrechten.[518]

Bereits in Kapitel 2 wurde diskutiert, dass die Konzepte *insider ownership* und *founding family ownership* sich nicht gegenseitig ausschließen. Nachdem man vermuten kann, dass viele Unternehmensgründer auch nach dem Börsengang wesentliche Antei-

[517] Zur Entwicklung der Stimmrechtsanteile aller Aktionärsgruppen für die Teilstichprobe solcher Nicht-Finanzunternehmen im CDAX, die ihren Börsengang bereits vor 1998 hatten, vgl. Tabelle 45 im Anhang.

[518] Daher wird an dieser Stelle auf eine detaillierte Darstellung der Cash-Flow-Rechte verzichtet. Vgl. dazu Tabelle 46 im Anhang.

le am stimmberechtigten Kapital halten und zeitgleich in der Unternehmensführung aktiv sind, dürfte es vielmehr einen großen Überschneidungsbereich geben.[519] Dies bestätigt sich, wenn man – auf Basis aller Unternehmensjahrbeobachtungen von 1995 bis 2006 in Datensatz A – die Stimmrechtsanteile der beiden Gruppen vergleicht.

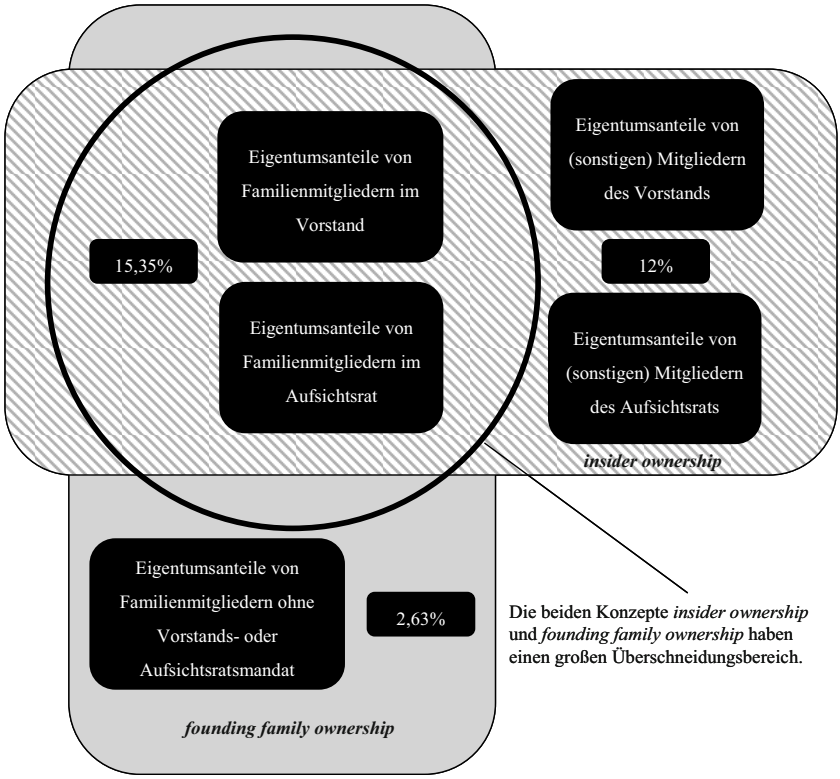


Abbildung 20: *Insider ownership* und *founding family ownership*
Quelle: Eigene Darstellung

Der durchschnittliche Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie (*founding family ownership*) liegt bei rund 18%, während der Stimmrechtsanteil der Unternehmensinsider (kumulierte Betrachtung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern) bei 27,4%

[519] Dieser Zusammenhang wurde bereits in Abbildung 2 in Kapitel 2.1 graphisch dargestellt.

liegt. Abbildung 20 verdeutlicht hierbei, dass tatsächlich ein großer Überschneidungsbereich zwischen den beiden Aktionärskategorien existiert. Der durchschnittliche Stimmrechtsanteil, der beiden Gruppen zuzurechnen ist, beträgt in Datensatz A 15,4%. Während der durchschnittliche Stimmrechtsanteil von solchen Unternehmensgründern, die nicht in einem der Organe aktiv sind, im Durchschnitt lediglich bei 2,6% liegt, gibt es mit 12% durchaus einen relativ hohen Stimmrechtsanteil von Unternehmensinsidern, die nicht gleichzeitig Unternehmensgründer sind.

Nachdem Familienunternehmen im Fokus der vorliegenden Arbeit stehen, soll daher noch die zeitliche Entwicklung der Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie dargestellt werden. Diese illustriert Abbildung 21, in der sowohl die Entwicklung der durchschnittlichen Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie in der gesamten Stichprobe (Datensatz A) dargestellt ist, als auch die Entwicklung in der oben genutzten Teilstichprobe solcher Nicht-Finanzunternehmen im CDAX, deren Börsengang bereits vor 1998 stattgefunden hat.

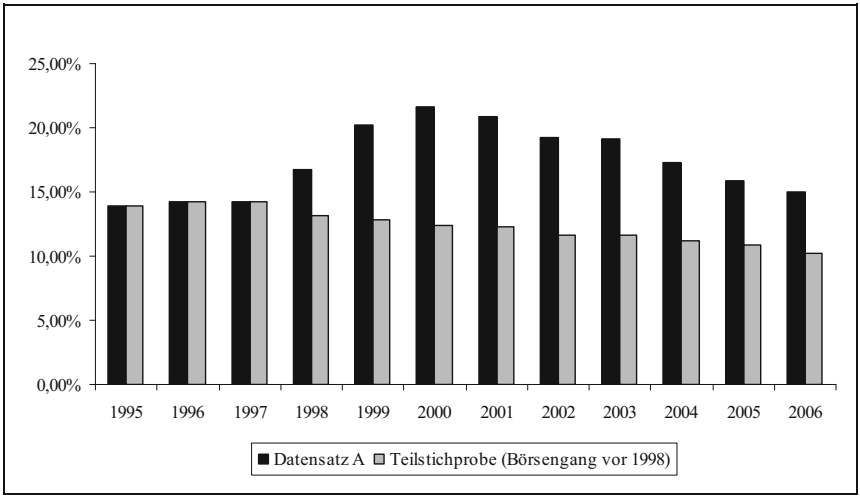


Abbildung 21: Stimmrechte der Gründerfamilien
Quelle: Eigene Darstellung

Dabei zeigt sich auch hier, dass die Veränderung in der Stichprobenzusammensetzung einen sehr starken Einfluss hat. Zunächst zu Datensatz A: Hier hat sich das *founding family ownership* von 13,9% im Jahr 1995 bis auf durchschnittlich 21,6% im Jahr

2000 erhöht, dann aber wieder kontinuierlich bis auf 15% im Jahr 2006 reduziert. Dies lässt vermuten, dass die Mehrheit der Börsengänge am Neuen Markt von solchen Unternehmen vorgenommen wurde, welche die Definition eines Familienunternehmens im Sinn der vorliegenden Arbeit erfüllen. In der Teilstichprobe der etablierten Unternehmen dagegen bleibt das *founding family ownership* relativ konstant und nimmt nur leicht ab, auf 10,2% im Jahr 2006.

Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Identität des größten Aktionärs untersucht, wobei hierbei von Beginn an zwischen der Gründerfamilie und sonstigen Unternehmensinsidern als Aktionärskategorie unterschieden wurde. Tabelle 10 gibt einen Überblick darüber, wie häufig die dargestellten Eigentümergruppen den größten Aktionär in börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX stellen und wie groß deren Anteil dann im Durchschnitt ist.

In den meisten Fällen stellt die Gründerfamilie den größten Aktionär dar. Über die ganze Stichprobe betrachtet repräsentiert sie in 33,5% aller Fälle den größten Aktionär im Unternehmen und hält dann durchschnittlich 42% der Stimmrechtsanteile. In 25,8% der Fälle stellen strategische Investoren den größten Aktionär. Sie sind dann allerdings mit einem noch höheren Eigentumsanteil beteiligt, nämlich im Durchschnitt mit 65,9%. Damit halten strategische Investoren – sofern sie der größte Aktionär sind – von allen Eigentümerkategorien den durchschnittlich höchsten Anteil an Stimmrechten. Andere Unternehmensinsider (die nicht Mitglied der Gründerfamilie sind) stellen ebenfalls relativ häufig den größten Aktionär: Vorstandsmitglieder sind in 7,3% der Fälle mit durchschnittlich 40,4% der Stimmrechtsanteile beteiligt, während Mitglieder des Aufsichtsrats in 7,7% der Fälle den größten Aktionär stellen, und zwar mit einem durchschnittlichen Eigentumsanteil in Höhe von 44,2%.[520]

[520] Moldenhauer (2007) kommt zu einem ähnlichen Befund: Wenn ein strategischer Investor der größte Aktionär im Unternehmen ist, hält er einen bedeutenden Anteil an den Stimmrechten. In der Stichprobe von Moldenhauer (2007) waren dies im Durchschnitt 65,5% der Stimmen im Jahr 1993, 73,1% der Stimmen im Jahr 1998 bzw. 66,6% der Stimmen im Jahr 2003. Moldenhauer kommt darüber hinaus zu dem Resultat, dass Unternehmensinsider in rund 50% der Fälle den größten Aktionär stellen. Wenn man bedenkt, dass Moldenhauer (2007) nicht zwischen der Gründerfamilie und anderen Unternehmensinsidern unterschieden hat, passt das sehr gut zu den hier vorliegenden Ergebnissen, nach denen die Gründerfamilie sowie andere Unternehmensinsider zusammen in 48,5% aller Fälle den größten Aktionär stellen. Vgl. Moldenhauer (2007), S. 189 f. Edwards und Nibler (2000) kommen – übereinstimmend mit den vorliegenden Ergebnissen – in ihrer kleinen Stichprobe ebenfalls zu dem Resultat, dass strategische Investoren und Familien am häufigsten den größten Aktionär stellen. Vgl. Edwards und Nibler (2000), S. 247.

Tabelle 9: Eigentümerstruktur (Stimmrechte)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle stellt die Entwicklung der Aktionärsstrukturen (anhand der Stimmrechte) für alle Nicht-Finanzunternehmen im CDAX von 1995 bis 2006 dar. Die Summe der einzelnen Aktionärskategorien (ohne den Eigentumsanteilen der ausländischen Investoren) beträgt 100%, wobei sich rundungsbedingt minimale Differenzen ergeben können. Alle Angaben sind in Prozent.

Jahr	N	Vorstand	Aufsichts-rat	strategische Investoren	Banken	Versicher-ungen	VC und PE	Stiftungen	Institutionelle Investoren	Privat-investoren	Sonstige	Streubesitz	Ausländische Investoren
1995	230	10,32%	9,20%	31,17%	3,74%	1,36%	2,19%	0,44%	1,28%	4,58%	3,70%	32,01%	10,16%
1996	235	10,18%	9,70%	28,88%	3,76%	1,47%	1,69%	0,33%	1,62%	5,38%	3,72%	33,30%	9,36%
1997	250	12,28%	8,21%	28,39%	2,86%	1,36%	2,11%	0,38%	1,79%	5,20%	3,75%	33,66%	10,31%
1998	312	16,31%	7,96%	25,36%	2,45%	1,04%	2,89%	0,04%	1,51%	5,42%	3,19%	33,80%	11,17%
1999	430	19,88%	7,80%	21,13%	1,47%	0,77%	2,98%	0,38%	2,01%	6,16%	2,70%	34,70%	8,56%
2000	566	20,42%	8,59%	18,16%	1,61%	0,54%	4,16%	0,29%	2,36%	6,57%	3,14%	34,15%	6,93%
2001	568	19,08%	8,57%	17,94%	1,54%	0,58%	3,77%	0,29%	2,17%	6,81%	2,69%	36,55%	7,44%
2002	542	16,17%	8,32%	18,01%	2,04%	0,81%	3,58%	0,50%	3,45%	8,02%	2,55%	36,53%	8,87%
2003	514	15,98%	9,10%	17,26%	2,14%	0,76%	3,67%	0,47%	3,68%	7,15%	2,48%	37,28%	9,21%
2004	500	14,32%	9,42%	16,56%	1,98%	0,62%	4,23%	0,41%	3,76%	7,20%	2,21%	39,27%	10,70%
2005	494	12,86%	9,28%	15,32%	1,66%	0,50%	4,38%	0,57%	4,84%	6,96%	2,09%	41,60%	9,88%
2006	494	13,08%	8,95%	13,03%	1,35%	0,45%	5,24%	0,68%	5,09%	6,23%	1,87%	44,01%	9,98%

Tabelle 10: Identität des größten Aktionärs
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Identität des größten Aktionärs in solchen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX, die mindestens einen 5%-Aktionär haben (Datensatz A). Dabei wird der durchschnittliche Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs (für jede Aktionärsgruppe) angegeben sowie seine absolute Häufigkeit in Klammern. N gibt die Anzahl der Unternehmen an, die im jeweiligen Jahr mindestens einen 5%-Aktionär haben. Die Kategorien Vorstand und Aufsichtsrat sind Unternehmensinsider (die nicht gleichzeitig der Gründerfamilie angehören).

Jahr	N	Gründer-familie	Vorstand	Aufsichtsrat	strategische Investoren	Banken	Versicher-ungen	VC und PE	Stiftungen	Institutio-nelle Investoren	Privat-investoren	Sonstige
1995	228	56,29% (51)	41,02% (10)	45,14% (22)	69,09% (92)	28,69% (10)	18,86% (6)	40,96% (8)	50,86% (2)	45,91% (3)	51,37% (8)	34,66% (16)
1996	232	53,51% (55)	37,67% (9)	42,67% (26)	70,36% (87)	30,04% (9)	17,69% (7)	30,33% (7)	39,75% (2)	45,54% (5)	55,62% (9)	37,85% (16)
1997	245	54,04% (59)	48,20% (12)	45,09% (24)	71,39% (90)	30,69% (7)	18,44% (7)	41,28% (10)	39,75% (2)	38,92% (7)	54,45% (10)	38,24% (17)
1998	306	50,14% (87)	47,81% (23)	43,12% (25)	71,08% (101)	29,38% (9)	18,84% (8)	41,69% (15)	0,00% ()	24,81% (9)	54,38% (13)	39,56% (16)
1999	423	45,78% (149)	43,79% (31)	42,05% (30)	67,34% (118)	25,77% (7)	19,13% (8)	35,07% (20)	30,31% (4)	33,23% (14)	43,53% (24)	41,59% (18)
2000	558	41,63% (221)	39,79% (47)	43,58% (34)	68,14% (126)	31,41% (12)	17,08% (9)	41,62% (31)	29,72% (3)	42,89% (20)	40,81% (31)	43,30% (24)
2001	558	41,44% (220)	39,96% (42)	43,87% (38)	67,98% (128)	31,64% (12)	18,85% (9)	40,39% (29)	38,83% (2)	37,84% (20)	41,39% (34)	38,02% (24)
2002	536	38,78% (198)	36,74% (41)	39,32% (34)	65,34% (127)	30,26% (16)	18,74% (10)	36,94% (26)	47,08% (4)	38,85% (24)	42,27% (33)	36,07% (21)
2003	507	39,57% (182)	38,42% (39)	44,32% (35)	62,02% (120)	34,04% (16)	22,85% (7)	42,94% (24)	37,00% (4)	32,95% (30)	37,70% (28)	32,00% (22)
2004	493	39,07% (162)	38,22% (39)	44,60% (42)	62,58% (111)	32,37% (16)	17,28% (6)	44,68% (33)	35,11% (5)	28,27% (28)	37,53% (32)	29,66% (19)
2005	483	36,69% (156)	38,57% (36)	45,77% (40)	59,16% (106)	28,93% (14)	17,50% (4)	40,98% (37)	35,26% (7)	26,25% (38)	29,78% (30)	34,80% (15)
2006	477	36,76% (151)	42,36% (37)	49,02% (40)	57,53% (93)	28,49% (10)	13,63% (5)	42,24% (44)	42,92% (7)	20,54% (46)	31,55% (31)	24,06% (13)

Jeweils in 5,6% der Fälle handelt es sich bei dem größten Aktionär um eine Beteiligungsgesellschaft (d.h. eine Venture-Capital- oder Private-Equity-Gesellschaft) oder einen Privatinvestor. Deren durchschnittliche Anteile betragen 40,8% bzw. 40,3%.

Wenn man die Entwicklung im Zeitablauf betrachtet, ergibt sich in Übereinstimmung mit der Entwicklung der gesamten Aktionärsstruktur folgendes Bild: Im Jahr 1995 stellten strategische Investoren in 40% der Fälle (d.h. in 92 von 228 Unternehmen, die einen Blockaktionär mit mindestens 5% der Stimmrechte haben) den größten Aktionär. Gründerfamilien stellen im selben Jahr in 22% der Unternehmen den größten Aktionär. Dies ändert sich im Lauf der Zeit: Im Jahr 2006 ist die Gründerfamilie in 32% der Unternehmen als größter Aktionär vertreten. Dagegen hat die Bedeutung der strategischen Investoren deutlich abgenommen: Sie sind im Jahr 2006 lediglich in 20% der Unternehmen als größter Aktionär vertreten. Dies ist ein weiteres Indiz für die sukzessive Entflechtung der „Deutschland-AG".

6.5.2 Entwicklung von Vorstand und Aufsichtsrat

In diesem Abschnitt wird dargestellt, wie sich die Größe und Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat während der Untersuchungsperiode verändert hat. Hierbei soll vor allem analysiert werden, wie viele Mitglieder des Vorstands bzw. Aufsichtsrats auch tatsächlich Eigentumsanteile an den untersuchten Unternehmen halten.[521] Weiterhin wird dargestellt, welcher Anteil der Unternehmen der gesetzlichen Mitbestimmung unterliegt.

Zunächst jedoch zu den Organgrößen. Tabelle 11 gibt einen Überblick, wie sich die Größe des Vorstands im Zeitablauf verändert hat, während Tabelle 12 die Veränderung des Aufsichtsrats darstellt. Die durchschnittliche Größe beider Organe hat sich während der letzten Jahre kontinuierlich und zum Teil erheblich verkleinert. Dies wird auch anschaulich in Abbildung 22 dargestellt.

[521] Auf die Beteiligung der Gründerfamilie an den Unternehmensorganen wird an dieser Stelle nicht eingegangen, da detaillierte Angaben dazu noch in Kapitel 6.5.3 folgen.

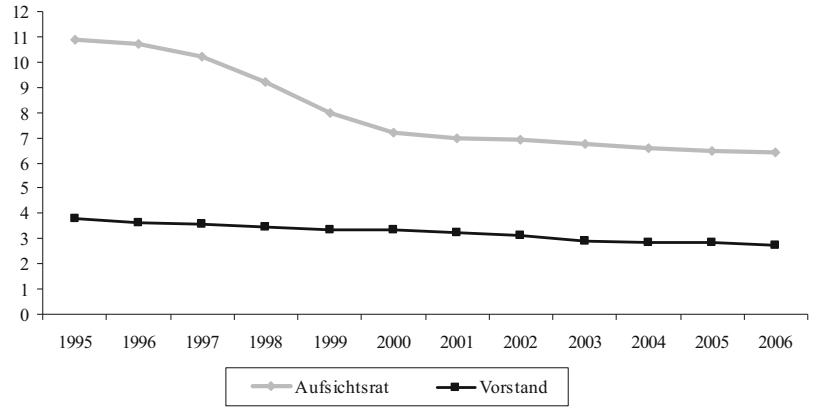


Abbildung 22: Vorstands- und Aufsichtsratsgröße
Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 11: Entwicklung des Vorstands
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Vorstandsgröße für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006 (Datensatz A). Dabei wird für jedes Jahr das arithmetische Mittel (bzw. der Median) der Vorstandsgröße angegeben. Darüber hinaus zeigt die Tabelle den relativen Anteil der am Unternehmen mit Eigenkapital beteiligten Vorstandsmitglieder.

Jahr	N	Vorstand	N	Anteil beteiligter Vorstandsmitglieder
1995	230	3,79 (3)	230	0,0950
1996	235	3,62 (3)	235	0,0969
1997	250	3,56 (3)	249	0,1233
1998	312	3,45 (3)	306	0,1972
1999	430	3,33 (3)	418	0,2671
2000	566	3,33 (3)	546	0,2720
2001	568	3,22 (3)	547	0,2587
2002	542	3,11 (3)	516	0,2434
2003	514	2,92 (3)	491	0,2512
2004	500	2,85 (2)	482	0,2270
2005	494	2,83 (3)	477	0,2196
2006	494	2,76 (2)	481	0,2241

1995 bestand der Vorstand eines börsennotierten deutschen Unternehmens im Durchschnitt aus 3,79 Mitgliedern (Median 3). 2006 jedoch ist die durchschnittliche Größe dieses Organs auf 2,76 Vorstandsmitglieder zurückgegangen (Median 2). Eine ähnliche, wenn nicht noch stärkere Entwicklung zeichnet sich beim Aufsichtsrat ab. Hier lag die durchschnittliche Größe des Kontrollorgans 1995 bei 10,86 Aufsichtsratsmitgliedern (Median 12). Für das Jahr 2006 ist die durchschnittliche Größe des Aufsichtsrats auf 6,43 Mitglieder (Median 6) zurückgegangen.

Tabelle 12: Entwicklung des Aufsichtsrats
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Aufsichtsratsgröße für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006 (Datensatz A). Dabei wird für jedes Jahr das arithmetische Mittel (bzw. der Median) der Aufsichtsratsgröße angegeben. Darüber hinaus zeigt die Tabelle den relativen Anteil der am Unternehmen mit Eigenkapital beteiligten Aufsichtsratsmitglieder.

Jahr	N	Größe Aufsichtsrat	N	Anteil beteiligter Aufsichtsratsmitglieder
1995	230	10,86 (12)	230	0,0426
1996	235	10,74 (12)	235	0,0483
1997	250	10,24 (9)	250	0,0491
1998	312	9,19 (6)	312	0,0564
1999	430	7,99 (6)	427	0,0663
2000	566	7,19 (6)	558	0,0892
2001	568	6,99 (6)	563	0,0848
2002	542	6,93 (6)	539	0,0945
2003	514	6,73 (6)	512	0,1022
2004	500	6,60 (6)	500	0,0964
2005	494	6,46 (5)	493	0,1028
2006	494	6,43 (6)	493	0,0974

Diese Entwicklung hängt sicherlich nicht ausschließlich damit zusammen, dass die beiden Organe während der Untersuchungsperiode per se in ihrer Größe geschrumpft sind. Vielmehr dürfte dieses Ergebnis zu einem großen Teil darauf zurückzuführen sein, dass gerade in den Jahren 1998 bis 2000 viele junge, technologieorientierte Wachstumsunternehmen mit kleineren Unternehmensorganen an die Börse gegangen sind. Dies zeigt sich, wenn man lediglich die etablierten börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX betrachtet, die ihren Börsengang bereits vor dem Jahr 1998 hatten. In dieser Teilgruppe hat sich die durchschnittliche Vorstandsgröße mode-

rat auf 3,29 Mitglieder (Median 3) im Jahr 2006 reduziert. Der Aufsichtsrat hat sich in dieser Teilgruppe ebenfalls moderat verkleinert: Er setzt sich im selben Jahr aus durchschnittlich 9,33 Mitgliedern (Median 6) zusammen.[522]

In den technologieorientierten Wachstumsunternehmen ist anscheinend auch ein größerer Teil der Organmitglieder mit eigenem Kapital am Unternehmen beteiligt. Dies zeigt sich anhand der prozentualen Anteile der an den börsennotierten Unternehmen beteiligten Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieder. 1995 waren durchschnittlich lediglich rund 10% aller Vorstandsmitglieder an den Unternehmen, die sie geführt haben, beteiligt. Dieser Anteil hat sich bis zum Jahr 2006 auf rund 22% mehr als verdoppelt. Ein ähnliches Bild ergibt sich hinsichtlich der beteiligten Aufsichtsratsmitglieder: 1995 waren lediglich rund 4% der Aufsichtsratsmitglieder gleichzeitig Aktionäre. Bis zum Jahr 2006 hat sich die Quote der beteiligten Aufsichtsratsmitglieder ebenfalls mehr als verdoppelt. So betrug ihr Anteil im Jahr 2006 9,0%. Dieser durchschnittliche Eigentumsanteil der Aufsichtsratsmitglieder war allerdings in den Jahren 2003 und 2005 auch schon deutlich über 9% gelegen und ist dann in 2006 leicht auf 9,0% zurückgegangen.

Sowohl hinsichtlich der Veränderungen in den Organgrößen als auch hinsichtlich der Beteiligungsquoten von Organmitgliedern ist auffällig, dass sich diese in den Jahren 1998 bis 2000 oft sprunghaft verändert haben und anschließend relativ konstant geblieben sind. Dies unterstreicht die oben angeführte These, dass die Veränderungen hauptsächlich durch die Charakteristika von Börsenneulingen aus technologieintensiven Branchen geprägt sind. Weiterhin zeigt eine Analyse der Organgrößen bzw. der beteiligten Organmitglieder unter solchen Nicht-Finanzunternehmen, die bereits vor dem Jahr 1998 im CDAX waren, dass hier die Beteiligungsquoten zumindest für die Vorstandsmitglieder mit 10,3% konstant geblieben sind. Der Anteil der beteiligten Aufsichtsratsmitglieder hat dagegen ebenfalls auf durchschnittlich 5,9% zugenommen.[523]

Tabelle 13 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Mitbestimmung bei den börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX. Hierbei wurden folgende Aspekte

---

[522] Das Ergebnis dieses Robustheitstests ist im Anhang in den Tabelle 47 und Tabelle 48 dargestellt. Selbstverständlich nimmt die Größe dieser Teilstichprobe aufgrund von Abgängen (Insolvenz, Squeeze-Outs etc.) etwas ab.

[523] Vgl. hierzu ebenfalls Tabelle 47 und Tabelle 48 im Anhang.

untersucht: Der tatsächliche prozentuale Anteil der Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsräten der Nicht-Finanzunternehmen im CDAX sowie die Anzahl der Unternehmen, (i) die eine paritätische Mitbestimmung implementiert haben, (ii) die zu einem Drittel aus Arbeitnehmervertretern bestehen und (iii) die keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat haben.

Tabelle 13: Entwicklung der Arbeitnehmervertretung
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006 (Datensatz A). Zum einen wird der durchschnittliche (tatsächliche) relative Anteil der Arbeitnehmervertreter (bzw. der Median) im Aufsichtsrat dargestellt. Zum anderen zeigt die Tabelle, wie viele Unternehmen in den jeweiligen Jahren eine paritätische Mitbestimmung, ein Drittel Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat oder keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat haben.

Jahr	N	Anteil Arbeitnehmer-vertreter	Keine	1/3	1/2
1995	227	0,3956	12	103	112
		(0,35)	(0,05)	(0,45)	(0,49)
1996	229	0,3962	9	107	113
		(0,40)	(0,04)	(0,47)	(0,49)
1997	239	0,3894	12	119	108
		(0,33)	(0,05)	(0,5)	(0,45)
1998	299	0,3272	61	120	118
		(0,33)	(0,2)	(0,4)	(0,39)
1999	428	0,2404	175	138	115
		(0,33)	(0,41)	(0,32)	(0,27)
2000	563	0,1886	299	139	125
		(0,33)	(0,53)	(0,25)	(0,22)
2001	566	0,1893	305	134	127
		(0,33)	(0,54)	(0,24)	(0,22)
2002	541	0,188	295	125	121
		(0,33)	(0,55)	(0,23)	(0,22)
2003	513	0,1836	286	119	108
		(0,33)	(0,56)	(0,23)	(0,21)
2004	499	0,1764	280	118	101
		(0,33)	(0,56)	(0,24)	(0,20)
2005	492	0,1709	287	110	95
		(0,33)	(0,58)	(0,22)	(0,19)
2006	490	0,1643	293	102	95
		(0,33)	(0,6)	(0,21)	(0,19)

Tabelle 13 zeigt, dass sich der tatsächliche prozentuale Anteil der Arbeitnehmervertreter im Zeitverlauf kontinuierlich reduziert hat.[524] Während 1995 noch durchschnittlich 39,6% der Aufsichtsratsmitglieder durch Arbeitnehmervertreter besetzt waren, betrug deren Anteil im Jahr 2006 lediglich noch 16,6%. Nachdem die gesetzlich geregelte Mitbestimmung in Deutschland von der Unternehmensgröße abhängig ist, lässt sich dieser starke Rückgang an Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat sicherlich mit der Welle an Börsengängen kleinerer Unternehmen im Neuen Markt erklären. Die Veränderung in der Stichprobenzusammensetzung und nicht eine Änderung der Mitbestimmungspraxis in deutschen börsennotierten Unternehmen an und für sich dürften also für diesen starken Rückgang der Mitbestimmung verantwortlich sein. Dies zeigt sich insbesondere, wenn man die Entwicklung der drei denkbaren Formen der Mitbestimmung im Zeitverlauf betrachtet. 1995 hatten lediglich 5% der börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. Dagegen hatten 49% aller Unternehmen einen paritätisch besetzten Aufsichtsrat und 45% einen Aufsichtsrat mit einem Drittel Arbeitnehmervertreter. Dies hat sich bis zum Jahr 2006 grundlegend verändert: 60% der Nicht-Finanzunternehmen im CDAX haben 2006 keinen Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, lediglich 21% ein Drittel Arbeitnehmervertreter und 19% eine paritätische Mitbestimmung. Wenn man lediglich die Unternehmen der Stichprobe betrachtet, die bereits vor 1998 im CDAX waren, bleibt die Mitbestimmungspraxis weitgehend unverändert. Von diesen Unternehmen haben 2006 42% paritätische Mitbestimmung, 43% ein Drittel Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und lediglich 15% einen Aufsichtsrat ohne Arbeitnehmervertretung.[525]

---

[524] Der tatsächliche Anteil an Arbeitnehmervertretern kann in manchen Jahren durchaus von der gesetzlich vorgesehenen Mitbestimmung abweichen, weil einzelne Aufsichtsratsmandate zum Zeitpunkt der Meldung an Hoppenstedt unbesetzt waren. Dies trifft sowohl für unbesetzte Mandate der Kapitalseite wie auch der Arbeitnehmerseite zu. Ein Beispiel kann dies verdeutlichen: Wenn ein Aufsichtsrat aus sechs Mitgliedern inklusive zwei Arbeitnehmervertretern zusammengesetzt ist, unterliegt das Unternehmen dem Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer (vormals Betriebsverfassungsgesetz von 1952). Es kann allerdings sein, dass zum Jahresende der Aufsichtsrat lediglich aus fünf Mitgliedern besteht. Wenn ein Mandat der Kapitalseite vorübergehend unbesetzt ist, beträgt der tatsächliche Anteil der Arbeitnehmervertreter 40% statt dem gesetzlich vorgesehenen Drittel. Wenn ein Mandat der Arbeitnehmervertreter dagegen temporär unbesetzt ist, beträgt der tatsächliche Anteil der Arbeitnehmer nur 20%. Aus diesem Grund wurde – soweit möglich – neben dem tatsächlichen Anteil auch die gesetzlich vorgesehene Mitbestimmung erhoben.

[525] Vgl. hierzu Tabelle 49 im Anhang.

6.5.3 Deskriptive Analyse von Familienunternehmen

Wenn man Familienunternehmen – wie in Kapitel 2 erläutert - anhand der Komponenten Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung definiert, sind insgesamt 390 der untersuchten 660 Nicht-Finanzunternehmen zumindest in einem Jahr während des Untersuchungszeitraums ein Familienunternehmen, d.h. rund 60% der untersuchten Unternehmen qualifizieren sich zumindest in einem Jahr als Familienunternehmen. Insgesamt besteht die Stichprobe aus 5.135 Unternehmensjahren mit vollständigen Informationen zur Eigentümer- und Organstruktur sowie zu den Unternehmensgründern: Davon entfallen 2.410 Unternehmensjahrbeobachtungen auf Familienunternehmen und 2.725 Unternehmensjahrbeobachtungen auf Nicht-Familienunternehmen. Tabelle 14 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Stichprobenzusammensetzung inklusive der Aufteilung nach Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen.

Tabelle 14: Zusammensetzung der Stichprobe (Datensatz A)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Zusammensetzung der Stichprobe von 1995 bis 2006 (Datensatz A). Neben der Gesamtanzahl an Nicht-Finanzunternehmen im CDAX in den jeweiligen Jahren ist die Anzahl der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in jedem Jahr angegeben.

Jahr	Unternehmen	Familienunternehmen	Nicht-Familienunternehmen
1995	230	65	165
1996	235	68	167
1997	250	75	175
1998	312	111	201
1999	430	203	227
2000	566	312	254
2001	568	315	253
2002	542	278	264
2003	514	262	252
2004	500	248	252
2005	494	237	257
2006	494	236	258
Summe	5.135	2.410	2.725

Eine graphische Darstellung der Stichprobenzusammensetzung gibt die nachfolgende Abbildung 23. Hierbei wird die Zusammensetzung der Stichprobe nach Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in den jeweiligen Jahren mit absoluten und relativen Werten dargestellt. Es zeigt sich, dass die Anzahl der Nicht-Finanzunternehmen im CDAX in den Jahren 1999 und 2000 aufgrund der zahlreichen Börsengän-

ge technologieintensiver Unternehmen am Neuen Markt sprunghaft angestiegen ist. Dass sich dies auch auf das Verhältnis von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen ausgewirkt hat, zeigt sich anhand der relativen Werte sehr anschaulich. Während der Anteil an Familienunternehmen in der Stichprobe 1995 noch bei 28% lag, hat er sich zwischenzeitlich in den Jahren 2000 und 2001 auf 55% erhöht und ist schließlich bis zum Jahr 2006 wieder auf 48% zurückgegangen.

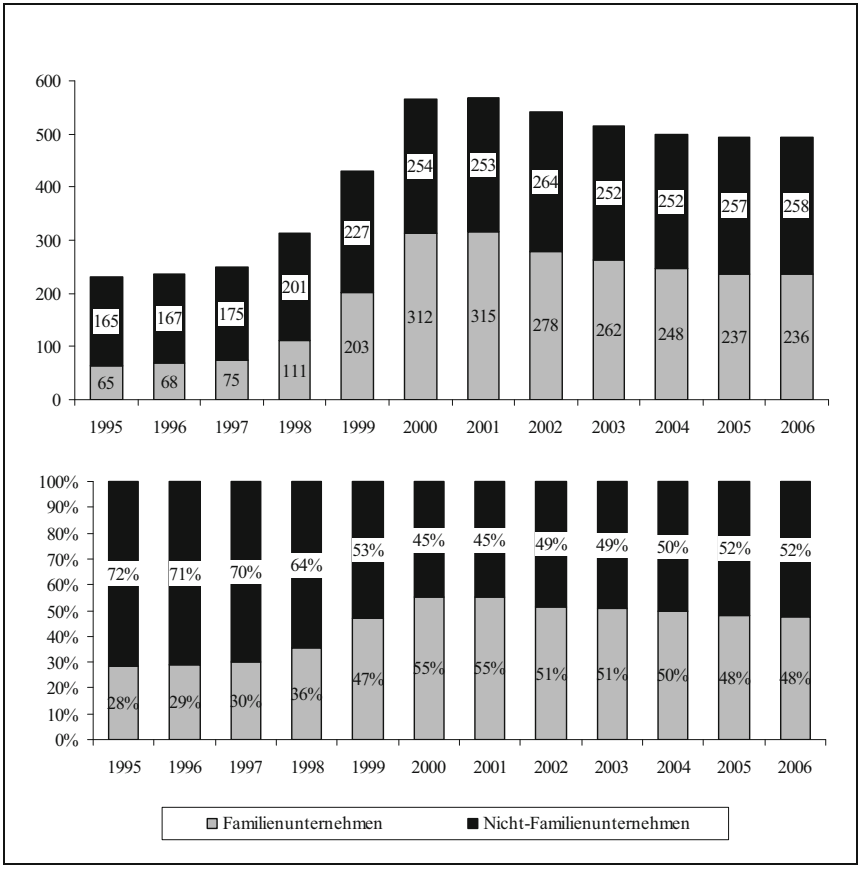


Abbildung 23: Familienunternehmen im CDAX
Quelle: Eigene Darstellung

Die Branchenzugehörigkeit der Unternehmen in der Stichprobe ergibt sich anhand eines üblichen Industrieschlüssels, dem vierstelligen *SIC-Code* (*Standard Industrial*

Classification Code). Hierbei kann man entweder auf eine sehr grobe Einteilung in sieben Hauptbranchen (auf Basis der ersten Ziffer des *SIC-Codes*) oder aber auf eine genauere Unterscheidung anhand der ersten beiden Ziffern des *SIC-Codes* (bzw. sogar auf den gesamten *SIC-Code*) zurückgreifen. Abbildung 24 gibt zunächst einen Überblick anhand dieser einstelligen *SIC-Codes* über die Zusammensetzung der Stichprobe nach Industriesektoren. Dabei sind die absoluten Werte der Unternehmensjahrbeobachtungen zugrunde gelegt, wobei zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen unterschieden wird.

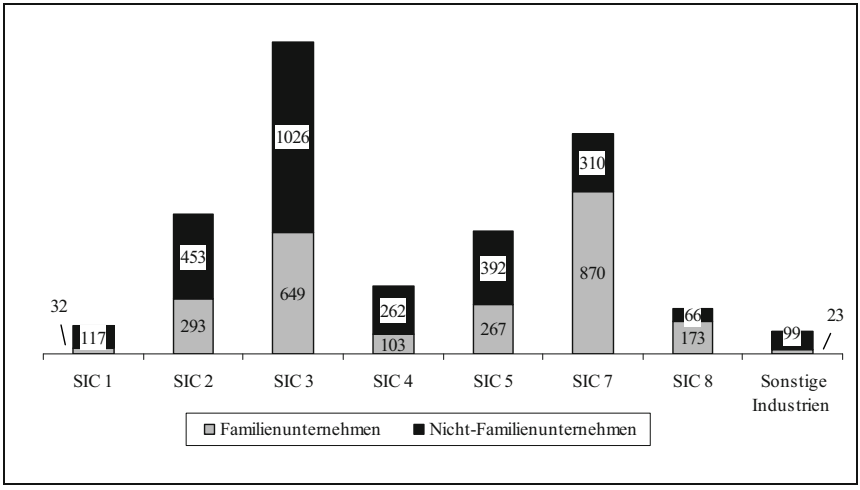


Abbildung 24: Stichprobe nach Industriesektoren (absolut)
Quelle: Eigene Darstellung

Traditionell spielt das verarbeitende Gewerbe eine starke Rolle bei der Branchenzusammensetzung in Deutschland. So sind auch in der vorliegenden Stichprobe der Nicht-Finanzunternehmen im CDAX 47% aller Unternehmensjahrbeobachtungen entweder dem produzierenden Gewerbe I (*SIC-Code* 2 mit Nahrungsmittelindustrie, chemischer Industrie, Textilindustrie, Holz- und Papierindustrie) oder dem produzierenden Gewerbe II (*SIC-Code* 3 mit Kunststoff- und Lederprodukten, Maschinenbau, Elektroindustrie, Transportmitteln und sonstigen Industriegütern) zuzuordnen. 36% der Unternehmensjahrbeobachtungen in der Stichprobe entfallen auf Dienstleistungsbranchen (*SIC-Code* 7 und 8), 24% auf den Groß- und Einzelhandel (*SIC-Code* 5), 12% auf die Landwirtschaft und Agrarindustrie (*SIC-Code* 1) und 7% auf den Sektor

Transport, Kommunikation und Energie (*SIC-Code* 4). Abbildung 25 gibt einen Überblick über die prozentualen Anteile der Familienunternehmen bzw. Nicht-Familienunternehmen an den einzelnen Industriesektoren.

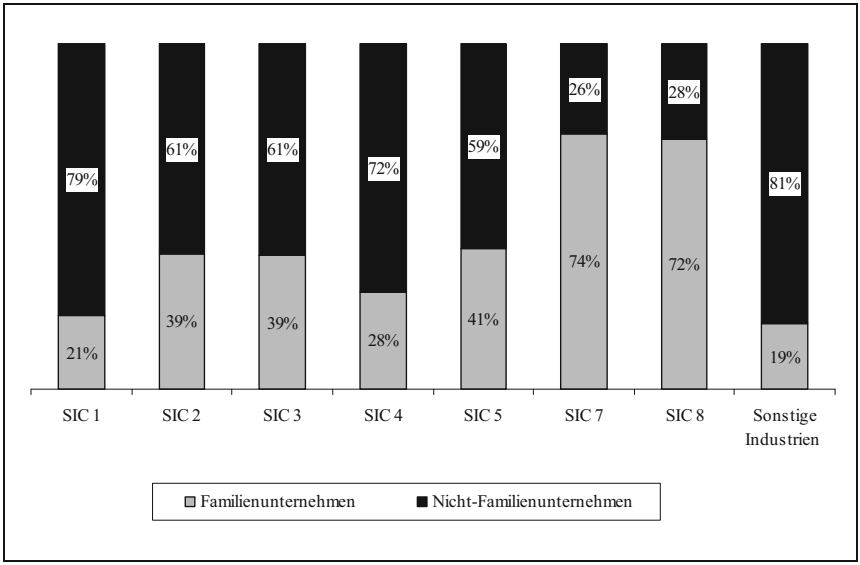


Abbildung 25: Stichprobe nach Industriesektoren (relativ)
Quelle: Eigene Darstellung

Familienunternehmen sind interessanterweise mit rund 70% aller Unternehmensjahrbeobachtungen in den vergleichsweise wenig kapitalintensiven Dienstleistungsindustrien besonders stark vertreten. Am geringsten ist der Anteil der Familienunternehmen dagegen in der Landwirtschaft, Agrar- und Bergbauindustrie mit 21% der Unternehmensjahrbeobachtungen. In den anderen Industriesektoren liegt der Anteil der Familienunternehmen dagegen zwischen 28% und 40%.

Eine genauere Aufschlüsselung der Branchen zeigt Tabelle 15, die auf den ersten beiden Ziffern des *SIC-Codes (2-digit SIC-Code)* basiert. Die Tabelle zeigt die Anzahl der Unternehmensjahrbeobachtungen, welche auf Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen entfallen. Die Spalte ganz rechts zeigt das Gewicht der jeweiligen Branche in der ganzen Stichprobe in Prozent. Darüber hinaus wurde der Prozentsatz derjenigen Unternehmen kalkuliert, die auch durch die Gründerfamilie geführt

werden (d.h. Unternehmensjahrbeobachtungen, in denen die Gründerfamilie ein Vorstandsmandat wahrnimmt).[526]

Tabelle 15: Industriezusammensetzung der Stichprobe (1995 bis 2006)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Branchenverteilung der Stichprobe für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX (Datensatz A) von 1995 bis 2006. Dabei sind folgende Informationen aufgeführt: Der zweistellige *SIC-Code* und die Branchenbezeichnung, die Anzahl der Unternehmensjahrbeobachtungen in der Stichprobe (Unternehmensjahre) sowie eine Aufteilung nach Familienunternehmen (FU) und Nicht-Familienunternehmen (NFU). Schließlich ist die Kapitalintensität der Industrie (KI) angegeben, berechnet als der Wert der Sachanlagen in Relation zur Bilanzsumme (Industriemedian). Das Industriegewicht gibt schließlich die relative Bedeutung der Branche in der Stichprobe in Prozent an.

SIC-Code	Branchenbeschreibung	Unternehmensjahre	FU	NFU	%FU	KI	Industriegewicht
1	Landwirtschaft (Agrarprodukte)	12	12	0	100%	23%	0,2%
7	Landwirtschaftliche Dienste	9	9	0	100%	16%	0,2%
13	Öl- und Gasförderung	9	0	9	0%	37%	0,2%
14	Nichtmetallbergbau (ohne Brennstoffe)	19	0	19	0%	29%	0,4%
15	Baugewerbe	65	7	58	11%	26%	1,3%
16	Hoch- und Tiefbau (ohne Wohnungsbau)	31	0	31	0%	11%	0,6%
17	Baunebengewerbe	13	13	0	100%	13%	0,3%
20	Nahrungsmittelindustrie	171	20	151	12%	33%	3,3%
22	Textilindustrie	24	12	12	50%	19%	0,5%
23	Bekleidungsindustrie, Textilwaren	99	48	51	48%	21%	1,9%
24	Holzindustrie	32	12	20	38%	49%	0,6%
25	Möbel und Einrichtungsgegenstände	12	12	0	100%	36%	0,2%
26	Papierindustrie	77	19	58	25%	30%	1,5%
27	Druckindustrie	59	33	26	56%	20%	1,1%
28	Chemische Industrie	272	135	137	50%	26%	5,3%
30	Gummiverarbeitung, Kunststoffprodukte	134	40	94	30%	34%	2,6%
31	Lederverarbeitung, Lederwaren	11	0	11	0%	1%	0,2%
32	Steine, Erde, Glas	105	24	81	23%	8%	2,0%
33	Metalle (Eisen, Stahl, Nichteisen)	59	0	59	0%	36%	1,1%
34	Metallbehälter und -produkte	77	23	54	30%	32%	1,5%
35	Maschinenbau	573	186	387	32%	33%	11,2%
36	Elektroindustrie, Elektronik	382	205	177	54%	21%	7,4%
37	Transportmittel	171	55	116	32%	23%	3,3%
38	Instrumente und Geräte	150	103	47	69%	31%	2,9%
39	Sonstige Industrieerzeugnisse	13	13	0	100%	17%	0,3%
41	Personenverkehr	8	0	8	0%	23%	0,2%
42	LKW-Transporte, Lagerhäuser	12	5	7	42%	83%	0,2%
45	Lufttransporte	22	3	19	14%	4%	0,4%
47	Transportdienste	41	7	34	17%	56%	0,8%
48	Kommunikationsdienste	127	80	47	63%	29%	2,5%
49	Versorgungsdienste (Strom, Gas, Sanitär)	155	8	147	5%	21%	3,0%
50	Großhandel (Inv.- und Gebrauchsgüter)	302	132	170	44%	42%	5,9%
51	Großhandel (Verbrauchsgüter)	153	59	94	39%	17%	3,0%

[526] Diese Angabe konnte jedoch aus Platzgründen nicht mehr in die Tabelle integriert werden.

Fortsetzung Tabelle 15: Industriezusammensetzung der Stichprobe (1995 bis 2006)
Quelle: Eigene Darstellung

SIC-Code	Branchenbeschreibung	Unternehmensjahre	FU	NFU	%FU	KI	Industriegewicht
52	Baumaterial, Gartenbedarf (Einzelhandel)	14	12	2	86%	29%	0,3%
53	Warenhäuser	34	5	29	15%	48%	0,7%
54	Nahrungsmittel (Einzelhandel)	31	0	31	0%	43%	0,6%
55	Autohändler und Tankstellen	11	3	8	27%	38%	0,2%
56	Bekleidungsartikel (Einzelhandel)	32	8	24	25%	1%	0,6%
57	Möbel, Heimausstattung (Einzelhandel)	31	26	5	84%	25%	0,6%
59	Sonstiger Einzelhandel	51	22	29	43%	46%	1,0%
70	Beherbergungsgewerbe, Fremdenverkehr	1	1	0	100%	15%	0,0%
72	Persönliche Dienstleistungen	6	0	6	0%	1%	0,1%
73	Gewerbliche Dienstleistungen	948	708	240	75%	36%	18,5%
75	KfZ-Dienste	19	19	0	100%	10%	0,4%
78	Filmproduktion, Kinodienste	150	98	52	65%	68%	2,9%
79	Erholungs- und Vergnügungsstätten	47	35	12	74%	12%	0,9%
80	Gesundheitsdienste	62	46	16	74%	20%	1,2%
82	Bildungswesen	13	6	7	46%	45%	0,3%
83	Soziale Einrichtungen	10	8	2	80%	19%	0,2%
87	Technik, Management	140	106	34	76%	22%	2,7%
89	Sonstige Dienstleistungen	14	7	7	50%	16%	0,3%
99	Sonstige Branchen	1	0	1	0%	17%	0,0%
	Ohne Angabe zum Industriecode	121	25	96	21%	34%	2,4%

Folgende fünf Branchen sind immerhin für 48,3% aller Unternehmensjahrbeobachtungen in der Stichprobe verantwortlich: Gewerbliche Dienstleistungen (18,5%), Maschinenbau (11,2%), Elektroindustrie und Elektronik (7,4%), Großhandel mit Investitions- und Gebrauchsgütern (5,9%) sowie die chemische Industrie (5,3%). In diesen fünf am stärksten gewichteten Branchen spielen Familienunternehmen eine bedeutende Rolle: So sind z.B. 75% aller Unternehmensjahrbeobachtungen im Branchensektor gewerbliche Dienstleistungen der Gruppe der Familienunternehmen zuzuordnen (57% aller Unternehmensjahrbeobachtungen unter Familienführung). Der Anteil der Familienunternehmen (Familienführung) in den anderen vier bedeutenden Industriesektoren gestaltet sich wie folgt: Maschinenbau 32% Familienunternehmen (18% Familienführung), Elektroindustrie und Elektronik 54% (36%), Großhandel mit Investitions- und Gebrauchsgütern 44% (23%) und chemische Industrie 50% (37%). Insgesamt zeigen diese deskriptiven Befunde, dass börsennotierten Familienunternehmen in den am stärksten vertretenen deutschen Industriezweigen eine hohe Bedeutung zukommt.

Die nachfolgenden Tabelle 16 und Tabelle 17 zeigen die Industriezusammensetzung im ersten und letzten Jahr der Stichprobe (d.h. im Jahr 1995 und 2006).

Tabelle 16: Industriezusammensetzung der Stichprobe (1995)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Branchenverteilung der Stichprobe für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX (Datensatz A) im Jahr 1995. Dabei sind folgende Informationen aufgeführt: Der zweistellige *SIC-Code* und die Branchenbezeichnung, die Anzahl der Unternehmensjahrbeobachtungen in der Stichprobe (Unternehmensjahre) sowie eine Aufteilung nach Familienunternehmen (FU) und Nicht-Familienunternehmen (NFU). Schließlich ist die Kapitalintensität der Industrie (KI) angegeben, berechnet als der Wert der Sachanlagen in Relation zur Bilanzsumme (Industriemedian). Das Industriegewicht gibt schließlich die relative Bedeutung der Branche in der Stichprobe in Prozent an.

SIC-Code	Industriebeschreibung	Untern.-jahre	FU	NFU	%FU	Industrie-gewicht
1	Landwirtschaft (Agrarprodukte)	1	1	0	100%	0,43%
7	Landwirtschaftliche Dienste	0	0	0		0,00%
13	Öl- und Gasförderung	1	0	1	0%	0,43%
14	Nichtmetallbergbau (ohne Brennstoffe)	2	0	2	0%	0,87%
15	Baugewerbe	6	1	5	17%	2,61%
16	Hoch- und Tiefbau (ohne Wohnungsbau)	3	0	3	0%	1,30%
17	Baunebengewerbe	1	1	0	100%	0,43%
20	Nahrungsmittelindustrie	14	2	12	14%	6,09%
22	Textilindustrie	2	1	1	50%	0,87%
23	Bekleidungsindustrie, Textilwaren	7	4	3	57%	3,04%
24	Holzindustrie	2	1	1	50%	0,87%
25	Möbel und Einrichtungsgegenstände	1	1	0	100%	0,43%
26	Papierindustrie	6	1	5	17%	2,61%
27	Druckindustrie	1	1	0	100%	0,43%
28	Chemische Industrie	17	6	11	35%	7,39%
30	Gummiverarbeitung, Kunststoffprodukte	7	0	7	0%	3,04%
31	Lederverarbeitung, Lederwaren	0	0	0		0,00%
32	Steine, Erden, Glas	7	1	6	14%	3,04%
33	Metalle (Eisen, Stahl, Nichteisen)	3	0	3	0%	1,30%
34	Metallbehälter und -produkte	7	3	4	43%	3,04%
35	Maschinenbau	33	6	27	18%	14,35%
36	Elektroindustrie, Elektronik	15	4	11	27%	6,52%
37	Transportmittel	12	3	9	25%	5,22%
38	Instrumente und Geräte	7	4	3	57%	3,04%
39	Sonstige Industrieerzeugnisse	1	1	0	100%	0,43%
41	Personenverkehr	1	0	1	0%	0,43%
42	LKW-Transporte, Lagerhäuser	0	0	0		0,00%
45	Lufttransporte	1	0	1	0%	0,43%
47	Transportdienste	3	0	3	0%	1,30%
48	Kommunikationsdienste	0	0	0		0,00%
49	Versorgungsdienste (Strom, Gas, Sanitär)	14	0	14	0%	6,09%
50	Großhandel (Investitions- und Gebrauchsgüter)	12	5	7	42%	5,22%
51	Gro0handel (Verbrauchsgüter)	10	4	6	40%	4,35%
52	Baumeterial, Gartenbedarf (Einzelhandel)	1	1	0	100%	0,43%
53	Warenhäuser	3	1	2	33%	1,30%
54	Nahrungsmittel (Einzelhandel)	5	0	5	0%	2,17%
55	Autohändler und Tankstellen	0	0	0		0,00%
56	Bekleidungsartikel (Einzelhandel)	3	2	1	67%	1,30%
57	Möbel und Heimausstattung (Einzelhandel)	2	2	0	100%	0,87%
59	Sonstiger Einzelhandel	1	0	1	0%	0,43%
70	Hotels, Beherbungsgewerbe, Fremdenverkehr	0	0	0		0,00%

Fortsetzung Tabelle 16: Industriezusammensetzung der Stichprobe (1995)
Quelle: Eigene Darstellung

SIC-Code	Industriebeschreibung	Untern.-jahre	FU	NFU	%FU	Industrie-gewicht
72	Persönliche Dienstleistungen	0	0	0		0,00%
73	Gewerbliche Dienstleistungen	3	2	1	67%	1,30%
75	KfZ-Dienste	1	1	0	100%	0,43%
78	Filmproduktion, Kinodienste	0	0	0		0,00%
79	Erholungs- und Vergnügungsstätten	0	0	0		0,00%
80	Gesundheitsdienste	2	2	0	100%	0,87%
82	Bildungswesen	0	0	0		0,00%
83	Soziale Einrichtungen	0	0	0		0,00%
87	Technik, Management	1	1	0	100%	0,43%
89	Sonstige Dienstleistungen	0	0	0		0,00%
99	Sonstige Branchen	0	0	0		0,00%
	Ohne Angabe zum Industriecode	11	2	9	18%	4,78%

Die beiden Tabellen illustrieren deutlich, dass die Vielzahl der Börsengänge in den Jahren 1998 bis 2000 und die – durch die Squeeze-Out-Regelung bedingte – Welle der Going-Private-Transaktion nach 2002 zu einer deutlichen Veränderung der Branchenverteilung innerhalb der Stichprobe geführt hat. Während die Bedeutung klassischer produzierender Industrien (z.B. Maschinenbau, Energie und Versorgung sowie chemische Industrie) rückläufig ist, hat vor allem der Bereich der gewerblichen Dienstleistungen enorm an Bedeutung gewonnen. Während 1995 lediglich 1,3% aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX diesem Industriesektor zuzuordnen waren, konstituiert er in 2006 den bei weitem bedeutendsten Industriesektor mit rund 22% aller Nicht-Finanzunternehmen. In 2006 waren 70 der 110 Unternehmen aus diesem Sektor Familienunternehmen.

Tabelle 17: Industriezusammensetzung der Stichprobe (2006)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Branchenverteilung der Stichprobe für den Datensatz A (alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX) im Jahr 2006. Dabei sind folgende Informationen aufgeführt: Der zweistellige *SIC-Code* und die Branchenbezeichnung, die Anzahl der Unternehmensjahrbeobachtungen in der Stichprobe (Unternehmensjahre) sowie eine Aufteilung nach Familienunternehmen (FU) und Nicht-Familienunternehmen (NFU). Schließlich ist die Kapitalintensität der Industrie (KI) angegeben, berechnet als der Wert der Sachanlagen in Relation zur Bilanzsumme (Industriemedian). Das Industriegewicht gibt schließlich die relative Bedeutung der Branche in der Stichprobe in Prozent an.

SIC-Code	Industriebeschreibung	Untern.-jahre	FU	NFU	%FU	Industrie-gewicht
1	Landwirtschaft (Agrarprodukte)	1	1	0	100%	0,20%
7	Landwirtschaftliche Dienste	1	1	0	100%	0,20%
13	Öl- und Gasförderung	0	0	0		0,00%
14	Nichtmetallbergbau (ohne Brennstoffe)	1	0	1	0%	0,20%
15	Baugewerbe	5	0	5	0%	1,01%

Fortsetzung Tabelle 17: Industriezusammensetzung der Stichprobe (2006)
Quelle: Eigene Darstellung

SIC-Code	Industriebeschreibung	Untern.-jahre	FU	NFU	%FU	Industrie-gewicht
16	Hoch- und Tiefbau (ohne Wohnungsbau)	2	0	2	0%	0,40%
17	Baunebengewerbe	2	2	0	100%	0,40%
20	Nahrungsmittelindustrie	10	0	10	0%	2,02%
22	Textilindustrie	2	1	1	50%	0,40%
23	Bekleidungsindustrie, Textilwaren	8	3	5	38%	1,62%
24	Holzindustrie	2	1	1	50%	0,40%
25	Möbel und Einrichtungsgegenstände	1	1	0	100%	0,20%
26	Papierindustrie	4	1	3	25%	0,81%
27	Druckindustrie	7	2	5	29%	1,42%
28	Chemische Industrie	27	15	12	56%	5,47%
30	Gummiverarbeitung, Kunststoffprodukte	10	4	6	40%	2,02%
31	Lederverarbeitung, Lederwaren	1	0	1	0%	0,20%
32	Steine, Erde, Glas	9	2	7	22%	1,82%
33	Metalle (Eisen, Stahl, Nichteisen)	5	0	5	0%	1,01%
34	Metallbehälter und -produkte	5	2	3	40%	1,01%
35	Maschinenbau	49	18	31	37%	9,92%
36	Elektroindustrie, Elektronik	42	25	17	60%	8,50%
37	Transportmittel	17	6	11	35%	3,44%
38	Instrumente und Geräte	17	11	6	65%	3,44%
39	Sonstige Industrieerzeugnisse	2	2	0	100%	0,40%
41	Personenverkehr	0	0	0		0,00%
42	LKW-Transporte, Lagerhäuser	2	1	1	50%	0,40%
45	Lufttransporte	2	0	2	0%	0,40%
47	Transportdienste	4	1	3	25%	0,81%
48	Kommunikationsdienste	16	8	8	50%	3,24%
49	Versorgungsdienste (Strom, Gas, Sanitär)	10	2	8	20%	2,02%
50	Großhandel (Investitions- und Gebrauchsgüter)	31	14	17	45%	6,28%
51	Großhandel (Verbrauchsgüter)	14	5	9	36%	2,83%
52	Baumaterial, Gartenbedarf (Einzelhandel)	2	1	1	50%	0,40%
53	Warenhäuser	3	0	3	0%	0,61%
54	Nahrungsmittel (Einzelhandel)	1	0	1	0%	0,20%
55	Autohändler und Tankstellen	1	0	1	0%	0,20%
56	Bekleidungsartikel (Einzelhandel)	2	1	1	50%	0,40%
57	Möbel und Heimausstattung (Einzelhandel)	3	2	1	67%	0,61%
59	Sonstiger Einzelhandel	6	3	3	50%	1,21%
70	Hotels, Beherbergungsgewerbe, Fremdenverkehr	1	1	0	100%	0,20%
72	Persönliche Dienstleistungen	1	0	1	0%	0,20%
73	Gewerbliche Dienstleistungen	110	70	40	64%	22,27%
75	KfZ-Dienste	2	2	0	100%	0,40%
78	Filmproduktion, Kinodienste	17	7	10	41%	3,44%
79	Erholungs- und Vergnügungsstätten	7	5	2	71%	1,42%
80	Gesundheitsdienste	6	3	3	50%	1,21%
82	Bildungswesen	1	0	1	0%	0,20%
83	Soziale Einrichtungen	1	1	0	100%	0,20%
87	Technik, Management	17	11	6	65%	3,44%
89	Sonstige Dienstleistungen	2	0	2	0%	0,40%
99	Sonstige Branchen	0	0	0		0,00%
	Ohne Angabe zum Industriecode	2	0	2	0%	0,40%

Eine erste deskriptive Analyse wesentlicher Unternehmenscharakteristika anhand von Mittelwerten bzw. Medianen zeigt bereits, dass sich Familienunternehmen von Nicht-Familienunternehmen in vielerlei Hinsicht unterscheiden.[527] Zunächst kann man hinsichtlich der Aktionärsstruktur feststellen, dass die Gründerfamilie durchschnittlich rund 38% der Stimmrechte in Familienunternehmen hält (Median 40%). Dagegen spielen andere Blockaktionäre mit einem durchschnittlichen Eigentumsanteil von rund 15% (Median 5,5%) keine bedeutende Rolle in der Aktionärsstruktur von Familienunternehmen. Erwartungsgemäß ergibt sich hier bei den Nicht-Familienunternehmen ein vollkommen anderes Bild: Hier sind Blockaktionäre mit einem durchschnittlichen Eigentumsanteil von 50% (Median 51%) sehr bedeutsam für die Corporate Governance.

Tabelle 18: Deskriptive Statistiken zu Unternehmenscharakteristika I
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt deskriptive Statistiken zu verschiedenen Unternehmenscharakteristika (Eigentümer- und Organstruktur, Unternehmensgröße und Unternehmensalter) für Nicht-Finanzunternehmen des CDAX in der Stichprobe von 1995 bis 2006 (Datensatz A). Dabei sind das arithmetische Mittel und der Median für alle Nicht-Finanzunternehmen im CDAX sowie für die beiden Gruppen der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen dargestellt. Der t-Wert des Mittelwertvergleichs zeigt die statistische Signifikanz an, wobei *,**,*** ein 10%- (bzw. 5%-, 1%-) Signifikanzniveau bedeuten. Bei der Berechnung der t-Statistiken wird dabei die Panelstruktur des Datensatzes berücksichtigt.

	Alle Nicht-Finanzunternehmen		Familien-unternehmen		Nicht-Familien-unternehmen		
	Arithm. Mittel	Median	Arithm. Mittel	Median	Arithm. Mittel	Median	t-test
Corporate Governance							
Eigentum Gründerfamilie [%]	17,9	0	37,71	40,05	0,63	0	29,25***
Eigentum Blockaktionäre [%]	33,73	20,3	15,23	5,5	50	51.0	-16,97***
Vorstandsgröße	3,16	3	2,94	3	3,34	3	-3,34***
Aufsichtsratsgröße	7,56	6	5,32	3	9,54	8	-11,58***
Unternehmensgröße							
Bilanzsumme (in Mio. Euro)	2988,08	142,74	996,62	74,67	4757,64	310,49	-3,30***
Umsatzerlöse (in Mio. Euro)	2501,35	167,39	1121,77	80,38	3735,04	369,07	-3,24***
Mitarbeiter	11379	1023	6324	428	15863	2159	-2,65***
Unternehmensalter							
Unternehmensalter (in Jahren)	52,97	28	31,18	15	72,42	74	-10,79***
Börsenalter (in Jahren)	14,62	6	5,91	4	22,38	11	-12,34***

[527] Hierbei muss man einschränkend berücksichtigen, dass die Fallzahlen zu den einzelnen Variablen in der Worldscope-Datenbank geringfügig schwanken können.

Familienunternehmen sind deutlich kleiner als Nicht-Familienunternehmen und zwar bezüglich sämtlicher Größenkriterien wie Bilanzsumme, Umsatzerlöse und Mitarbeiteranzahl. Beispielsweise beträgt die durchschnittliche Bilanzsumme bei börsennotierten deutschen Familienunternehmen rund 1 Milliarde Euro, während die Bilanzsumme von Nicht-Familienunternehmen mit rund 4,8 Milliarden Euro im Durchschnitt mehr als viermal so groß ist. Auch wenn man die mediane Bilanzsumme vergleicht, ergeben sich ähnlich große Unterschiede: Der Median der Bilanzsumme liegt bei Familienunternehmern bei rund 75 Millionen Euro und bei Nicht-Familienunternehmen bei rund 310 Millionen Euro. Die wesentlich kleineren Werte für den Median im Vergleich zum arithmetischen Mittel sind ein Indiz für die stark rechtsschiefe Verteilung der Größenindikatoren. Ein ähnliches Bild ergibt sich – bei geringfügig schlechterer Gesamtabdeckung in *Worldscope* – auch hinsichtlich der Umsatzerlöse und Mitarbeiterzahlen. So haben Familienunternehmen durchschnittlich rund 6.300 Mitarbeiter (Median 428 Mitarbeiter), während Nicht-Familienunternehmen durchschnittlich rund 15.900 Mitarbeiter (Median 2.159 Mitarbeiter) beschäftigen. Zudem haben Familienunternehmen durchschnittliche Umsatzerlöse in Höhe von rund 1,1 Milliarden Euro (Median 80 Millionen). Nicht-Familienunternehmen erlösen hingegen im Durchschnitt rund 3,7 Milliarden Euro (Median 370 Millionen Euro).

Aus der unterschiedlichen Unternehmensgröße ergeben sich auch deutliche Unterschiede hinsichtlich der Organgrößen. Während Familienunternehmen relativ kleine Unternehmensorgane haben, sind diese bei Nicht-Familienunternehmen deutlich größer. Zum Beispiel besteht der Vorstand bzw. Aufsichtsrat bei Familienunternehmen durchschnittlich aus 2,94 bzw. 5,32 Mitgliedern. Bei Nicht-Familienunternehmen ist vor allem der Aufsichtsrat mit einem arithmetischen Mittel von 9,54 Mitgliedern fast doppelt so groß, während der Vorstand mit durchschnittlich 3,34 Mitgliedern nur moderat größer ist.[528]

Familienunternehmen sind darüber hinaus deutlich jünger als Nicht-Familienunternehmen. Das durchschnittliche Alter eines Familienunternehmens liegt bei rund 31

[528] Der starke Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Größe des Aufsichtsrats ergibt sich aus § 95 AktG. Jeder Aufsichtsrat muss mindestens aus drei Mitgliedern bestehen. Die Satzung kann jedoch etwas Abweichendes festlegen, wobei die Größe des Aufsichtsrats zwingend durch drei teilbar sein muss. Demnach können Aufsichtsräte in Unternehmen mit einem Grundkapital bis zu 1,5 Millionen Euro maximal neun Mitglieder haben, Unternehmen mit einem Grundkapital bis zu 10 Millionen Euro maximal 15 Mitglieder und Unternehmen mit einem Grundkapital von mehr als 10 Millionen Euro maximal 21 Mitglieder.

Jahren (Median 15 Jahre) im Vergleich zu rund 72 Jahren (Median 74 Jahre) bei Nicht-Familienunternehmen. Während Familienunternehmen im Durchschnitt seit rund sechs Jahren börsennotiert sind (Median 4 Jahre), können Nicht-Familienunternehmen mit einem durchschnittlichen Börsenalter von rund 22 Jahren auf eine wesentlich längere Börsenerfahrung zurückblicken (Median 11 Jahre). Ein Mittelwertvergleich mittels t-test ergab, dass alle bisher diskutierten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen nicht nur aus einer ökonomischen Perspektive, sondern auch in einem statistischen Sinn hoch signifikant sind. Hierbei berücksichtigt der durchgeführte t-test die zeitliche Struktur des Datensatzes, insbesondere die Tatsache, dass es sich zumindest bei den Beobachtungen innerhalb eines Unternehmens über die Zeit nicht um statistisch unabhängige Beobachtungen handelt. Letztlich vergleicht der t-Test Unternehmensjahrbeobachtungen von Familienunternehmen mit solchen für Nicht-Familienunternehmen. Sollte ein Unternehmen während des Untersuchungszeitraums von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen wechseln, werden die Unternehmensjahrbeobachtungen je nach Klassifikation im jeweiligen Jahr in die beiden Gruppen aufgeteilt.[529]

Interessanterweise bleiben die deskriptiven Befunde zu den Unternehmenscharakteristika weitgehend unverändert, wenn man anstatt allen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX lediglich die Teilstichprobe der Prime-Standard-Unternehmen betrachtet. Hierbei zeigt Tabelle 19, dass in Prime-Standard-Unternehmen ebenfalls wesentliche Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen existieren.

Familienunternehmen sind deutlich kleiner (gemessen anhand der Bilanzsumme, Umsatzerlöse und Anzahl der Mitarbeiter). Interessanterweise sind in dieser Gruppe der Unternehmen mit den höchsten Transparenzanforderungen die Größenunterschiede noch deutlicher. So gilt innerhalb der Prime-Standard-Unternehmen, dass Nicht-Familienunternehmen im Durchschnitt eine nahezu neunmal so große Bilanzsumme aufweisen, fünfmal so große Umsatzerlöse erzielen und viermal so viele Mitarbeiter beschäftigen wie Nicht-Familienunternehmen. Ein Vergleich der Mediane für die drei Kennzahlen zur Messung der Unternehmensgröße zeigt nahezu ebenso deutliche Unterschiede.

---

[529] Als Robustheitstest wurden jedoch alternativ nur eindeutige Fälle (d.h. solche Unternehmen, die während des gesamten Untersuchungszeitraums nur einer der beiden Gruppen angehören) in einer deskriptiven Analyse miteinander verglichen. Die Ergebnisse sind hierbei im Wesentlichen unverändert.

Tabelle 19: Deskriptive Statistiken zu Unternehmenscharakteristika II
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt deskriptive Statistiken zu verschiedenen Unternehmenscharakteristika (Eigentümer- und Organstruktur, Unternehmensgröße und Unternehmensalter) für Nicht-Finanzunternehmen des Prime Standard in der Stichprobe von 2002 bis 2006 (Datensatz C). Dabei sind das arithmetische Mittel und der Median für alle Nicht-Finanzunternehmen im Prime Standard sowie für die beiden Gruppen der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen dargestellt. Der t-Wert des Mittelwertvergleichs zeigt die statistische Signifikanz an, wobei *,**,*** ein 10%- (bzw. 5%-, 1%-) Signifikanzniveau bedeuten. Bei der Berechnung der t-Statistiken wird dabei die Panelstruktur des Datensatzes berücksichtigt.

	Alle Nicht-Finanzunternehmen		Familien-unternehmen		Nicht-Familien-unternehmen		
	Arithm. Mittel	Median	Arithm. Mittel	Median	Arithm. Mittel	Median	t-test
Corporate Governance							
Eigentum Gründerfamilie [%]	19,7	5,11	33,2	33,5	1,05	0	20,21***
Eigentum Blockaktionäre [%]	24,6	18,2	14,3	6,65	39,0	31,5	-9,33***
Vorstandsgröße	3,28	3	3,03	3	3,64	3	-3,40***
Aufsichtsratsgröße	7,11	6	5,26	3	9,73	9	-8,16***
Unternehmensgröße							
Bilanzsumme (in Mio. Euro)	4.6328	123	1.130	69	9.685	525	-3,21***
Umsatzerlöse (in Mio. Euro)	3.508	140	1.274	75	6.744	604	-3,31***
Mitarbeiter	14.577	724	6.644	364	26.065	3.572	-3,13***
Unternehmensalter							
Unternehmensalter (in Jahren)	39	17	27	14	58	35	-6,36***
Börsenalter (in Jahren)	11	6	6	5	18	7	-6,35***

Die Größe der Unternehmensorgane und die Eigentümerstruktur unterscheiden sich in ähnlicher Weise wie bei der gesamten Stichprobe. Es existieren vor allem deutlich Unterschiede bezüglich der Aufsichtsratsgröße. Die Gründerfamilie dominiert die Eigentümerstruktur der Familienunternehmen, während außen stehende Blockaktionäre deutlich häufiger in der Aktionärsstruktur von Nicht-Familienunternehmen vorkommen. Familienunternehmen sind darüber hinaus deutlich jünger als Nicht-Familienunternehmen und alle diskutierten Unterschiede sind hinsichtlich eines Mittelwertvergleichs auch statistisch signifikant.

Abbildung 26 zeigt, wie ausgeprägt der Einfluss der Gründerfamilie in ihren Unternehmen ist. Die Angaben zu den einzelnen Komponenten Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung beziehen sich dabei auf die 2.410 Unternehmens-

jahrbeobachtungen der Familienunternehmen im CDAX (bzw. auf die 914 Unternehmensjahrbeobachtungen der Familienunternehmen im Prime Standard).

Dimensionen von Familienunternehmen	CDAX	Prime Standard
Familienmanagement und -kontrolle		
Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand	69%	71%
Vorstandsvorsitzender ist ein Familienmitglied	55%	60%
davon der Gründer	48%	52%
davon ein Nachkomme bzw. Verwandter	8%	8%
Mitglied der Gründerfamilie im Aufsichtsrat	40%	45%
Aufsichtsratsvorsitzender ist ein Familienmitglied	14%	6%
davon der Gründer	11%	5%
davon der Nachkomme	3%	1%
Familieneigentum		
Gründerfamilie hat mindestens 5% der Stimmrechte	84%	82%
Gründerfamilie hat mindestens 10% der Stimmrechte	79%	75%
Gründerfamilie hat mindestens 25% der Stimmrechte	68%	61%
Gründerfamilie hat mindestens 50% der Stimmrechte	38%	31%
Gründerfamilie hat mindestens 75% der Stimmrechte	6%	3%

Abbildung 26: Einfluss der Gründerfamilie in den Familienunternehmen
Quelle: Eigene Darstellung

Nach diesen deskriptiven Befunden ist es sehr üblich, dass die Gründerfamilie aktiv an der Unternehmensführung beteiligt ist. So sind in 69% (71%) der Familienunternehmen im CDAX (Prime Standard) Mitglieder der Gründerfamilie im Vorstand vertreten. Häufig handelt es sich hierbei um den Vorstandsvorsitzenden: In 55% (60%) aller Familienunternehmen im CDAX (Prime Standard) ist der Vorstandsvorsitzende ein Mitglied der Gründerfamilie. Dabei ist besonders auffällig, dass diese Position innerhalb der Familie fast ausschließlich dem Gründer vorbehalten ist, während Nachkommen bzw. Verwandte diese Position relativ selten (jeweils nur in 8% der Fälle) besetzen. Die Teilnahme der Gründerfamilie am Aufsichtsrat ist dagegen weniger üblich. Trotzdem übt die Gründerfamilie immerhin noch in 40% (45%) der Familienunternehmen im CDAX (bzw. Prime Standard) ein Aufsichtsratsmandat aus. Den Vorsitz des Aufsichtsrats nimmt ein Mitglied der Gründerfamilie dagegen relativ selten ein. Nur in 14% (6%) der Familienunternehmen im CDAX (Prime Standard) übernimmt

die Gründerfamilie den Vorsitz des Aufsichtsrats (ebenfalls zumeist durch den Gründer selbst).

Die Analyse der Komponente Familieneigentum zeigt, dass die Gründerfamilien in den meisten Fällen (84% im CDAX, 82% im Prime Standard) zumindest 5% der Stimmrechte an den Unternehmen halten. In immerhin 68% der Familienunternehmen im CDAX (bzw. 61% im Prime Standard) halten die Gründerfamilien zumindest eine Sperrminorität, in 38% (31%) der Familienunternehmen eine einfache Mehrheit und in 6% (3%) sogar eine qualifizierte Mehrheit. Dies illustriert auch nochmal Abbildung 27.

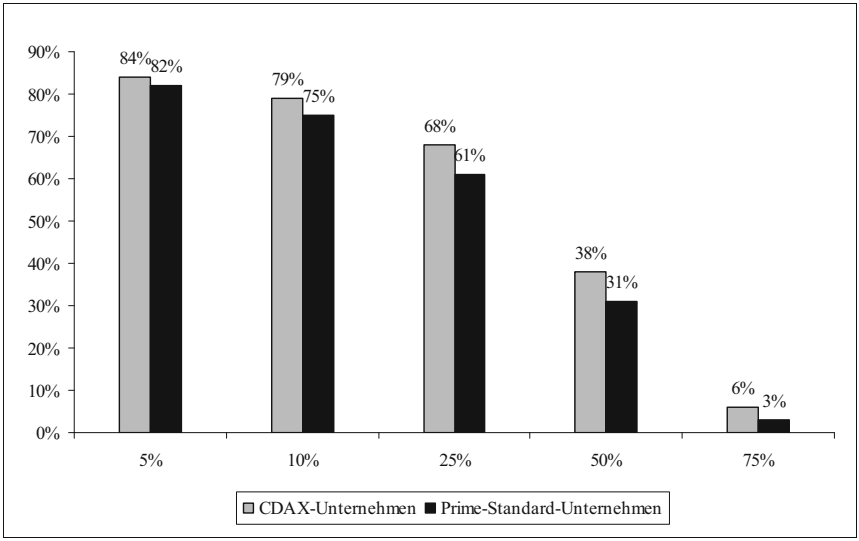


Abbildung 27: Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie
Quelle: Eigene Darstellung

6.5.4 Zwischenfazit

Insgesamt zeigt die bisherige Analyse, dass der deutsche Kapitalmarkt nach wie vor durch sehr konzentrierte Eigentümerstrukturen gekennzeichnet ist. Trotzdem gibt es einige Indikatoren dafür, dass sich – bedingt durch die in Kapitel 3.4 ausführlich erläuterten Veränderungen im institutionellen Umfeld – erste Auswirkungen auf die Aktionärsstrukturen beobachten lassen: Die Eigentümerkonzentration hat zwischen 1995 und 2006 signifikant abgenommen. Gleichzeitig haben strategische Investoren als Ak-

tionäre an Bedeutung verloren, während der Einfluss der Unternehmensinsider und der Gründerfamilie als Aktionäre kontinuierlich zugenommen hat. Dies sind Anzeichen dafür, dass sich nach und nach – zumindest was die Kapitalanteile betrifft – eine Entflechtung der „Deutschland-AG" einstellt. In dieses Bild passt auch, dass die Bedeutung der institutionellen Investoren und der Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften zugenommen hat. Der direkt gehaltene Eigentumsanteil der Banken hat sich dagegen deutlich reduziert. Überraschenderweise scheint der Anteil ausländischer Investoren relativ konstant geblieben zu sein.[530] Bei der Beobachtung dieser Effekte spielt die Veränderung in der Zusammensetzung der Stichprobe – getrieben durch die Sonderphase des Neuen Marktes mit einer für Deutschland bis dato ungewöhnlich hohen Anzahl an Börsengängen in den Jahren 1998 bis 2000 – eine bedeutende Rolle. Robustheitstests mit einer Teilstichprobe etablierter Unternehmen, deren Börsengang bereits vor dem Jahr 1998 stattgefunden hat, zeigen jedoch, dass die oben beschriebenen Trends ggf. in etwas abgeschwächter Form auch auf diese Unternehmensgruppe zutreffen.

Die Analyse belegt trotz dieser Veränderungen in den Aktionärsstrukturen aber auch, dass sich die realen Kapitalmarktbedingungen nur langsam an die Veränderungen in der Kapitalmarktregulierung anpassen. Obwohl Deutschland seine rechtlichen Rahmenbedingungen – wie in Kapitel 3.4.4 ausführlich beschrieben – in vielen Aspekten mittlerweile an angelsächsische Standards angenähert hat, sind, zumindest gemessen anhand der Aktionärsstruktur, der Börsengänge oder der Anzahl feindlicher Übernahmen, noch lange keine Verhältnisse eingetreten, die jenen eines marktorientierten Finanzsystems entsprechen. Neben den in Kapitel 3.4.5 dargelegten, in Deutschland immer noch vorhandenen, Defiziten in der Durchsetzbarkeit privater Haftungsansprüche gegenüber der Unternehmensleitung sowie in den Rahmenbedingungen für private Direktanlagen in Aktienkapital könnte es dabei auch eine Rolle spielen, dass Eigentümer- und Corporate-Governance-Strukturen einer gewissen Pfadabhängigkeit unterliegen. Unter Pfadabhängigkeit versteht man dabei, dass die Eigentümer- und Corporate-Governance-Strukturen eines Landes zu einem gegebenen Zeitpunkt von den Eigentümer- und Corporate-Governance-Strukturen zu früheren Zeitpunkten abhängen. Eine

[530] Hierbei muss man allerdings bedenken, dass sich der Anteil ausländischer Investoren mit großer Wahrscheinlichkeit vor allem bezüglich solcher institutioneller Investoren signifikant erhöht hat, die aufgrund ihrer Anlagestrategie relativ kleine Anteile an börsennotierten Unternehmen halten. Insofern sind die hier erzielten Ergebnisse für etwas größere Eigentümer ab einer Meldeschwelle von 5% mit Vorsicht zu interpretieren.

solche Pfadabhängigkeit kann trotz globaler Konvergenztendenzen und Reformen im Kapitalmarktrecht dafür sorgen, dass Eigentümerstrukturen und andere Charakteristika entwickelter Finanzsysteme nur langsam konvergieren.[531]

Die ersten empirischen Befunde haben auch gezeigt, dass Familienunternehmen – entgegen der öffentlichen Wahrnehmung – auch am deutschen Kapitalmarkt ein sehr bedeutsames Phänomen darstellen. So schwankt der Anteil börsennotierter Familienunternehmen an allen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX zwischen 28% (im Jahr 1995) und 55% (im Jahr 2001). Im Jahr 2006 beträgt dieser Anteil 48%.

Gründerfamilien sind auch nach dem Börsengang ihrer Unternehmen noch mit durchschnittlich 38% der Stimmrechte an den Familienunternehmen beteiligt und nehmen häufig über ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmandat zusätzlich eine aktive Rolle in der Unternehmensführung ein.

Erste deskriptive Analysen haben die theoretische Argumentation bestätigt, dass sich börsennotierte Familienunternehmen hinsichtlich wesentlicher Charakteristika – wie etwa Unternehmensgröße und -alter, Branchenzugehörigkeit sowie ihrer Corporate-Governance-Strukturen – deutlich von börsennotierten Nicht-Familienunternehmen unterscheiden.[532] Inwieweit diese Unterschiede sich auch in der Unternehmenspolitik wieder finden, wird im folgenden Kapitel diskutiert.

6.6 Unternehmenspolitik in Familienunternehmen

6.6.1 Investitionsentscheidungen

Im Mittelpunkt der Analyse von Investitionsentscheidungen stehen zwei Formen von Investitionen, die im Jahresabschluss (in der Gewinn- und Verlustrechnung) getrennt ausgewiesen werden: Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) und Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (*research and development expenditures*). Bereits in Kapitel 4.2 wurde dargestellt, dass sich diese beiden Investitionsformen hinsichtlich einiger Kriterien stark voneinander unterscheiden. Investitionen in Sachanlagen stellen Investitionen in bereits existierende Produkte bzw. Geschäftsbereiche dar, deren ökonomischen Nutzen man in der Regel vergleichsweise

[531] Vgl. z.B. Bebchuk und Roe (2004), S. 69 bzw. 73.

[532] Zu ähnlichen Schlussfolgerungen kommt auch die Studie von Achleitner et al. (2009b).

gut einschätzen kann. Dagegen zeichnen sich Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte in der Regel durch eine höhere Spezifität (und damit einem geringen Wert als Kreditsicherheit), fehlende Sekundärmärkte, sowie eine größere Variabilität zukünftiger Cash-Flows aus. Bei Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekten handelt es sich darüber hinaus häufig um Investitionen in Humankapital. Diese Investitionsform ist häufig durch große Unsicherheit und Langfristigkeit charakterisiert und beinhaltet daher ein hohes idiosynkratisches Risiko. Mit diesen Charakteristika gehen auch größere Informationsasymmetrien zwischen Management und Kapitalgeber einher. [533] Daher sind Forschungs- und Entwicklungsprojekte (im Gegensatz zu Investitionen in Sachanlagen) häufig auf eine Finanzierung durch (internes oder externes) Eigenkapital angewiesen.[534] Eine weitere Besonderheit liegt darin, dass die Bilanzierungsvorschriften zu Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen nach den unterschiedlichen Bilanzierungsstandards (HGB, IFRS und US-GAAP) heterogen sind. Nachdem alle drei Bilanzierungsstandards in der Stichprobe verwendet werden, sollen die einschlägigen Bilanzierungsregeln in einem Exkurs nachfolgend kurz skizziert werden.

6.6.1.1 Exkurs: Bilanzierung von Forschung und Entwicklung

Die Unternehmen innerhalb der Stichprobe bilanzieren nach unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards: HGB, IFRS/IAS und US-GAAP.[535] Aus diesem Grund soll

---

[533] Vgl. hierzu die ausführliche Darstellung zu den Besonderheiten von Forschungs- und Entwicklungsprojekten in Kapitel 4.2 mit den dort zitierten Quellen.

[534] Vgl. beispielsweise Expertenkommission Forschung und Innovation (2008), S. 26. Darüber hinaus zeigen Kaserer und Lenz (2009) in einer Analyse börsennotierter Unternehmen in Deutschland, dass Unternehmen mit hohen Forschungs- und Entwicklungsintensitäten deutlich höhere Eigenkapitalquoten aufweisen als weniger forschungsstarke Unternehmen. Der Unterschied bezüglich der Eigenkapitalausstattung ist beträchtlich: So haben Unternehmen im höchsten F&E-Quoten-Dezil eine um 35 Prozentpunkte höhere Eigenkapitalquote als Unternehmen im niedrigsten F&E-Quoten-Dezil. Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 59 f.

[535] Die Heterogenität der angewendeten Rechnungslegungsstandards ergibt sich aus folgender Regulierung: Börsennotierte Unternehmen in Deutschland haben seit 1998 aufgrund des Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetzes (KapAEG) die Möglichkeit, ihren Konzernabschluss freiwillig mit befreiender Wirkung in IFRS/IAS oder US-GAAP zu erstellen. Daher bestand zwischen 1998 und 2005 keine Verpflichtung zur Aufstellung eines Konzernabschlusses nach HGB, sofern dieser entweder nach IFRS/IAS oder US-GAAP erfolgt ist. Darüber hinaus verpflichtet die Verordnung Nr. 1606/2002 der Europäischen Union bzw. das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReg) alle kapitalmarktorientierten Mutterunternehmen innerhalb von Deutschland (bzw. der Europäischen Union) zu einer verpflichtenden Anwendung von IFRS/IAS bei der Aufstellung des Konzernabschlusses ab

auf die Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen nach allen drei Rechnungslegungsstandards kurz eingegangen werden. Abschließend werden die Implikationen dieser unterschiedlichen Bilanzierungsstandards für die vorliegende Untersuchung kurz erläutert.

Bilanzierung nach HGB[536]

Das HGB sieht nach § 248 II ein Aktivierungsverbot für alle selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenstände des Anlagevermögens vor.[537] Dieses Aktivierungsverbot beruht auf der Annahme, dass die Feststellung eines schuldendeckungsfähigen Werts bei solchen selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenständen aufgrund fehlender Sekundärmärkte und nicht eindeutig zurechenbarer Herstellungskosten nur schwierig objektiv und frei von Willkür möglich ist. Diese Regelung ergibt sich aus dem Grundsatz ordnungsgemäßer Buchführung (GoB) zur vorsichtigen Ansetzung von Vermögensgegenständen (Vorsichtsprinzip). Folgt man diesem Prinzip, kommen als Bewertungsmaßstab für unsichere Vermögenswerte (wie selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens) nur vom Markt objektivierte Anschaffungskosten, nicht aber Herstellungskosten in Frage. Solche Anschaffungskosten können mit einem Kauf und/oder Tausch oder im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses entstehen. Bei Erfindungen durch Arbeitnehmer, die innerhalb des Unternehmens genutzt werden, können ggf. auch entrichtete Erfindervergütungen für Erfin-

2005. Bei der Erstellung des Einzelabschlusses ist dagegen weiterhin die nationale Rechnungslegung, d.h. das Handelsgesetzbuch, maßgeblich. Der deutsche Gesetzgeber hat jedoch mit dem derzeit als Regierungsentwurf vorliegenden Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG-RegE) einen ersten Schritt getan, um auch den Einzelabschluss an internationale Standards anzupassen. Vgl. z.B. Ernstberger et al. (2008), S. 3 f. oder Pellens et al. (2009), S. 103-105.

[536] Die folgenden Ausführungen lehnen sich stark an die Erläuterungen aus unterschiedlichen Lehrbüchern zur Rechnungslegung an. Vgl. insbesondere Baetge et al. (2005), S. 164-166, Coenenberg (2005), S. 147 f. bzw. Hayn und Waldersee (2008), S. 114-128. Vgl. außerdem für einen ähnlichen Vergleich der Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen nach HGB, IFRS und US-GAAP Bittelmeyer (2007), S. 69-79.

[537] Die Regelung gem. HGB ist konform mit den Deutschen Rechnungslegungsstandards. Nach DRS 12 (Immaterielle Vermögenswerte des Anlagevermögens) besteht ein Aktivierungsverbot für sämtliche selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände (DRS 12.8). Es wird empfohlen im Rahmen des Berichts über die Entwicklung des Konzerns (§ 315 II Nr. 2 HGB) auf Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen für nicht aktivierte immaterielle Vermögenswerte einzugehen (DRS 12.32). Darüber hinaus sieht DRS 12.33 für alle Konzerne die Erstellung eines Berichts zum intellektuellen Kapital mit einer Auflistung aller immateriellen Vermögenswerte vor. Vgl. Coenenberg (2005), S. 148.

dungen und Patente als Anschaffungskosten im Rahmen eines entgeltlichen Erwerbs berücksichtigt werden. Herstellungskosten kommen jedoch als Bewertungsmaßstab nicht in Frage.

Vom Aktivierungsverbot ausgenommen sind selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens (z.B. Auftragsforschung, vgl. § 255 HGB), da man hier davon ausgehen kann, dass in absehbarer Zeit eine Veräußerung stattfinden wird. Insofern ergibt sich daher keine Aktivierungsbeschränkung für immaterielle Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens. Für Forschungs- und Entwicklungskosten besteht – trotz des Aktivierungsverbots – darüber hinaus, mangels einer ausdrücklichen Regelung im HGB, keine Pflicht zum Ausweis im Jahresabschluss. Vielmehr handelt es sich hierbei um eine freiwillige Angabe im Rahmen des Jahresabschlusses.

Bilanzierung nach IFRS/IAS

IAS 38 regelt die Bewertung immaterieller Güter bzw. die Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen nach IFRS. Nach IAS 38 sind immaterielle Güter identifizierbare, nicht-monetäre Vermögensgegenstände ohne physische Substanz.[538] Insbesondere für selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände stellt sich die Frage, unter welchen Bedingungen diese aktiviert werden können. Zunächst sind folgende selbst geschaffene immaterielle Güter nach IAS 38.63 von einer Bilanzierung ausgeschlossen: Selbst geschaffene Markennamen, Drucktitel, Verlagsrechte, Kundenlisten sowie ihrem Wesen nach ähnliche Sachverhalte. Die Entstehungsphase immaterieller Vermögenswerte wird prinzipiell in eine Forschungs- und Entwicklungsphase untergliedert. Während Aufwendungen in der Forschungsphase prinzipiell als Aufwand in der Berichtsperiode zu erfassen sind (d.h. während der Forschungsphase besteht ein Aktivierungsverbot nach IAS 38.54), trifft dies auf Aufwendungen in der Entwicklungsphase nur bedingt zu.

Vielmehr müssen Aufwendungen in der Entwicklungsphase unter folgenden Voraussetzungen kapitalisiert werden und zu dem Ansatz eines selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenstandes in der Bilanz führen: Zunächst muss die Entwicklungsphase vorliegen. Nach IAS 38.8 ist unter Entwicklung die Anwendung von Forschungser-

[538] Vgl. IAS 38.8 bis 38.10 bzw. Heuser et al. (2007), S. 121 f. Zur Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände nach IFRS/IAS vgl. z.B. Frey und Oehler (2009), S. 316-318.

gebnissen oder von anderem Wissen auf einen Plan oder Entwurf für die Produktion von beträchtlich verbesserten Materialien, Produkten, Verfahren, Vorrichtungen, Systemen oder Dienstleistungen zu verstehen. Der Begriff der Forschung bezeichnet dagegen die eigenständige und planmäßige Suche nach neuen wissenschaftlichen oder technischen Erkenntnissen. Der Trennung zwischen der Forschungs- und Entwicklungsphase kommt für die Frage, ob man einen selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenstand in der Bilanz ansetzen kann, eine zentrale Bedeutung zu. Falls eine Trennung dieser beiden Phasen nicht möglich ist, soll der gesamte Produktionsprozess als Forschungsphase behandelt werden. Sofern sich jedoch ein Forschungs- und Entwicklungsprojekt nach dieser Definition in der Entwicklungsphase befindet, muss nach IAS 38.57 eine Aktivierung vorgenommen werden, wenn die folgenden sechs Kriterien erfüllt sind:

- Die technische Realisierbarkeit zur Fertigstellung des immateriellen Vermögensgegenstands zur Nutzung oder zum Verkauf.
- Die Absicht zur Fertigstellung des immateriellen Vermögensgegenstands und dessen Nutzung oder Verkauf.
- Die Möglichkeit, den immateriellen Vermögensgegenstand zu nutzen oder zu verkaufen.
- Ein Nachweis über den wirtschaftlichen Nutzen des immateriellen Vermögensgegenstands. Sofern er verkauft werden soll, ist hierbei der Nachweis für die Existenz eines Marktes bzw. die Marktgängigkeit erforderlich. Sofern er intern genutzt werden soll, muss die Nutzbarkeit nachgewiesen werden (zur Ermittlung des erwarteten Nutzens sind die Verfahren nach IAS 36 zu verwenden).
- Die Verfügbarkeit adäquater finanzieller, technischer oder sonstiger Ressourcen zur erfolgreichen Fertigstellung des immateriellen Vermögensgegenstands.
- Die Fähigkeit zur zuverlässigen Bewertung von Aufwendungen zur Erstellung des immateriellen Vermögensgegenstands während der Entwicklungsphase.

Nur wenn diese sechs Kriterien kumulativ erfüllt sind, kann der selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstand zu Herstellungskosten in der Bilanz angesetzt werden. Für die Ermittlung der Herstellungskosten ist der Zeitpunkt maßgeblich, zu dem zum

ersten Mal alle Ansatzkriterien erfüllt sind.[539] Andernfalls sind die mit Forschungs- und Entwicklungsprojekten verbundenen Aufwendungen nach IAS 38.126 aggregiert in der Berichtsperiode zu erfassen. Nach IAS 38.66 und IAS 38.67 beinhaltet das alle Kosten, die mit der Entwicklung, Herstellung und Vorbereitung immaterieller Vermögensgegenstände verbunden sind. Diese Definition umfasst unter anderem Kosten für Material und Dienstleistungen zur Herstellung immaterieller Vermögensgegenstände, damit verbundene Personalkosten oder auch Gebühren und Kosten im Zusammenhang mit dem gewerblichen Rechtsschutz (d.h. z.B. Gebühren und Kosten im Zusammenhang mit der Anmeldung von Patenten oder Markenrechten).[540]

Bilanzierung nach US-GAAP

Nach US-GAAP besteht prinzipiell ein Aktivierungsverbot für Forschungs- und Entwicklungskosten. Aus diesem Grund können lediglich Kosten für selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände aktiviert werden, die nach der Entwicklungsphase anfallen. Vielmehr müssen nach US-GAAP alle Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen aus der Forschungs- und Entwicklungsphase in der Berichtsperiode in der Gewinn- und Verlustrechung erfasst werden, in der sie anfallen.[541] Der Ausweis dieser Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen ist daher nach SFAS Nr. 2 verpflichtend.[542]

---

[539] Vgl. zu den Voraussetzungen für die Aktivierung selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände nach IFRS/IAS auch Heuser et al. (2007), S. 126-131 oder Hayn und Waldersee (2008), S. 119 f.

[540] Vgl. hierzu auch Pellens et al. (2008), S. 288-291 bzw. Baetge et al. (2005), S. 335-343.

[541] Die einzige Ausnahme besteht in der Möglichkeit nach SFAS 86, Kosten für die Entwicklung von Software zu kapitalisieren und in der Bilanz auszuweisen. Vgl. z.B. Lev und Sougiannis (1996), S. 107 oder Lev et al. (2005), S. 977.

[542] Vgl. unter anderem Lev und Sougiannis (1996), S. 107. Die Frage, ob man Kosten für Forschung und Entwicklung – wie nach US-GAAP üblich – in der Berichtsperiode, in der sie anfallen, als Aufwand verbuchen oder – wie z.B. nach IFRS/IAS zumindest in der Entwicklungsphase möglich – kapitalisieren und als selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte in der Bilanz erfassen soll, wird international kontrovers diskutiert. Dabei argumentieren die Befürworter einer Kapitalisierung, dass sich Investitionen in Forschung und Entwicklung zumindest im Durchschnitt positiv auf die zukünftige Unternehmensentwicklung auswirken. Daher könnte die Kapitalisierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen die Aussagekraft des Jahresabschlusses erhöhen. Kritiker einer Kapitalisierung argumentieren stattdessen, dass der Messfehler des zukünftigen wirtschaftlichen Nutzens von selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenständen angesichts der Unsicherheit von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zu groß ist. Vgl. zu dieser Diskussion z.B. die Arbeiten von Kothari et al. (2002) und Shi (2003) oder Heuser et al. (2007), S. 126 f.

Implikationen für die vorliegende Untersuchung

Zunächst ist festzustellen, dass sich die Bilanzierungspraxis selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände in den drei Rechnungslegungsstandards voneinander unterscheidet. Während die Bilanzierung von selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenständen nach IFRS/IAS zumindest in der Entwicklungsphase (nicht jedoch in der Forschungsphase) unter Erfüllung relativ enger Kriterien verpflichtend ist, besteht nach HGB bzw. US-GAAP dagegen ein prinzipielles Aktivierungsverbot für selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens. Das bedeutet, dass Investitionen für Forschung und Entwicklung in der Regel vollständig als Aufwand in der jeweiligen Berichtsperiode zu erfassen sind.

Investitionen in Sachanlagen des Anlagevermögens werden dagegen unabhängig vom Rechnungslegungsstandard in der Regel in der Bilanz kapitalisiert. Daher ist die Kürzung von Investitionen in Forschung und Entwicklung – anders als Investitionen in Sachanlagen – ein wirkungsvolles Instrument, um kurzfristige Bilanzpolitik zu betreiben.

Zusammenfassend zeigt sich, dass zum einen die Höhe der in einer Berichtsperiode erfassten Aufwendungen für Forschung und Entwicklung von dem angewendeten Rechnungslegungsstandard abhängt. Zum anderen hängt darüber hinaus vom Rechnungslegungsstandard ab, ob der Ausweis der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Jahresabschluss freiwillig oder verpflichtend ist. So ist der Ausweis der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen nach IFRS/IAS und US-GAAP verpflichtend, während es sich hierbei nach HGB um eine freiwillige Angabe im Rahmen des Jahresabschlusses handelt. Insgesamt hängt also sowohl die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen als auch deren Ausweis im Jahresabschluss von dem angewendeten Rechnungslegungsstandard ab. Dies wird zusammenfassend in Abbildung 28 dargestellt. Die vorliegende empirische Untersuchung trägt diesem großen Einfluss des Rechnungslegungsstandards dadurch Rechnung, dass im Rahmen der eigenen empirischen Untersuchung zu Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen der Einfluss des Rechnungslegungsstandards mittels einer Dummyvariable für HGB-Bilanzierung berücksichtigt wird. Vergleichbare Probleme ergeben sich dagegen bei der Erfassung der Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen nicht.

Rechnungslegungsstandard	Rechtliche Regelung
Handelsgesetzbuch	• Aktivierungsverbot selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände • Freiwillige Angabe von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Rahmen des Jahresabschlusses
International Financial Reporting Standards (IFRS) / International Accounting Standards (IAS)	• Verpflichtende Aktivierung selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände in der Entwicklungsphase unter Erfüllung bestimmter Kriterien • Aktivierungsverbot selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände in der Forschungsphase • Verpflichtende Angabe von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Rahmen des Jahresabschlusses
US-GAAP	• Aktivierungsverbot selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände (Ausnahme Software) • Verpflichtende Angabe von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Rahmen des Jahresabschlusses

Abbildung 28: Bilanzierung selbst erstellter immaterieller Vermögensgegenstände
Quelle: Eigene Darstellung

6.6.1.2 Investitionen in Sachanlagen

Die Analysen zu den Investitionsentscheidungen in Sachanlagen beziehen sich auf alle Nicht-Finanzunternehmen im CDAX zwischen 1995 und 2006 (Datensatz A). Zur Messung des Investitionsniveaus werden zwei Investitionsintensitäten verwendet: (i) Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) / Bilanzsumme und (ii) Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) / Umsatzerlöse. Anhand der beiden Kennzahlen für die Unternehmensgröße werden die Investitionsaufwendungen für Sachanlagen normalisiert. Ein Blick auf die Verteilung dieser beiden Variablen (mittels Boxplots) zeigt, dass die Variable rechtsschief verteilt ist und einige Ausreißer vorhanden sind. Aus diesem Grund wird die Variable für die Regressionsanalyse folgendermaßen transformiert: Der Zähler und der Nenner werden

jeweils logarithmiert, so dass die abhängige Variable ln (*capital expenditures*) / ln (Bilanzsumme) bzw. ln (*capital expenditures*) / ln (Umsatzerlöse) ist.[543]

Abbildung 29 illustriert die Entwicklung der Investitionsintensität in Sachanlagen (gemessen als *capital expenditures* / Bilanzsumme) zwischen 1995 und 2006.

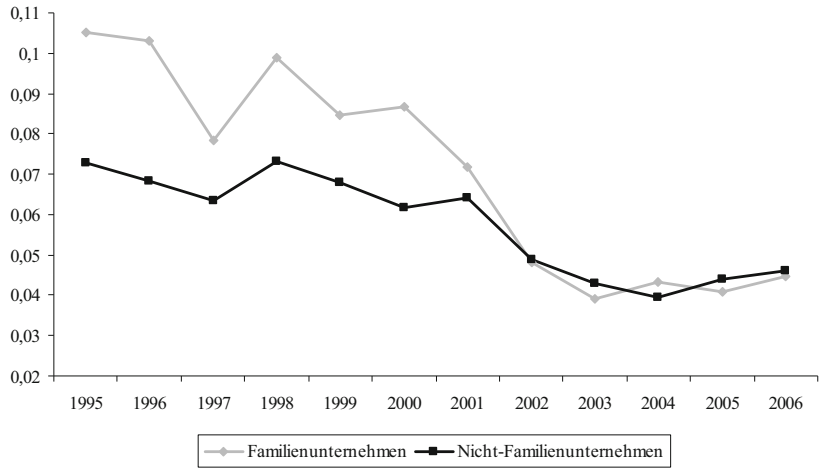


Abbildung 29: Investitionsintensität in Sachanlagen
Quelle: Eigene Darstellung

Hierbei sieht man zunächst, dass die Investitionsintensität starken Schwankungen unterliegt. Während sie im Jahr 1995 bei Familienunternehmen durchschnittlich 10,5% und bei Nicht-Familienunternehmen 7,3% betragen hat, liegt sie für beide Unternehmensgruppen im Jahr 2006 bei rund 4,5%. Daran kann man den zweiten interessanten Aspekt dieser deskriptiven Darstellung erkennen: Die Investitionsintensitäten in Sach-

[543] Nachdem der natürliche Logarithmus von 0 nicht definiert ist, werden alle Unternehmensjahrbeobachtungen mit *capital expenditures* in Höhe von 0 auf den Wert 0 korrigiert, um zu vermeiden, dass diese Werte in der empirischen Analyse unberücksichtigt bleiben. Anderson et al. (2009) wählen in ihrer Analyse der Investitionsentscheidungen von Familienunternehmen in den USA ein ähnliches Vorgehen zur Anpassung der abhängigen Variable. Vgl. Anderson et al. (2009), S. 17. An dieser Stelle werden nur die Ergebnisse für ln *capital expenditures* / ln Bilanzsumme als abhängiger Variable dargestellt. Die Ergebnis zu ln *capital expenditures* / ln Umsatzerlöse sind jedoch weitgehend konsistent und werden daher lediglich im Anhang in Tabelle 50 und Tabelle 51 dargestellt.

anlagen konvergieren für beide Unternehmensgruppen. Während Familienunternehmen im Jahr 1995 noch deutlich höhere Investitionsintensitäten hatten als Nicht-Familienunternehmen, trifft dies am Ende der Untersuchungsperiode im Jahr 2006 nicht mehr zu.[544]

Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen

Die Analyse in Tabelle 20 zeigt, dass Familienunternehmen selbst unter Berücksichtigung aller anderen Einflussfaktoren – zumindest in den Schätzungen der *pooled-OLS*-Regression und im *between*-Modell deutlich höhere Investitionsintensitäten aufweisen. Die Ergebnisse sind dabei statistisch hochsignifikant (auf einem 1%-Signifikanzniveau). Der ökonomische Effekt ist ebenfalls nicht gering: Es scheint zwar so, dass die Finanzierungssituation (d.h. die Fremdkapitalquote und die Höhe der liquiden Mittel) das Investitionsniveau noch stärker beeinflussen als die Eigentümer- und Organstruktur, aber die Dummyvariable für Familienunternehmen hat zumindest ökonomisch gesehen (d.h. wenn man den Koeffizienten betrachtet) einen in etwa so großen Einfluss wie die Unternehmensgröße. Dieses Ergebnis gilt unabhängig davon, ob die *capital expenditures* im Verhältnis zur Bilanzsumme oder im Verhältnis zu den Umsatzerlösen betrachtet werden.

Einfluss der unterschiedlichen Komponenten

Wenn man nun den Einfluss der unterschiedlichen Komponenten Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung betrachtet, zeigt sich, dass die oben beschriebenen Unterschiede hauptsächlich aus der Komponente Familienführung resultieren. So ist die Dummyvariable für Familienführung sowohl in der *pooled-OLS*-Schätzung als auch in der *between*-Schätzung der Durchschnittswerte über die Zeit statistisch hoch signifikant. Der Einfluss der Kontrollvariablen ist im Vergleich zu den Modellen zur Messung von Unterschieden zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen nahezu unverändert.

[544] Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man alternativ *capital expenditures* mit den Umsatzerlösen normalisiert. Im Jahr 1995 haben Familienunternehmen durchschnittlich eine Investitionsintensität von 9,6%, während der vergleichbare Wert für Nicht-Familienunternehmen lediglich bei 6,1% liegt. Im Jahr 2006 haben dagegen die Nicht-Familienunternehmen mit 6,4% gegenüber 5,6% eine leicht höhere Investitionsquote als die Gruppe der Familienunternehmen. Beide Investitionsquoten wurden hierbei im Übrigen um einige besonders starke Ausreißer bereinigt.

Tabelle 20: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen I
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse zu Investitionen in Sachanlagen. Die abhängige Variable ist ln *capital expenditures* / ln Bilanzsumme. *OLS* ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die Analyse bezieht sich auf den Datensatz A mit allen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX von 1995 bis 2006. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Familienunternehmen	**0,022*** **	**0,038*** **	**0,015**			
	(-2,89)	**(-3,70)**	**(-1,38)**			
Familieneigentum				**0,02**	**-0,01**	**0,049*** **
				(1,60)	**(-0,49)**	**(2,77)**
Familienführung				**0,022** **	**0,041*** **	**0,0074**
				(2,56)	**(3,56)**	**(0,73)**
Familienkontrolle				**-0,0042**	**0,0093**	**-0,012**
				(-0,56)	**(0,80)**	**(-1,42)**
Blockaktionäre	-0,011	0,005	-0,010	-0,010	-0,003	-0,005
	(-1,27)	-0,35	(-0,88)	(-1,06)	(-0,21)	(-0,48)
Unternehmensgröße [ln]	0,029***	0,032***	0,050***	0,030***	0,032***	0,050***
	(17,0)	(12,2)	(7,87)	(17,4)	(12,2)	(7,88)
Unternehmensalter [ln]	0,006**	0,011***	-0,022*	0,007**	0,012***	-0,02
	(2,25)	(2,82)	(-1,68)	(2,55)	(3,01)	(-1,57)
Profitabilität [t_{-1}]	0,013***	0,0001	0,017***	0,014***	0,0001	0,017***
	(3,19)	(0,21)	(5,65)	(3,24)	(0,24)	(5,64)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis [t_{-1}]	0,000	0,0004	0,00002	0,000	0,0004	0,00002
	(0,054)	(0,78)	(0,19)	(0,036)	(0,80)	(0,20)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,017*	-0,006	-0,010	-0,017*	-0,005	-0,010
	(-1,74)	(-0,31)	(-0,88)	(-1,75)	(-0,25)	(-0,91)
Ausschüttungsquote	0,0097	0,018	0,0063	0,0086	0,023	0,0056
	(1,57)	(0,93)	(1,08)	(1,41)	(1,17)	(0,97)
Fremdkapitalquote	-0,045***	-0,042*	-0,038*	-0,043***	-0,043*	-0,034
	(-3,90)	(-1,76)	(-1,71)	(-3,71)	(-1,77)	(-1,56)
Liquide Mittel	-0,065***	-0,066**	0,0052	-0,064***	-0,066**	0,0073
	(-3,04)	(-2,34)	(0,20)	(-2,99)	(-2,34)	(0,29)
Konstante	0,380***	0,339***	0,216**	0,371***	0,353***	0,203**
	(12.4)	(3.56)	(2.43)	(12.0)	(3.69)	(2.30)
Anzahl Beobachtungen	3831	3755	3682	3831	3755	3682
Anzahl Unternehmen	587	590	584	587	590	584
Adj. R-Quadrat	0,41	0,47	0,66	0,41	0,47	0,66
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Wie erwartet, haben die Unternehmensgröße und das Unternehmensalter einen positiven Einfluss auf die Investitionsintensität. Größere und ältere Unternehmen haben höhere Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen als kleinere und jüngere Unternehmen. Die operative Profitabilität der Vorperiode (gemessen anhand von EBITDA / Bilanzsumme) hat einen positiven Einfluss auf das Investitionsniveau. Das lässt darauf schließen, dass Unternehmen mit besserem Innenfinanzierungspotenzial mehr in Sachanlagen investieren als Unternehmen mit geringerem Innenfinanzierungspotenzial. Die Höhe der Unternehmensverschuldung wirkt sich negativ auf das Investitionsniveau aus. Weiterhin sind das firmen-spezifische Risiko sowie der Eigentumsanteil außenstehender Kontrollaktionäre schwach negativ mit dem Investitionsniveau korreliert. Zwei Ergebnisse hinsichtlich der Kontrollfaktoren sind überraschend: Die Höhe der liquiden Mittel weist eine stark negative Korrelation mit dem Investitionsniveau auf. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass solche Unternehmen, die kaum Investitionen in Sachanlagen tätigen, erzielte Gewinne thesaurieren und daher hohe liquide Mittel haben. Außerdem ist überraschend, dass die Investitionsgelegenheiten (approximiert durch das Marktwert-Buchwert-Verhältnis) keinen Einfluss auf das Investitionsniveau haben. Das widerspricht der in Kapitel 4.2 dargestellten Theorie, könnte aber auch damit zu tun haben, dass Tobin's Q (bzw. das Marktwert-Buchwert-Verhältnis) eine schlechte Approximation der zukünftigen Investitionsmöglichkeiten darstellt.[545] Keinen Einfluss hat darüber hinaus die Ausschüttungsquote.

Einfluss des Unternehmensgründers

In den Modellen Ia bis Ic in Tabelle 21 wird untersucht, inwiefern es einen *founder-CEO*-Effekt gibt. Allerdings lassen die Modelle keine eindeutige Aussage zu. Auf Basis des *pooled-OLS*-Modell hat der Gründer als Vorstandsvorsitzender einen statistisch signifikanten, positiven Einfluss auf das Investitionsniveau in Sachanlagen. Dagegen ergibt sich anhand des *between*- und *within*-Modells kein solcher Effekt. Anhand dieser beiden Modelle erscheint es eher wahrscheinlich, dass es keinen Einfluss auf das Investitionsverhalten hat, ob der Vorstandsvorsitzende der Unternehmensgründer ist

[545] In der Literatur ist umstritten, ob Tobin's Q (bzw. das Marktwert-Buchwert-Verhältnis) ein geeignetes Maß zur Approximation von Investitionsmöglichkeiten darstellt. Vgl. zu dieser Diskussion z.B. die Arbeiten von Erickson und Whited (2000) sowie Erickson und Whited (2006).

oder ob es sich um einen Nachkommen bzw. Verwandten des Gründers oder gar um einen familienexternen, professionellen Manager handelt.

Tabelle 21: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen II
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse zu Investitionen in Sachanlagen. Die abhängige Variable ist ln *capital expenditures* / ln Bilanzsumme. *OLS* ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die Analyse bezieht sich auf den Datensatz A mit allen Nicht-Finanzunternehmen im CDAX von 1995 bis 2006. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%, 5% oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Founder CEO	**0,020****	**0,015**	**0,019**			
	(2,28)	**(1,33)**	**(1,60)**			
Eigentum und Management				**0.039*****	**0.036***	**0.041****
				(2,72)	**(1,71)**	**(2,31)**
Blockaktionäre	-0,018**	-0,018	-0,005	-0,015*	-0,012	-0,008
	(-1,97)	(-1,19)	(-0,44)	(-1,65)	(-0,82)	(-0,77)
Unternehmensgröße [ln]	0,029***	0,033***	0,050***	0,029***	0,031***	0,050***
	(17,0)	(12,5)	(6,76)	(17,4)	(11,9)	(7,99)
Unternehmensalter [ln]	0,008***	0,013***	-0,015	0,006**	0,010**	-0,019
	(2,70)	(3,12)	(-1,06)	(2,16)	(2,54)	(-1,52)
Profitabilität [t_{-1}]	0,013***	0,0001	0,017***	0,014***	0,0001	0,017***
	(3,29)	(0,26)	(5,64)	(3,14)	(0,30)	(5,64)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis [t_{-1}]	-0,00003	0,001	-0,00004	0,000	0,001	0,00002
	(-0,18)	(0,89)	(-0,52)	(0,071)	(0,92)	(0,17)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,020*	0,0051	-0,014	-0,016*	-0,0045	-0,009
	(-1,90)	-0,32	(-1,13)	(-1,65)	(-0,23)	(-0,78)
Ausschüttungsquote	0,011*	0,019	0,0073	0,0093	0,018	0,006
	(1,80)	(0,96)	(1,36)	(1,52)	(0,95)	(1,04)
Fremdkapitalquote	-0,053***	-0,056**	-0,049**	-0,044***	-0,046*	-0,034
	(-4,17)	(-2,21)	(-2,04)	(-3,61)	(-1,90)	(-1,54)
Liquide Mittel	-0,076***	-0,059**	-0,011	-0,063***	-0,065**	0,0083
	(-3,39)	(-2,04)	(-0,41)	(-2,88)	(-2,27)	-0,33
Konstante	0,387***	0,409***	0,214**	0,386***	0,367***	0,205**
	(12.7)	(3.74)	(2.16)	(12.9)	(3.83)	(2.33)
Anzahl Beobachtungen	3521	3455	3389	3831	3755	3682
Anzahl Unternehmen	587	590	584	587	590	584
Adj. R-Quadrat	0,42	0,46	0,68	0,4	0,46	0,66
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Einfluss von Familieneigentum und Familienmanagement

Die Modelle IIa bis IIc in Tabelle 21 zeigen, dass das Investitionsniveau in Sachanlagen deutlich höher ist, wenn die Gründerfamilie ein Großaktionär ist und gleichzeitig ein Familienmitglied in der Unternehmensführung (im Vorstand) des Unternehmens involviert ist. Hierbei sind die Ergebnisse in dem *pooled-OLS*-Modell und in dem *firm-fixed-effects*-Modell auf einem 1%-Konfidenzintervall statistisch signifikant. In dem *between*-Modell ist dieser Effekt nur schwach signifikant (d.h. auf einem 10%-Konfidenzintervall) vorhanden. Wenn man also Familienunternehmen betrachtet, in denen die Gründerfamilie einen besonders ausgeprägten Einfluss hat, liegt das Niveau der Investitionen in Sachanlagen deutlich höher als bei Nicht-Familienunternehmen. Die Effekte der Kontrollvariablen sind unverändert wie in dem Abschnitt zu dem Einfluss der einzelnen Komponenten beschrieben.

Robustheitstests

Die vorgenommenen Robustheitstests beziehen sich vor allem auf Fehlspezifikationen, nicht-lineare Größeneffekte und die Zusammensetzung der Stichprobe. Aufgrund der Welle an Börsengängen im Neuen Markt zwischen 1998 und 2000 sowie aufgrund der Vielzahl an Squeeze-Outs nach 2002 hat sich die Stichprobenzusammensetzung stark verändert. Inwiefern dies einen Einfluss auf die Ergebnisse hat, wurde durch zwei Testverfahren geprüft (vgl. Tabelle 502 im Anhang). Erstens wurde eine Dummyvariable für Technologieunternehmen des Neuen Markts in das Regressionsmodell integriert. Die wesentlichen Ergebnisse bleiben jedoch davon unberührt und die Dummyvariable selbst ist insignifikant. Zweitens wurde die Stichprobe in zwei Teilstichproben zerlegt, eine Teilstichprobe für die etablierten CDAX-Unternehmen (die ihren Börsengang vor 1998 oder nach 2000 hatten) und eine Teilstichprobe für die Technologieunternehmen des Neuen Markts (die ihren Börsengang zwischen 1998 und 2000 hatten). Hierbei zeigt sich, dass die wesentlichen Effekte nur für solche Unternehmen erhalten bleiben, die ihren Börsengang zwischen 1998 und 2000 hatten. Während in dieser Teilstichprobe der Neuer-Markt-Unternehmen die Dummyvariable für Familienunternehmen positiv und statistisch signifikant ist, bleibt sie in dem Modell der anderen Teilstichprobe insignifikant.

Weiterhin stellt sich die Frage, inwieweit die Ergebnisse von der gewählten Untersuchungsperiode (und damit dem jeweiligen makroökonomischen Umfeld) abhängen.

Dazu wurde die Untersuchungsperiode in zwei gleich große Intervalle mit jeweils sechs Jahren geteilt: 1995 bis 2000 und 2001 bis 2006. Hierbei zeigt sich tatsächlich, dass die Ergebnisse im Hinblick auf bestehende Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen zwar im ersten Zeitintervall unverändert bleiben, allerdings nicht im zweiten. Während von 1995 bis 2001 eine positive Korrelation zwischen der Dummyvariable für Familienunternehmen und dem Investitionsniveau in Sachanlagen besteht, trifft dies auf den zweiten Zeitraum von 2001 bis 2006 nicht zu. Schließlich zeigt das letzte Modell der Tabelle 52, dass die Ergebnisse ähnlich sind, wenn man anstatt logarithmierter Werte für die Investitionsintensität die mit der Bilanzsumme normalisierten Investitionen in Sachanlagen als abhängige Variable verwendet. Dies bedeutet, dass anstelle von ln *capital expenditures* / ln Bilanzsumme als abhängige Variable *capital expenditures* / Bilanzsumme verwendet wurde.[546] Auch hier ergibt sich eine positive Korrelation zwischen der Dummyvariable für Familienunternehmen und der Investitionsintensität.

Der zweite Robustheitstest fokussiert auf nicht-lineare Größeneffekte (vgl. Tabelle 53). Konkret werden zwei Testverfahren verwendet: Erstens wird ein quadratischer Größenterm in das Regressionsmodell integriert und zweitens wird die Stichprobe anhand der Unternehmensgröße in zwei Teilstichproben zerlegt. Anhand des Medians wird die Stichprobe in große und kleine Unternehmen geteilt. Hierbei zeigt der erste Test zunächst, dass die Integration eines quadratischen Größenterms keinen großen Einfluss auf die Ergebnisse hat, d.h. auch unter Kontrolle dieses zusätzlichen Faktors weisen Familienunternehmen unter Einbeziehung der Kontrollvariablen höhere *capital expenditures* auf als Nicht-Familienunternehmen. Der zweite Test zeigt jedoch, dass dieser Effekt vor allem bei den kleinen Unternehmen, nicht jedoch in der Gruppe der größeren Unternehmen vorhanden ist.

Letztlich zielt der dritte Test auf Fehlspezifikationen ab. Dazu werden unterschiedliche Tests verwendet: Erstens werden unterschiedliche alternative und zusätzliche Kontrollvariablen in das Regressionsmodell integriert (z.B. bleiben die Ergebnisse unverändert wenn man als Größenproxy ln Mitarbeiter anstatt ln Umsatzerlöse verwendet).

---

[546] Hierbei wurde die abhängige Variable jedoch um einige besonders starke Ausreißer (z.B. Werte größer 1) bereinigt. Ein Wert größer 1 kann sich nur ergeben, wenn die *capital expenditures* eines Unternehmens größer sind als seine Bilanzsumme. Dies sollte – wenn überhaupt – nur in Ausnahmefällen möglich sein (z.B. bei der Akquisition deutlich größerer Unternehmen). Daher erscheint es gerechtfertigt, solche Ausreißer von der Analyse auszuschließen.

Zweitens werden die Modelle mit zeitlich verzögerten Variablen geschätzt (um damit auch dem Argument einer umgekehrten Kausalität vorzubeugen). Drittens wird getestet, inwiefern die Ergebnisse Bestand haben, wenn man nur solche Familienunternehmen in die Analyse integriert, die kein oder nur ein geringes *insider ownership* haben. Alle drei Testverfahren bestätigen die bisherigen Ergebnisse: Es besteht eine positive Korrelation zwischen der Dummyvariable für Familienunternehmen und dem Niveau der *capital expenditures*. Insgesamt scheinen die Ergebnisse bezüglich mancher Aspekte (Fehlspezifikationen, Einfluss von *insider ownership*) relativ robust zu sein, hinsichtlich anderer Aspekte (nicht-lineare Größeneffekte, Einfluss der Stichprobenzusammensetzung und der Untersuchungsperiode) weniger robust zu sein.

6.6.1.3 Investitionen in Forschung und Entwicklung

Die Analysen zu den Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte beziehen sich auf eine Teilstichprobe in folgenden technologieintensiven Industrien: Chemische Industrie (*SIC-Code* 28), Maschinenbau (*SIC-Code* 35), Elektroindustrie und Elektronik (*SIC-Code* 36), Transportmittel (*SIC-Code* 37), Instrumente und Geräte (*SIC-Code* 38), Kommunikationsdienste (*SIC-Code* 48), Versorgungsdienste (Strom, Gas, Sanitär, *SIC-Code* 49) und gewerbliche Dienstleistungen (*SIC-Code* 79).[547] Diese Teilstichprobe setzt sich aus 243 Unternehmen und 2.778 Unternehmensjahrbeobachtungen zusammen. Davon entfallen 1.480 Unternehmensjahrbeobachtungen auf Familienunternehmen und 1.298 Unternehmensjahrbeobachtungen auf Nicht-Familienunternehmen. Zur Messung des Investitionsniveaus werden zwei Investitionsintensitäten verwendet: (i) Aufwendungen für Forschung und Entwicklung / Bilanzsumme und (ii) Aufwendungen für Forschung und Entwicklung / Umsatzerlöse. Anhand der beiden Kennzahlen für die Unternehmensgröße werden die Investitionsaufwendungen für Forschungs- und Entwicklungsprojekte normalisiert. Ein Blick auf die Verteilung dieser beiden Variablen (mittels Boxplots) zeigt, dass die Variablen rechtsschief verteilt sind und einige Ausreißer vorhanden sind. Aus diesem Grund werden die Variablen für die Regressi-

[547] Zu einem ähnlichen Vorgehen hinsichtlich der Auswahl der technologieintensiven Industrien vgl. z.B. Lee und O'Neill (2003), S. 216. Darüber hinaus handelt es sich bei diesen sieben Industrien um die Branchen innerhalb der ganzen Stichprobe, die im Durchschnitt die größten Intensitäten für Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen aufweisen. Schließlich sind in der Teilstichprobe der technologieintensiven Unternehmen zumindest in 45% aller Unternehmensjahre Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen angegeben, während dies über alle Nicht-Finanzunternehmen im CDAX betrachtet nur auf 32% der Unternehmensjahre zutrifft.

onsanalyse – analog zu der Auswertung der *capital expenditures* – folgendermaßen transformiert: Der Zähler und der Nenner werden jeweils logarithmiert, so dass die abhängigen Variablen ln (Aufwendungen für Forschung und Entwicklung) / ln (Bilanzsumme) bzw. ln (Aufwendungen für Forschung und Entwicklung) / ln (Umsatzerlöse) sind.[548]

Abbildung 30 zeigt die Entwicklung der Forschungs- und Entwicklungsintensität (gemessen als Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen skaliert mit der Bilanzsumme) für die Teilstichprobe aller technologieintensiven CDAX-Unternehmen (Datensatz B) im Zeitverlauf.

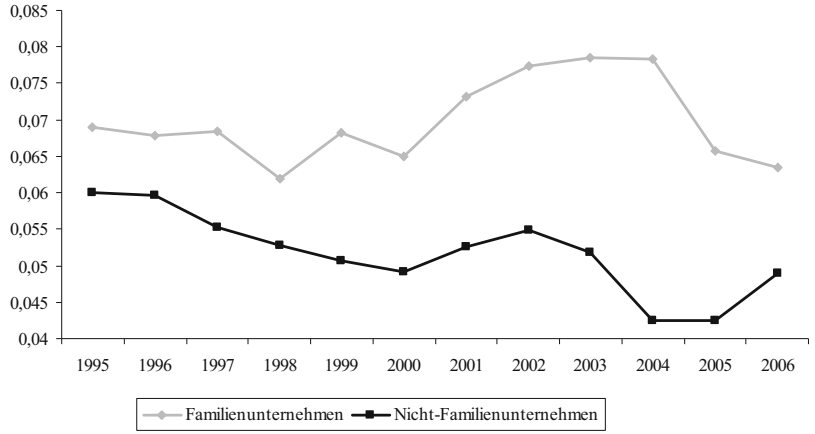


Abbildung 30: Investitionsintensität in Forschung und Entwicklung
Quelle: Eigene Darstellung

Hierbei zeigt sich, dass zumindest in dieser deskriptiven Darstellung die Gruppe der Nicht-Familienunternehmen im Vergleich zu den Familienunternehmen eine niedrigere durchschnittliche Forschungs- und Entwicklungsquote aufweist, und zwar in allen

[548] Nachdem der natürliche Logarithmus von 0 nicht definiert ist, werden alle Unternehmensjahrbeobachtungen mit *research and development expenditures* in Höhe von 0 auf den Wert 0 korrigiert, um zu vermeiden, dass diese Werte in der empirischen Analyse unberücksichtigt bleiben. Anderson et al. (2009) wählen in ihrer Analyse der Investitionsentscheidungen von Familienunternehmen in den USA ein ähnliches Vorgehen zur Anpassung der abhängigen Variable. Vgl. Anderson et al. (2009), S. 17.

Jahren zwischen 1995 und 2006. Dabei schwanken die Unterschiede zwischen einem Prozentpunkt (im Jahr 1995) und rund drei Prozentpunkten (im Jahr 2004). Insgesamt unterliegt die Forschungs- und Entwicklungsquote – ähnlich wie die Investitionsintensität in Sachanlagen – starken Schwankungen im Zeitverlauf. Ob die deskriptiven Unterschiede unter Berücksichtigung diverser Unternehmenscharakteristika als Kontrollvariablen Bestand haben, sollen die nachfolgenden Regressionsanalysen zeigen.[549]

Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen

Die Darstellung der Ergebnisse in Tabelle 22 zeigt, dass Familienunternehmen unter Berücksichtigung anderer Einflussfaktoren keine signifikant höheren Aufwendungen für Forschung und Entwicklung haben. Dieses Resultat gilt unabhängig davon, ob man die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen mit der Bilanzsumme oder den Umsatzerlösen skaliert (vgl. die Modelle I und III). Den stärksten Einfluss auf die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen hat die Unternehmensgröße (der Einfluss der logarithmierten Umsatzerlöse ist auf Basis eines 1%-Konfidenzintervalls statistisch signifikant). Größere Unternehmen haben höhere Aufwendungen für Forschung und Entwicklung als kleinere Unternehmen. Weiterhin zeigt sich, dass das Innenfinanzierungspotenzial für die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen relevant ist. So haben sowohl die Ausschüttungsquote (als eine Approximation für die Profitabilität des Unternehmens) als auch die Höhe der liquiden Mittel zumindest auf einem schwach signifikanten Niveau einen positiven Einfluss auf die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Allerdings ist es unter diesem Aspekt überraschend und inkonsistent, dass das direkte Maß für die operative Profitabilität (EBITDA / Bilanzsumme) keinen Einfluss auf die Forschungs- und Entwicklungsintensität hat. Dagegen hat das Marktwert-Buchwert-Verhältnis zumindest einen statistisch gesehen schwach positiven Einfluss auf die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (ebenso auf einem 10%-Signifikanzniveau).

[549] Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen mit den Umsatzerlösen skaliert. Auch hierbei haben Familienunternehmen im Rahmen dieses einfachen Vergleichs kontinuierlich höhere Forschungs- und Entwicklungsquoten als Nicht-Familienunternehmen.

Tabelle 22: Regressionsanalysen zu Investitionen in F&E
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte (*research and development expenditures)*. Die abhängige Variable ist ln *research and development expenditures* / ln *assets bzw.* ln *research and development expenditures* / ln *sales.* Bei allen Regressionsmodellen handelt es sich um *pooled-OLS*-Schätzungen. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	**I**	**II**	**III**	**IV**
	ln F&E / ln Bilanzsumme		ln F&E / ln Umsatzerlöse	
Familienunternehmen	**0,009**		**0,009**	
	(0,37)		**(0,37)**	
Familieneigentum		**0,10****		**0,100****
		(2,04)		**(2,00)**
Familienführung und -kontrolle		**-0,0091**		**-0,01**
		(-0,30)		**(-0,32)**
Blockaktionäre	-0,009	0,003	-0,005	0,007
	(-0,31)	(0,12)	(-0,17)	(0,22)
Unternehmensgröße [Ln]	0,024***	0,025***	0,025***	0,026***
	(4,10)	(4,29)	(4,27)	(4,45)
Unternehmensalter [Ln]	-0,002	-0,003	-0,003	-0,005
	(-0,13)	(-0,32)	(-0,25)	(-0,44)
Profitabilität [t_{-1}]	-0,009	-0,018	-0,042	-0,05
	(-0,18)	(-0,33)	(-0,76)	(-0,91)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis [t-1]	0,001*	0,001*	0,001	0,001
	(1,81)	(1,89)	(1,54)	(1,60)
Firmen-spezifisches Risiko	0,043	0,038	0,053	0,048
	(0,97)	(0,88)	(1,10)	(1,02)
Ausschüttungsquote	0,038**	0,033*	0,044**	0,039**
	(1,97)	(1,72)	(2,30)	(2,03)
Fremdkapitalquote	0,012	0,023	-0,046	-0,035
	(0,17)	(0,35)	(-0,69)	(-0,54)
Liquide Mittel	0,14*	0,15*	0,17**	0,18**
	(1,71)	(1,86)	(2,04)	(2,18)
Rechnungslegungsstandard	-0,049	-0,049	-0,051	-0,051
	(-1,41)	(-1,42)	(-1,45)	(-1,46)
Konstante	0,364***	0,335***	0,381***	0,354***
	(3.79)	(3.46)	(3.76)	(3.48)
Anzahl Beobachtungen	1081	1081	1081	1081
Anzahl Unternehmen	216	216	216	216
Adj. R-Quadrat	0,14	0,15	0,12	0,13
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	OLS	OLS	OLS

Einfluss der unterschiedlichen Komponenten

Im zweiten Schritt wird der Einfluss der Komponenten Familieneigentum und Familienführung und -kontrolle auf die Forschungs- und Entwicklungsintensität separat voneinander analysiert (vgl. die Modelle II und IV). Dabei zeigt sich, dass Familieneigentum einen positiven Einfluss auf die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen hat (signifikant auf Basis eines 5%-Konfidenzintervalls). Dagegen scheint Familienführung und -kontrolle keinen Einfluss zu haben (zumindest nicht auf einem statistisch signifikanten Niveau). Hierbei ist Familieneigentum – unter der Annahme, dass die Gründerfamilie geduldiges Kapital zur Verfügung stellt und das Familienunternehmen an die nachfolgenden Generationen vererben will – ein Indikator für die langfristige Ausrichtung des Familienunternehmens. Bei Forschungs- und Entwicklungsprojekten handelt es sich um unsichere und langfristige Projekte. Daher ist der (wenn auch nur schwach signifikante) Einfluss von Familieneigentum ein Indikator dafür, dass Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen in ihren Investitionsentscheidungen tatsächlich einen längeren Anlagehorizont verfolgen. Der Einfluss der Kontrollvariablen bleibt gegenüber den Modellen mit der Unterscheidung zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen unverändert. Dabei zeigt sich auch, dass der Rechnungslegungsstandard und damit die Bilanzierung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen – zumindest wenn man den Einfluss über die Dummyvariablen approximiert – keine Bedeutung für die erzielten Resultate hat. Die Dummyvariable für die Bilanzierung nach HGB ist insignifikant in allen Regressionsmodellen in Tabelle 22.

Robustheitstests

In den Robustheitstests zeigt sich, dass die erzielten Ergebnisse auch gegenüber alternativen Spezifikationen der Regressionsmodelle robust sind. Die geschätzten Ergebnisse bleiben qualitativ unverändert, wenn man (i) das gesamte Risiko (d.h. Marktrisiko und firmen-spezifisches Risiko) anstatt lediglich dem firmen-spezifischem Risiko berücksichtigt, (i) andere Maße zur Kontrolle der Unternehmensgröße verwendet oder (iii) wenn man anstelle des Unternehmensalters das Börsenalter zur Kontrolle von Alterseffekten nutzt.

Die Ergebnisse der Schätzungen zu den Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte belegen, dass die Unternehmensgröße einen starken Einfluss auf das Resultat hat. Aus diesem Grund wird die Stichprobe in zwei Teilstichproben (der kleinen und der großen technologieintensiven Unternehmen) zerlegt, um für nicht-lineare Größeneffekte zu kontrollieren. Dabei bleiben die wesentlichen Resultate unverändert. Es ergeben sich keine signifikanten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in Bezug auf die Höhe der Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen. Wenn man die einzelnen Komponenten betrachtet, besteht in der Teilstichprobe der kleinen Unternehmen eine signifikant positive Korrelation zwischen Familieneigentum und dem Niveau der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. In der Teilstichprobe der größeren technologieintensiven Unternehmen stellt sich dieser Zusammenhang jedoch nicht ein. Familienführung und -kontrolle hat weder in der Stichprobe der kleinen noch in der Stichprobe der großen Unternehmen einen signifikanten Einfluss. Der Einfluss der Kontrollvariablen ist in den beiden Teilstichproben nahezu unverändert im Vergleich zur gesamten Stichprobe aller technologieorientierten Unternehmen. Während die Unternehmensgrößen in den meisten Modellen nach wie vor einen signifikant positiven Einfluss auf das Niveau der Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen hat, trifft dies für die Ausschüttungsquote nur in den Modellen der kleineren Unternehmen zu. Man muss bei der Interpretation der Ergebnisse natürlich einschränkend beachten, dass die Anzahl der Beobachtungen mit rund 500 in beiden Teilmodellen relativ gering ist. Das könnte die Aussagekraft der Modelle durchaus einschränken.

Interpretation der Ergebnisse

Insgesamt passen die erzielten Befunde zur bisherigen Literatur. Anderson et al. (2009) zeigen, dass Familienunternehmen c.p. weniger risikoreiche Investitionen in Sachanlagen gegenüber Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte bevorzugen.[550] In der vorliegenden Untersuchung haben Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen deutlich höhere Niveaus an *capital expenditures*, während das Niveau der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen für beide

[550] Vgl. Anderson et al. (2009), S. 8. Konkret vergleichen die Autoren Familienunternehmen mit solchen Unternehmen, die eine atomisierte Aktionärsstruktur haben. Dabei investieren Familienunternehmen weniger in Forschungs- und Entwicklungsprojekte, aber mehr in Sachanlagen als Unternehmen mit atomisierter Aktionärsstruktur.

Unternehmensgruppen identisch ist. Bezüglich der Komponenten zeigt sich, dass eine negative Korrelation zwischen Familienführung und dem Niveau der Investitionen in Sachanlagen besteht, während Familieneigentum einen positiven Einfluss auf das Niveau der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen hat.[551]

Trotz den hier erzielten Ergebnissen bleiben einige wichtige Fragen unbeantwortet, die gleichzeitig Potenzial für zukünftige Forschung bieten. Erstens ist bezüglich der Investitionen in Sachanlagen unklar, welche Bedeutung das höhere Niveau an *capital expenditures* hat: Handelt es sich hierbei um kapitalwertpositive oder kapitalwertnegative Investitionsprojekte? Je nachdem sind die höheren Investitionen in Sachanlagen aus Sicht des Familienunternehmens positiv oder negativ zu beurteilen. In anderen Worten ausgedrückt: Es ist unklar, ob die höheren Investitionsniveaus in Sachanlagen mit besseren Investitionsgelegenheiten der Familienunternehmen zusammenhängen oder ein Indiz für ineffiziente Investitionsentscheidungen (*empire building* etc.) des Familienunternehmens sind.[552] Zweitens wurde zur Messung der Investitionen in langfristige Innovationsprojekte ein Inputmaß verwendet, die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Obwohl sich diesbezüglich keine wesentlichen Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich des *R&D-spending* ergeben haben, ist nach wie vor unklar, ob dies auf den Forschungs- und Entwicklungsoutput (also auf die Anzahl der angemeldeten und bewilligten Patente, die Patentqualität oder den Umsatzanteil mit innovativen Produkten) auch zutrifft. Eine Verbindung dieser Input- und Outputmaße zur Messung der Innovationsfähigkeit würde eine Aussage darüber ermöglichen, ob Familienunternehmen aufgrund ihrer langfristigen Orientierung ggf. effizienter mit den Forschungs- und Entwicklungsinputs umgehen als Nicht-Familienunternehmen. Für beide Dimensionen der Investitionstätigkeit wäre es also wünschenswert, neben den Inputparametern auch den Erfolg dieser Investitionen zu messen und die beiden Unternehmensgruppen diesbezüglich zu vergleichen.

---

[551] Zu einem ähnlichen Ergebnis bezüglich der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen für amerikanische Familienunternehmen kommt Block (2009), S. 129.

[552] Um dies zu testen, könnte man untersuchen, inwieweit sich die Ankündigungseffekte auf die Bekanntgabe großer Investitionsprojekte bei Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen systematisch voneinander unterscheiden. Vgl. für die Nutzung eines solchen Untersuchungsdesigns beispielsweise die Arbeiten von McConnell und Muscarella (1985) oder Blose und Shie (1997).

6.6.2 Diversifikationsentscheidungen[553]

Für die Analyse der Diversifikationsentscheidungen sind detaillierte Angaben zu den einzelnen Geschäftsfeldern der Unternehmen Voraussetzung. Aus diesem Grund bezieht sich dieser Teil der vorliegenden Analyse auf eine Teilstichprobe der Prime-Standard-Unternehmen in den Jahren 2002 bis 2006 (Datensatz C in Abbildung 11 in Kapitel 6.1). Hierbei handelt es sich um insgesamt 339 Prime-Standard-Unternehmen, von denen sich zumindest 219 in einem Jahr der Untersuchung als Familienunternehmen qualifizieren. Insgesamt umfasst Datensatz C 1.561 Unternehmensjahrbeobachtungen, von denen 914 Unternehmensjahrbeobachtungen Familienunternehmen zuzuordnen sind (rund 59%) und 647 Unternehmensjahrbeobachtungen Nicht-Familienunternehmen (rund 41%). Tabelle 23 gibt einen Überblick über die jahresweise Aufteilung hinsichtlich Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in Datensatz C.

Tabelle 23: Zusammensetzung der Stichprobe (Datensatz C)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Zusammensetzung der Stichprobe von 2002 bis 2006 für alle Nicht-Finanzunternehmen im Prime Standard (Datensatz C). Neben der Gesamtanzahl an Unternehmen ist die Anzahl der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in jedem Jahr angegeben.

Jahr	Unternehmen	Familienunternehmen	Nicht-Familienunternehmen
2002	306	193	113
2003	307	187	120
2004	308	182	126
2005	316	174	142
2006	324	178	146
Summe	1.561	914	647

Die Identifikation der Geschäftsfelder erfolgt anhand von vierstelligen Industriecodes, den sog. *SIC-Codes*. Die Informationen zu der Anzahl der Geschäftsfelder, ihrer *SIC-Codes* und den Umsatzanteilen wird der Worldscope-Datenbank entnommen.[554]

[553] Dieses Kapitel lehnt sich weitgehend an den Ergebnissen von Schmid et al. (2009) zur Geschäftsfelddiversifikation in börsennotierten deutschen Familienunternehmen an.

[554] Bei der Messung der Geschäftsfelddiversifikation mittels *SIC-Codes* aus der Worldscope-Datenbank ergeben sich folgende Einschränkungen: Erstens haben Unternehmen im Rahmen ihres Jahresabschlusses einen gewissen Spielraum bei der Zusammensetzung ihrer Geschäftsfelder. Zum Beispiel können manche Unternehmen viele unterschiedliche Geschäftsfelder in ein Branchensegment zusammenfassen (und weisen damit auf Basis der Jahresabschlussdaten einen geringen Di-

Die Messung der Geschäftsfelddiversifikation wird anhand unterschiedlicher Maße vorgenommen: Als erste Approximationen dienen die (i) Anzahl der vierstelligen Industriecodes und (ii) die Umsatzerlöse außerhalb des wichtigsten Geschäftfeldes.[555] Weiterhin wird ein Herfindahl-Index für (iii) vierstellige Industriecodes und (iv) zweistellige Industriecodes berechnet. Letztendlich erlaubt die Berechnung von Entropy-Indizes eine explizite Unterscheidung bezüglich der Diversifikation in angrenzende Geschäftsfelder (*related diversification*) und vollkommen unterschiedliche Geschäftsbereiche (*unrelated diversification*). Dazu wird jeweils ein Entropy-Index für (v) *total diversification,* (vi) *unrelated diversification* und (vii) *related diversification* berechnet.

Der Herfindahl-Index berechnet sich als die Summe der quadrierten prozentualen Anteile aller Geschäftsfelder am Gesamtumsatz des Unternehmens. Der Entropy-Index für *unrelated diversification* wird als ein Maß für die Diversifikation in solche Geschäftsfelder kalkuliert, die sich hinsichtlich der ersten beiden Ziffern des Industriecodes unterscheiden (*diversification across 2-digit SIC-Codes*). Dagegen wird der Entropy-Index für *related diversification* als ein Maß für Diversifikation in solche Geschäftsfelder berechnet, die sich zwar hinsichtlich der letzten beiden Ziffern des Industriecodes unterscheiden, nicht aber hinsichtlich der ersten beiden Ziffern (*diversification within 2-digit SIC-Codes*).

Dies soll ein Beispiel in Abbildung 31 verdeutlichen. Die Bayer AG ist z.B. im Jahr 2006 innerhalb des Branchensektors der chemischen Industrie in die beiden angrenzenden Geschäftsfelder Medikamente und Düngemittel diversifiziert. Dagegen ist die BMW AG ein Beispiel für ein Unternehmen in der Stichprobe, das im Jahr 2006 so-

versifikationsgrad auf), während andere Unternehmen mehrere Geschäftsfelder detailliert als unterschiedliche Branchensegmente ausweisen (und damit einen hohen Diversifikationsgrad aufweisen). Dabei könnte es durchaus sein, dass Erstere tatsächlich mindestens genauso diversifiziert sind wie Letztere. Das Reporting hat also einen großen Einfluss auf den wahrgenommenen Diversifikationsgrad. Vgl. für eine ähnliche Argumentation Gompers et al. (2005), S. 588. Zweitens kann sich ein weiterer Messfehler dadurch ergeben, dass die Worldcope-Datenbank maximal zehn Geschäftsfelder darstellt (obwohl das Unternehmen ggf. tatsächlich mehr als zehn Geschäftsfelder hat). In der Stichprobe weisen Unternehmen allerdings lediglich in neun Unternehmensjahren zehn Geschäftsfelder aus. Daher dürfte dieser zweite Messfehler von relativ geringer Bedeutung sein. Trotzdem wurden diese neun Beobachtungen von der Analyse ausgeschlossen.

[555] Das wichtigste Geschäftsfeld bestimmt sich nicht nach dem Hauptindustriecode des Unternehmens (dem sog. *primary SIC-Code*). Vielmehr ist es das jeweils umsatzstärkste Produktsegment, gemessen am prozentualen Anteil an den gesamten Umsatzerlösen des Unternehmens. Bis auf wenige Ausnahmen ist das umsatzstärkste Geschäftsfeld jedoch mit dem Hauptindustriecode identisch.

wohl Diversifikation in vollkommen unterschiedliche Geschäftsfelder als auch in angrenzende Geschäftsfelder betreibt. Das Hauptgeschäftsfeld des Automobilherstellers BMW AG wird innerhalb des produzierenden Gewerbes als Transportmittel bezeichnet. Die BMW AG bietet darüber hinaus ihren Kunden an, die gekauften Fahrzeuge über BMW Financial Services zu finanzieren oder zu leasen. Daher ist BMW auch im Branchensektor der Banken tätig. Dies stellt eine Diversifikation in vollkommen unterschiedliche Geschäftsfelder dar. Letztlich ist die BMW AG mit der Produktion von PKWs und Motorrädern auch innerhalb des Automobilbaus in angrenzende Geschäftsfelder diversifiziert.[556]

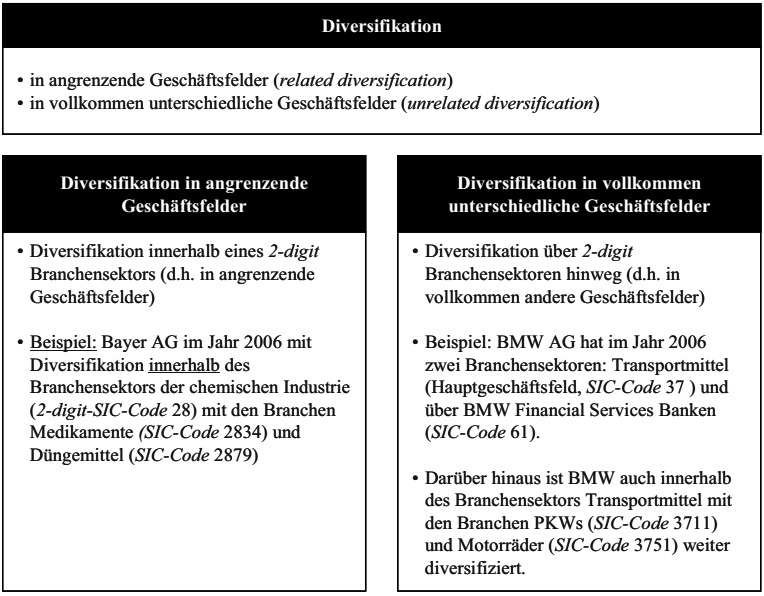


Abbildung 31: Beispiele zu den unterschiedlichen Diversifikationsformen
Quelle: Eigene Darstellung

Die Berechnung der verwendeten Indizes soll an dieser Stelle kurz erläutert werden.[557]

[556] Die Informationen zu den Fallbeispielen beziehen sich auf Angaben in der Worldscope-Datenbank bzw. aus den Geschäftsberichten der beiden Unternehmen für das Geschäftsjahr 2006.

[557] Sowohl der Herfindahl-Index als auch der Entropy-Index waren ursprünglich in der Industrieökonomie Kennzahlen zur Messung der Industriekonzentration in einzelnen Branchen. Sie lassen sich

Wenn man (zunächst ohne eine Unterscheidung in zwei- und vierstellige Industrieklassifikationen) davon ausgeht, dass ein Unternehmen in i Branchen tätig ist und P_i den Umsatzanteil des Branchensegments i bezeichnet, dann berechnet sich ein Herfindahl-Index als Konzentrationsmaß wie folgt: $H = \sum_{i=1}^{n} (P_i)^2$.

In der Regel macht es im Kontext der Geschäftsfelddiversifikation Sinn, H^*=1-H zu berechnen, so dass die in den Regressionsmodellen verwendete Kennzahl mit einer Erhöhung der Geschäftsfelddiversifikation zunimmt. Das erleichtert die Interpretation der erzielten Schätzergebnisse. Insofern werden alle weiteren Herfindahl-Indizes auch in dieser Form als H^*=1-H berechnet.[558] Die Berechnung von H* soll anhand eines kurzen Beispiels erläutert werden: Ein Unternehmen ist in drei Branchen tätig, wobei sich die Umsätze wie folgt verteilen: i_1 (50%), i_2 (30%) und i_3 (20%). Dann berechnet sich H* =1- [$(0,5)^2 + (0,3)^2 + (0,2)^2$]= [1-0,38] = 0,62.

Im Vergleich zum Herfindahl-Index wird prinzipiell im Rahmen eines Entropy-Index jeder Umsatzanteil eines Industriesegments x mit dem natürlichen Logarithmus $\ln(1/P_i)$ gewichtet, so dass sich der Entropy-Index wie folgt berechnet: $E = \sum_{i=1}^{n} P_i \ln(1/P_i)$.

Weiterhin wird folgendes Beispiel betrachtet: Ein Unternehmen ist in *n* Branchen mit *4-digit SIC-Codes* tätig. Die *n* Industrien aggregieren sich zu *s* Branchen mit *2-digit SIC-Codes,* wobei $n \geq s$ gilt. Man kann nun unterschiedliche Diversifikationsmaße für *related* und *unrelated diversification* berechnen. Die oben dargestellten Indizes lassen sich wie folgt kalkulieren:

Herfindahl-Index für zweistellige Industriecodes:

$H(2-digit) = \sum_{s=1}^{S} (P_s)^2$ bzw. $H^* = 1 - H(2-digit)$. Die Verwendung von H^*=1-H (*2-digit*) hat, wie bereits erwähnt, den Vorteil, dass das verwendete Diversifikationsmaß

jedoch auch zur Messung der Geschäftsfelddiversifikation sehr gut einsetzen. Vgl. zu einer ausführlichen Darstellung inklusive konkreter Berechnungsbeispiele den Aufsatz von Jaquemin und Berry (1979).

[558] Wenn nachfolgend daher – in Tabellen oder im Text – der Begriff Herfindahl-Index verwendet wird, handelt es sich eigentlich um einen modifizierten Herfindahl-Index H*=1-H.

mit größerer Diversifikation zunimmt. Dies erleichtert die Interpretation der geschätzten Regressionsmodelle.

Herfindahl-Index für vierstellige Industriecodes:

$$H(4-digit)=\sum_{i=1}^{n}(P_i)^2 \text{ bzw. } H^*=1-H(4-digit)$$

Entropy-Index für *unrelated diversification* (oder *diversification <u>across</u> 2-digit SIC-Codes*):

$$E_u=\sum_{s=1}^{S}(P_s \ln(1/P_s))$$

Entropy-Index für *related diversification* (oder *diversification <u>within</u> 2-digit SIC-Codes*):

$$E_r=\sum_{i\in s} P_i/P_s \ln(P_s/P_i)$$

Entropy-Index für *total diversification* (auf Basis der *4-digit-SIC-Codes*):

$$E_t=\sum_{i=1}^{n}\sum_{i\in s} P_i \ln(1/P_i), \text{ so dass } E_t=\sum_{s=1}^{S} P_s E_r + E_u$$

Bezüglich des letzten Ausdrucks gilt Folgendes: Der erste Term ist ein gewichteter Durchschnitt der *4-digit* Diversifikation innerhalb jedes *2-digit* Sektors, wobei jeder *2-digit* Sektor mit seinem relativen Anteil P_s gewichtet wird. Der zweite Term ist das Niveau der *unrelated diversification.* Der Entropy-Index für *total diversification* ist also ein gewichteter Durchschnitt der Geschäftsfelddiversifikation innerhalb jedes Branchensektors zuzüglich der Geschäftsfelddiversifikation über die Branchensektoren hinweg. [559]

Die beiden Herfindahl-Indizes nehmen Werte zwischen 0 und 1 an, wobei ein Wert von 0 für ein Unternehmen steht, das sehr fokussiert ist und nur in einer Branche agiert. Dementsprechend nimmt das Niveau der Geschäftsfelddiversifikation mit steigendem H^* zu. Die Entropy-Indizes können dagegen auch Werte einnehmen, die größer als 1 sind.[560]

---

[559] Vgl. Jacquemin und Berry (1979), S. 361-364.

[560] Die Werte für die Entropy-Indizes in der Stichprobe schwanken zwischen 0 und 1,842.

Die empirische Analyse bezieht sich nun auf diese unterschiedlichen Maße der Geschäftsfelddiversifikation. Aufgrund der Tatsache, dass in die Teilstichprobe nur 339 Unternehmen eingehen, werden jeweils zwei Regressionsmodelle zur Überprüfung der in Kapitel 5 dargestellten Hypothesen verwendet. Im ersten Modell geht es darum, Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen zu zeigen, während im zweiten Modell der Einfluss der unterschiedlichen Komponenten Familieneigentum (prozentualer Anteil der Gründerfamilie an den Stimmrechten der Unternehmen) und Familienführung und -kontrolle (Beteiligung der Gründerfamilie im Vorstand bzw. Aufsichtsrat) untersucht wird. Hierbei wird im Vergleich zu den Analysen mit der gesamten Stichprobe nicht weiter explizit zwischen einer Beteiligung im Vorstand und im Aufsichtsrat unterschieden. Es werden *pooled-Probit*-Regressionsmodelle (für alle Regressionen mit binären abhängigen Variablen), *pooled-Poisson*-Regressionsmodelle (für alle Regressionsmodelle mit der Anzahl der Geschäftsfelder als abhängige Variable) und *pooled-OLS*-Regressionsmodelle (im Fall kontinuierlicher abhängiger Variablen wie dem Herfindahl- oder dem Entropy-Index) verwendet, um in der Analyse sowohl Querschnitts- als auch Längsschnittsvariation zu berücksichtigen. Aufgrund der ebenfalls kürzeren Zeitperiode für diesen Teil der Untersuchung[561] wird außerdem auf eine Schätzung von *firm-fixed-effects*-Modellen und *between*-Modellen verzichtet. Schließlich werden aufgrund potenzieller Heteroskedastizität Huber-White-Standardfehler berechnet, die durch eine Clusterung der Unternehmensjahre auch berücksichtigen, dass aufgrund der Panelstruktur der Daten nicht alle Beobachtungen unabhängig voneinander sind (sondern unabhängige Beobachtungen nur zwischen den Unternehmen, nicht aber innerhalb der Unternehmen im Zeitablauf vorliegen).[562]

[561] Die deutsche Börse hat ihre Börsensegmente 2003 neu strukturiert. Aus diesem Grund existiert der Prime Standard erst seit dem 1. März 2003. Die Untersuchung der Geschäftsfelddiversifikation erfolgt daher für die Jahre 2002 bis 2006. Dabei wurde die Anfangszusammensetzung des neu gegründeten Prime Standards zum 1. März 2003 als Approximation für eine Jahresendzusammensetzung 2002 verwendet. Für alle anderen Jahre orientiert sich die Stichprobenzusammensetzung in den jeweiligen Jahren an der Jahresendzusammensetzung des Prime Standards.

[562] Vgl. Petersen (2008) für eine Diskussion darüber, wie Standardfehler bei Paneldaten korrekt zu berechnen sind. Vgl. Wooldridge (2003), Kapitel 17 für eine Diskussion von Probit- und Poisson-Regressionsmodellen.

Deskriptive Statistiken

Die deskriptive Analyse der Indikatoren zur Geschäftsfelddiversifikation, dargestellt in Tabelle 24, offenbart bereits deutliche Unterschiede zwischen den beiden Unternehmensgruppen. So haben Familienunternehmen (auf Basis der 4-*digit SIC-Codes*) durchschnittlich 2,0 Geschäftsfeldsegmente, während Nicht-Familienunternehmen durchschnittlich 2,6 Geschäftsfeldsegmente haben.

Tabelle 24: Deskriptive Statistiken zu unterschiedlichen Diversifikationsmaßen
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Ergebnisse einer deskriptiven Analyse zu den unterschiedlichen Diversifikationsmaßen. Es werden jeweils das arithmetische Mittel und der Median für alle Nicht-Finanzunternehmen im Prime Standard (Datensatz C), alle Familienunternehmen und alle Nicht-Familienunternehmen dargestellt. Der t-test zeigt die t-Statistiken für einen Mittelwertvergleich. ***,** und * stehen für 1%-,5%- und 10%-Signifikanzniveau. Die t-Statistiken berücksichtigen dabei die Panelstruktur der Daten. Eine ausführliche Definition der verwendeten Diversifikationskennzahlen ist in Kapitel 6.4 sowie im Anhang dargestellt.

	Alle Unternehmen		Familien-unternehmen		Nicht-Familien-unternehmen		
Diversifikationsmaße	Arith. Mittel	Median	Arith. Mittel	Median	Arith. Mittel	Median	t-test
Anzahl Geschäftsfelder (*4-digit SIC*)	2,27	2	2,03	2	2,59	2	-9,01***
Herfindahl-Index H* (*2-digit SIC*)	0,181	0,042	0,145	0,006	0,230	0,183	-7,41***
Herfindahl-Index H* (*4-digit SIC*)	0,269	0,254	0,228	0,154	0,324	0,351	-7,33***
Entropy-Index *total diversification*	0,452	0,437	0,378	0,288	0,556	0,559	-7,83***
Entropy-Index *unrelated diversification*	0,296	0,106	0,234	0,020	0,381	0,344	-7,86***
Entropy-Index *related diversification*	0,156	0	0,144	0	0,174	0	-2,05**

Dementsprechende Unterschiede ergeben sich auch hinsichtlich der anderen Indikatoren: Zum Beispiel beträgt der Entropy-Index für *total diversification* für Familienunternehmen durchschnittlich 0,378, während er für Nicht-Familienunternehmen mit durchschnittlich 0,556 wesentlich größer ist. Ebenso ist der Herfindahl-Index H* auf Basis der *4-digit SIC-Codes* mit einem arithmetischen Mittel von 0,324 bei Nicht-Familienunternehmen im Durchschnitt größer als bei Familienunternehmen mit 0,228. Tabelle 24 gibt einen vollständigen Überblick über alle verwendeten Diversifikationsmaße. Insgesamt kann man also anhand der deskriptiven Statistiken vermuten, dass Familienunternehmen fokussierter sind als Nicht-Familienunternehmen. In den nächsten Abschnitten wird dieser erste, deskriptive Befund einem multivariaten Testverfahren unterzogen.

Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen

Tabelle 25 und Tabelle 26 zeigen nun allerdings, dass – anders als in den deskriptiven Analysen – unter Einbeziehung von Kontrollvariablen nicht bezüglich aller Diversifikationsmaße statistisch signifikante Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bestehen. So ergeben sich in der multivariaten Analyse nur bezüglich der folgenden Diversifikationsmaße statistisch signifikante Unterschiede zwischen den beiden Unternehmensgruppen: Unterschiede bestehen hinsichtlich der Anzahl der Geschäftsfelder, hinsichtlich des Herfindahl-Index der zweistelligen Industriecodes (*2-digit SIC-Codes*) sowie hinsichtlich des Entropy-Index für *unrelated diversification.* Dagegen ergeben sich keine Unterschiede hinsichtlich des Umsatzanteils außerhalb des Hauptgeschäftsfelds, des Herfindahl-Index für vierstellige Industriecodes sowie des Entropy-Index für *total diversification* und *related diversification*. Insgesamt zeigt sich, dass die Unternehmensgröße am deutlichsten die Geschäftsfelddiversifikation beeinflusst. Weiterhin besteht eine negative Beziehung zwischen Diversifikationsniveau und dem firmen-spezifischen Risiko (vgl. Tabelle 25 bzw. Tabelle 26). Dies verdeutlicht noch einmal, dass Geschäftsfelddiversifikation eine Möglichkeit ist, das firmen-spezifische Risiko zu reduzieren.

Dabei gilt es zu beachten, dass der Herfindahl-Index für die zweistelligen Industriecodes ebenso ein Maß für *unrelated diversification* darstellt, da die Korrelation der Cash-Flows aus zwei Geschäftsfeldern, die sich hinsichtlich der ersten beiden Ziffern des Industriecodes unterscheiden, sicherlich im Durchschnitt geringer ist als zwischen zwei Geschäftsfeldern, die sich lediglich hinsichtlich der letzten beiden Ziffern des Industriecodes unterscheiden. Insofern ist es konsistent, dass zwischen den beiden Unternehmenstypen Unterschiede im Herfindahl-Index für die zweistelligen Industriecodes und dem Entropy-Index für *unrelated diversification* bestehen, nicht aber bezüglich des Herfindahl-Index für vierstellige Industriecodes und des Entropy-Index für *related diversification*.

Tabelle 25: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen I
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schmid et al. (2009).

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Diversifikationsentscheidungen. Abhängige Variablen sind die Anzahl der Geschäftsfelder, der Umsatz außerhalb des Hauptgeschäftsfelds sowie Herfindahl-Indizes für Umsatzerlöse aus *2-digit* und *4-digit SIC-Codes (H*)*. OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, Poisson ist ein *pooled-Poisson*-Regressionsmodell. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I	II	III	IV
Abhängige Variable	Anzahl Geschäftsfelder (*4-digit SIC Code*)	Umsatzerlöse außerhalb Hauptsegment	Herfindahl-Index Umsatzerlöse (*2-digit SIC Code*)	Herfindahl-Index Umsatzerlöse (*4-digit SIC Code*)
Familienunternehmen	**-0,11****	**-0,027**	**-0,045***	**-0,037**
	(-2,02)	**(-1,19)**	**(-1,85)**	**(-1,37)**
Unternehmensgröße	0,057***	0,015**	0,0055	0,019**
	(-3,85)	(-2,26)	(-0,79)	(-2,5)
Profitabilität	-0,027	-0,0053	-0,0027	-0,0067*
	(-1,59)	(-1,65)	(-1,16)	(-1,77)
Liquidität	-0,046	0,03	0,051	0,024
	(-0,34)	(-0,54)	(-0,97)	(-0,35)
Blockaktionäre	-0,033	0,014	0,022	0,0064
	(-0,37)	(-0,37)	(-0,52)	(-0,14)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,21**	-0,066*	-0,073**	-0.079*
	(-2,29)	(-1,71)	(-2,05)	(-1,75)
Unternehmensalter	0,00018	0,00027	0,00019	0,00039
	(0,27)	(0,93)	(0,60)	(1,17)
Konstante	0,56**	0,13	0,28**	0,14
	(2,18)	(0,87)	(2,16)	(0,90)
Anzahl Beobachtungen	1370	1370	1370	1370
Anzahl Unternehmen	317	317	317	317
Adj. R-Quadrat	…	0,14	0,16	0,15
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja
Regressionsmodell	Poisson	Pooled OLS	Pooled OLS	Pooled OLS

Insgesamt scheinen Familienunternehmen also seltener als Nicht-Familienunternehmen in vollkommen unterschiedlichen Industrien zu agieren. Dagegen ergeben sich keine Unterschiede, was das Diversifikationsniveau in angrenzende Geschäftsfelder betrifft. Insgesamt lässt sich die Nullhypothese H_0 (2c) also zumindest für *total* und *related diversification* nicht verwerfen. Lediglich für *unrelated diversification* lässt sich die Nullhypothese H_0 (2c) verwerfen.

Tabelle 26: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen II
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schmid et al. (2009).

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Diversifikationsentscheidungen. Abhängige Variablen sind die Entropy-Indizes für *total diversification, related diversification und unrelated diversification*. OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	V	VI	VII
Abhängige Variable	Entropy-Index (*Total Diversification*)	Entropy-Index (*Related Diversification*)	Entropy-Index (*Unrelated Diversification*)
Familienunternehmen	**-0,064**	**0,010**	**-0,073***
	(-1,42)	**(0,26)**	**(-1,89)**
Unternehmensgröße	0,039***	0,023***	0,016
	(2,92)	(2,74)	(1,35)
Profitabilität	-0,011	-0,007	-0,004
	(-1,58)	(-1,12)	(-1,13)
Liquidität	0,04	-0,042	0,082
	(0,36)	(-0,56)	(1,01)
Blockaktionäre	0,026	-0,004	0,03
	(0,33)	(-0,071)	(0,44)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,14*	-0,03	-0,11**
	(-1,92)	(-0,57)	(-2,01)
Unternehmensalter	0,0006	0,0004	0,0002
	(0,93)	(0,95)	(0,39)
Konstante	0,17	-0,2	0,37*
	(0,58)	(-1,22)	(1,76)
Anzahl Beobachtungen	1370	1370	1370
Anzahl Unternehmen	317	317	317
Adj. R-Quadrat	0,17	0,1	0,18
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja
Regressionsmodell	pooled OLS	pooled OLS	pooled OLS

Einfluss der unterschiedlichen Komponenten

Im zweiten Schritt wird nun der Einfluss der unterschiedlichen Komponenten eines Familienunternehmens analysiert. Hier ergeben sich folgende Ergebnisse: Mit Ausnahme des Entropy-Index für *related diversification* (vgl. Model VI in Tabelle 28) zeigt die Komponente Familienführung und -kontrolle in allen Regressionsmodellen eine deutlich negative Korrelation mit den Diversifikationsmaßen. Hierbei ist diese negative Korrelation (mit Ausnahme der Anzahl der Geschäftsfelder) in jedem der Regressionsmodelle hochsignifikant auf einem 1%-Signifikanzniveau. Zum Beispiel

ist der Koeffizient in Modell V in Tabelle 28 (Entropy-Index für *total diversification*) so zu interpretieren, dass Familienführung und -kontrolle unter Berücksichtigung aller anderen Einflussfaktoren zu einem um 0,12 niedrigeren Entropy-Index führt. Der Entropy-Index für *total diversification* für alle Unternehmen liegt bei durchschnittlich 0,459. Insofern bedeutet dies, dass die Beteiligung der Gründerfamilie zu einer Reduzierung des Entropy-Index um rund 26 Prozent führt. Der Einfluss von Familienführung und -kontrolle ist damit nicht nur statistisch signifikant, sondern auch von großer ökonomischer Bedeutung.

Interessanterweise hat dagegen Familieneigentum in mehreren Modellen einen gegenteiligen, signifikant positiven Einfluss (allerdings nicht bezüglich der Anzahl der Geschäftsfelder, des Herfindahl-Index für *2-digit SIC-Codes* und des Entropy-Index für *unrelated diversification*). Beispielsweise ist der Koeffizient in Modell V in Tabelle 28 (Entropy-Index für *total diversification*) für Familieneigentum ebenfalls signifikant (auf einem 5%-Signifikanzniveau) und mit 0,21 sogar betragsmäßig größer als der Koeffizient für Familienführung und -kontrolle. Dies kann man folgendermaßen interpretieren: Sofern sich das Familieneigentum in einer hypothetischen Transaktion von 0% auf 100% erhöht, nimmt der Entropy-Index für *total diversification* um rund 45% zu. Daher hat Familienmanagement aus einer ökonomischen Perspektive einen starken positiven Einfluss auf das Diversifikationsniveau.

Schließlich können die Nullhypothesen H_0 (2a) und H_0 (2b), wonach Familieneigentum und Familienführung und -kontrolle keinen Einfluss auf Diversifikationsentscheidungen haben, verworfen werden. Vielmehr zeigt sich, dass Familienführung und -kontrolle einen negativen Einfluss auf das Diversifikationsniveau hat, während Familieneigentum – zumindest auf *related diversification* – einen deutlich positiven Einfluss hat.

Darüber hinaus besteht auch in dieser Analyse wiederum eine signifikant positive Korrelation zwischen Unternehmensgröße und Diversifikationsniveau sowie eine signifikant negative Korrelation zwischen firmen-spezifischem Risiko und Diversifikationsniveau (vgl. Tabelle 27 und Tabelle 28).

Tabelle 27: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen III
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schmid et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Diversifikationsentscheidungen. Abhängige Variablen sind die Anzahl der Geschäftsfelder, der Umsatz außerhalb des Hauptgeschäftsfelds sowie Herfindahl-Indizes für Umsatzerlöse aus *2-digit* und *4-digit SIC-Codes* (H*). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, Poisson ist ein *pooled-Poisson*-Regressionsmodell. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I	II	III	IV
Abhängige Variable	Anzahl Geschäftsfelder (*4 digit SIC Code*)	Umsatzerlöse außerhalb Hauptsegment	Herfindahl-Index Umsatzerlöse (*2-digit SIC Code*)	Herfindahl-Index Umsatzerlöse (*4-digit SIC Code*)
Familienführung und -kontrolle	**-0,10***	**-0,067*****	**-0,070*****	**-0,082*****
	(-1,97)	**(-2,75)**	**(-2,69)**	**(-2,88)**
Familieneigentum	**0,08**	**0,12*****	**0,06**	**0,14*****
	(0,81)	**(2,59)**	**(1,18)**	**(2,60)**
Unternehmensgröße	0,057***	0,013**	0,0042	0,017**
	(3,72)	(2,01)	(0,60)	(2,25)
Profitabilität	-0,027	-0,0063*	-0,0033	-0,0079*
	(-1,55)	(-1,82)	(-1,40)	(-1,92)
Liquidität	-0,038	0,039	0,057	0,034
	(-0,28)	(0,73)	(1,09)	(0,53)
Blockaktionäre	-0,0021	0,038	0,031	0,035
	(-0,023)	(0,98)	(0,72)	(0,77)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,20**	-0,062	-0,071**	-0,074*
	(-2,26)	(-1,63)	(-2,01)	(-1,67)
Unternehmensalter	0,00022	0,00025	0,00017	0,00038
	(0,32)	(0,88)	(0,55)	(1,13)
Konstante	0,51**	0,12	0,28**	0,13
	(2,01)	(0,85)	(2,28)	(0,86)
Anzahl Beobachtungen	1370	1370	1370	1370
Anzahl Unternehmen	317	317	317	317
Adj. R-Quadrat		0,15	0,16	0,16
Jahresdummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industriedummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Regressionsmodell	Poisson	pooled OLS	pooled OLS	pooled OLS

Robustheitstests

In den Robustheitstests zeigt sich, dass die erzielten Ergebnisse auch gegenüber alternativen Spezifikationen der Regressionsmodelle robust sind. Insgesamt bleiben die geschätzten Ergebnisse qualitativ unverändert, wenn man in den Regressionsmodellen (i) das gesamte Risiko (d.h. Marktrisiko und firmen-spezifisches Risiko) anstatt lediglich das firmen-spezifische Risiko berücksichtigt, (ii) andere Maße zur Kontrolle der Unternehmensgröße verwendet (z.B. den natürlichen Logarithmus der Umsatzerlöse

oder Mitarbeiteranzahl) oder (iii) wenn man anstelle des Unternehmensalters das Börsenalter berücksichtigt. Darüber hinaus ändert die Aufnahme weiterer Kontrollvariablen, z.B. unterschiedliche Maße für den Verschuldungsgrad, nichts an den Hauptergebnissen.

Tabelle 28: Regressionsanalysen zu Diversifikationsentscheidungen IV
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schmid et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Diversifikationsentscheidungen. Abhängige Variablen sind die Entropy-Indizes für *total diversification*, *related diversification* und *unrelated diversification*. OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, Poisson ist ein *pooled-Poisson*-Regressionsmodell. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	V	VI	VII
Abhängige Variable	Entropy-Index (*Total Diversification*)	Entropy-Index (*Related Diversification*)	Entropy-Index (*Unrelated Diversification*)
Familienführung und -kontrolle	**-0,12*** **	**-0,02**	**-0,10** **
	(-2,62)	**(-0,57)**	**(-2,54)**
Familieneigentum	**0,21** **	**0,13***	**0,075**
	-2,27	**-1,83**	**-0,96**
Unternehmensgröße	0,037***	0,023***	0,014
	-2,72	-2,68	-1,2
Profitabilität	-0,012*	-0,0073	-0,0048
	(-1,69)	(-1,17)	(-1,31)
Liquidität	0,055	-0,035	0,09
	-0,5	(.0,47)	-1,11
Blockaktionäre	0,07	0,028	0,043
	-0,87	-0,49	-0,6
Firmen-spezifisches Risiko	-0,14*	-0,026	-0,11**
	(-1,85)	(-0,50)	(-1,99)
Unternehmensalter	0,00056	0,00037	0,00018
	-0,91	-0,96	-0,36
Konstante	0,14	-0,22	0,37*
	-0,52	(-1,36)	-1,83
Anzahl Beobachtungen	1370	1370	1370
Anzahl Unternehmen	317	317	317
Adj. R-Quadrat	0,18	0,11	0,18
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja
Regressionsmodell	pooled OLS	pooled OLS	pooled OLS

Die Resultate der durchgeführten Schätzungen haben gezeigt, dass vor allem die Unternehmensgröße einen hohen Einfluss auf das Diversifikationsniveau hat. Größere Unternehmen sind in der Regel diversifizierter als kleinere Unternehmen. Daher wurde ein Robustheitstest für nicht-lineare Größeneffekte durch die Teilung der Stichprobe in

drei gleich große Teilstichproben (für große, mittelgroße und kleine Unternehmen) anhand von Terzilen der Unternehmensgröße durchgeführt. Der Robustheitstest zeigt, dass die wesentlichen Ergebnisse für die Teilstichproben der kleinen und mittleren Unternehmen erhalten bleiben. Einschränkend muss man allerdings festhalten, dass die Effekte von Familieneigentum und Familienführung und -kontrolle sowie die Unterschiede hinsichtlich der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen in der Teilstichprobe der größten Unternehmen nicht vorliegen. Das könnte damit zusammenhängen, dass in dieser Teilgruppe große Ausreißer (vor allem in der Gruppe der Nicht-Familienunternehmen) die Ergebnisse maßgeblich beeinflussen. Aufgrund der Bestätigung der Ergebnisse in den anderen beiden Teilstichproben scheinen die erzielten Resultate aber insgesamt auch gegenüber nicht-linearen Größeneffekten relativ robust zu sein.

Interpretation der Ergebnisse

Die Regressionsergebnisse bestätigen die theoretischen Überlegungen aus Kapitel 4. Die Beteiligung der Gründerfamilie am Management führt zu einer Reduzierung der Prinzipal-Agenten-Konflikte im Unternehmen und damit zu geringeren Diversifikationsniveaus. Dagegen führt Familieneigentum zu Risikoaversion und damit (ungeachtet der damit potenziell verbundenen Kosten) zu einer höheren Diversifikation in angrenzende Geschäftsfelder. Die Gründerfamilie könnte diese Strategie nutzen, um ggf. eine fehlende Portfoliodiversifikation auf Unternehmensebene auszugleichen. Allerdings würde man unter Berücksichtigung dieser Risikoaversionshypothese erwarten, dass Gründerfamilien als Eigentümer eher zu einer *unrelated diversification* als zu einer *related diversification* neigen. Der Diversifikationseffekt sollte nämlich umso größer sein, je geringer die Korrelation zwischen den Geschäftsfeldern ist. Allerdings zeigen die Ergebnisse, dass genau das Gegenteil der Fall ist: Familieneigentum führt hauptsächlich zu Diversifikation in angrenzende Geschäftsfelder. Dies könnte unter anderem mit dem limitierten Humankapital in Familienunternehmen (*family nepotism*) zusammenhängen. Sofern die Gründerfamilien einerseits wichtige Schlüsselpositionen aus dem begrenzten Pool an Familienmitgliedern rekrutieren oder aber in der Rekrutierung von Führungskräften aus Imagegründen Restriktionen unterliegen, könnte das

Know-How für Diversifikation in vollkommen unterschiedliche Geschäftsfelder fehlen.[563]

Prinzipiell passen die hier erzielten Ergebnisse zu bisherigen Resultaten in der Literatur zu Diversifikation in börsennotierten Familienunternehmen: In der bisher einzigen Untersuchung für die S&P-500-Unternehmen in den USA kommen Anderson und Reeb (2003b) zu dem Resultat, dass Familienunternehmen fokussierter sind als Nicht-Familienunternehmen. Wenn man deren Diversifikationsmaß zugrunde legt – nämlich die Anzahl der Geschäftsfelder, in denen die Unternehmen agieren – erzielt die eigene Untersuchung Ergebnisse, die mit der Studie von Anderson und Reeb (2003b) konsistent sind. Familienunternehmen unterscheiden sich hinsichtlich der Anzahl der Geschäftsfelder signifikant von Nicht-Familienunternehmen.[564] Allerdings geht die eigene Untersuchung deutlich über die Studie von Anderson und Reeb (2003b) hinaus, was die Messung der Geschäftsfelddiversifikation betrifft. Insofern kann sie zeigen, dass es von Bedeutung ist, zwischen *related* und *unrelated diversification* zu unterscheiden. Zumindest in Deutschland scheinen Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen vor allem deutlich seltener in vollkommen unterschiedlichen Geschäftsfeldern zu agieren. Während sich also Unterschiede bezüglich der *unrelated diversification* ergeben, existieren keine Unterschiede hinsichtlich der *related* und *total diversification*. In dieser Erkenntnis liegt ein wesentlicher Beitrag der eigenen Untersuchung.

Weiterhin unterscheidet die vorliegende Studie – im Gegensatz zu Anderson und Reeb (2003b) – zwischen dem Einfluss von Familieneigentum und Familienführung bzw. -kontrolle auf das Diversifikationsniveau. Bezüglich der Ergebnisse muss man allerdings einschränkend berücksichtigen, dass in den Regressionsmodellen zwar der Einfluss des Unternehmensalters berücksichtigt wurde, es aber durchaus auch nichtlineare Alterseffekte geben kann. Dies könnte deshalb von Bedeutung sein, weil Familienunternehmen im Durchschnitt deutlich jünger sind als Nicht-Familienunternehmen. Insofern könnte darin eine alternative Erklärung der beobachteten Effekte liegen. Dar-

---

[563] Vgl. beispielsweise Bertrand und Schoar (2006), S. 78 f. für eine Erläuterung zum *family nepotism*.

[564] Anderson und Reeb (2003b) messen darüber hinaus Diversifikation auch mit einer Dummyvariable, ob das Unternehmen in mehr als einem Geschäftsfeld tätig ist. Auf dieses sehr grobe Maß für Diversifikation wurde jedoch in der eigenen Untersuchung verzichtet. Insofern lassen sich die Ergebnisse in diesem Gesichtspunkt nicht miteinander vergleichen. Vgl. Anderson und Reeb (2003b), S. 661.

über hinaus muss man in der Auslegung der Ergebnisse vorsichtig sein: Die Regressionsmodelle zeigen die beschriebenen statistisch und ökonomisch signifikanten Korrelationen zwischen den Charakteristika der Familienunternehmen und den Variablen zur Messung der Diversifikation. Die dabei verwendete Methode einer OLS-Schätzung erlaubt jedoch keine Kontrolle der potenziellen Endogenität der Eigentümer- und Organstruktur. Insofern kann man in diesem Zusammenhang nicht unbedingt von eindeutigen kausalen Effekten sprechen.

Die Tatsache, dass die beiden Komponenten Familieneigentum und Familienführung und -kontrolle gegensätzliche Effekte auf Diversifikationsentscheidungen haben können, führen zu wichtigen Implikationen: (i) Erstens sind sie eine potenzielle Erklärung dafür, warum die Analyse von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im ersten Schritt lediglich Unterschiede bezüglich der *unrelated diversification* ergeben haben. Es kann durchaus sein, dass sich die beiden Einflüsse – sofern zeitgleich im Familienunternehmen vorhanden – gegenseitig neutralisieren. In der Folge kann es sein, dass man vor allem hinsichtlich der *total diversification* und *related diversification* keine Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen beobachten kann. (ii) Daraus ergibt sich die zweite Implikation: Letztendlich ist es in allen Untersuchungen zur Unternehmenspolitik und -performance in Familienunternehmen wichtig, zwischen dem Einfluss unterschiedlicher Komponenten eines Familienunternehmens zu unterscheiden. Unter Berücksichtigung der Definition eines Familienunternehmens (ebenso, wenn man von einer dichotomen Definition hin zu einer kontinuierlichen Definition kommt) bedeutet dies, dass man den Einfluss der Familie auf das Familienunternehmen berücksichtigen muss. (iii) Letztendlich führt das zur dritten Implikation: Innerhalb von börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland ist es für die Gründerfamilie bedeutend, dass sie über ihr Familieneigentum hinaus gehende Einflussmöglichkeiten auf unternehmerische Entscheidungen hat, sei es in Form von Aufsichtsratsmandaten oder einer aktiven Beteiligung an der Unternehmensführung.

6.6.3 Kapitalstrukturentscheidungen[565]

Für die Analyse der Kapitalstrukturentscheidungen in Familienunternehmen ist das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital bzw. das Verhältnis von Fremd- und Gesamtkapital relevant. In der Literatur existieren unterschiedliche Kennzahlen zur Messung der Kapitalstruktur. Aus diesem Grund sollen unterschiedliche Definitionen der Fremdkapitalquote – jeweils unter Berücksichtigung von Markt- und Buchwerten – verwendet werden.

(i) Zunächst wird eine möglichst breite Definition der Fremdkapitalquote verwendet (Fremdkapitalquote I). Der Buchwert der Fremdkapitalquote I ergibt sich hierbei aus dem Verhältnis der Schulden[566] des Unternehmens (S) in Relation zu seiner Bilanzsumme (BS). Der Marktwert der gesamten Verschuldung hingegen berücksichtigt den Marktwert des Eigenkapitals (EK), so dass sich die Kennzahl folgendermaßen berechnet: Die Schulden werden dividiert durch die Summe aus dem Buchwert der Schulden und dem Marktwert des Eigenkapitals.

$$Fremdkapitalquote\ I\ (Buchwert) = \frac{S}{BS}$$

$$Fremdkapitalquote\ I\ (Marktwert) = \frac{S}{S + EK}$$

Diese Definition enthält auch nicht zinstragende Verbindlichkeiten, wie z.B. Rückstellungen oder Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung (VbkLL). Daher werden die zinstragenden Finanzverbindlichkeiten eines Unternehmens durch diese Kennzahl wahrscheinlich überschätzt. Allerdings stellen die nicht zinstragenden Verbindlichkeiten wichtige Komponenten in der Kapitalstruktur deutscher börsennotierter Unternehmen dar. Darüber hinaus handelt es sich hierbei um eine Definition der Fremdkapital-

---

[565] Dieses Kapitel lehnt sich weitgehend an der Arbeit von Ampenberger et al. (2009) an.

[566] Der Begriff der Schulden umfasst alle Passivposten einer Bilanz, die nicht Eigenkapital oder Rechnungsabgrenzungsposten sind. Dies beinhaltet sowohl die Verbindlichkeiten als auch die Rückstellungen eines Unternehmens. Damit werden sowohl zinstragende als auch nicht zinstragende Passivposten berücksichtigt. Eine Legaldefinition für den Begriff der Schulden existiert jedoch nicht. Vgl. Baetge et al. (2005), S. 160 f. bzw. S. 323.

quote, die in ähnlicher Form in einer Reihe anderer wissenschaftlicher Untersuchungen verwendet wurde. Es ist daher eine außerordentlich anerkannte Definition.[567]

(ii) Darüber hinaus wird eine Definition zur langfristigen Fremdkapitalquote verwendet (Fremdkapitalquote II), bei der die Schulden um die kurzfristigen Verbindlichkeiten (kVbk) reduziert werden. Sie lautet folgendermaßen:

$$Fremdkapitalquote\ II\ (Buchwert) = \frac{S - kVbk}{BS}$$

$$Fremdkapitalquote\ II\ \ (Marktwert) = \frac{S - kVbk}{S - kVbk + EK}$$

(iii) Schließlich werden in der dritten Definition (Fremdkapitalquote III) lediglich die Finanzverbindlichkeiten (d.h. die zinstragenden Verbindlichkeiten) berücksichtigt. Diese berechnen sich als Schulden abzüglich der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung (VbkLL), der Rückstellungen (RS) sowie der latenten Steuern (lS). Schließlich werden die zinstragenden Verbindlichkeiten im Rahmen der Buchwertdefinition in Relation zur Bilanzsumme (abzüglich aller nicht zinstragenden Verbindlichkeiten) bzw. im Rahmen der Marktwertdefinition in Relation zur Summe aus den zinstragen Verbindlichkeiten und dem Marktwert des Eigenkapitals gesetzt.

$$Buchwert\ der\ Finanzverbindlichkeiten = \frac{S - VbkLL - RS - lS}{BS - VbkLL - RS - lS}$$

$$Marktwert\ der\ Finanzverbindlichkeiten = \frac{S - VbkLL - RS - lS}{S - VbkLL - RS - lSt + EK}$$

[567] Es gibt zahlreiche Untersuchungen zur Kapitalstruktur in der Literatur, die ähnliche Definitionen der Fremdkapitalquote verwendet haben. Vgl. z.B. die Arbeiten von Rajan und Zingales (1995), Baker und Wurgler (2002), Fama und French (2002), Kayhan und Titman (2007). Darüber hinaus haben Elsas und Florysiak (2008) in ihrer Untersuchung zu Kapitalstrukturentscheidungen deutscher börsennotierter Unternehmen genau die gleiche Definition verwendet. Vgl. Elsas und Florysiak (2008), S. 66.

Kapitalstrukturentscheidungen sind seit den Überlegungen von Modigliani und Miller (1958) ein bedeutendes Thema in der empirischen Kapitalmarktforschung. Aus diesem Grund existiert aus den letzten fünfzig Jahren eine Vielzahl an Untersuchungen, in denen größtenteils unterschiedliche Regressionsmodelle (insbesondere mit unterschiedlichen Kontrollvariablen) spezifiziert wurden.[568] Die Arbeit von Frank und Goyal (2009) zeigt jedoch, dass es – zumindest bei der Analyse der Kapitalstruktur börsennotierter Unternehmen in den USA zwischen 1950 und 2003 – sechs Haupteinflussfaktoren auf die Fremdkapitalquote eines Unternehmens gibt: Die Unternehmensgröße, die Profitabilität, das Marktwert-Buchwert-Verhältnis, die Höhe der Sicherheiten (approximiert anhand des Anteils physischer Vermögensgegenstände an allen Aktiva), der Median der Industrieverschuldung und die erwartete Inflationsrate. Elsas und Florysiak (2008) haben in ihrer Untersuchung des deutschen Kapitalmarkts für die Jahre 1987 bis 2006 gezeigt, dass diese sechs Faktoren auch wesentliche Determinanten zur Erklärung der Kapitalstruktur in börsennotierten deutschen Unternehmen darstellen.[569] Nachdem Elsas und Florysiak (2008) zu ähnlichen Ergebnissen gelangen wie Frank und Goyal (2009) sollte die Nutzung deutscher Kapitalmarktdaten zur Analyse von Kapitalstrukturentscheidungen keinen Einschränkungen gegenüber einer Analyse mit amerikanischen Kapitalmarktdaten unterliegen.

Neben den sechs Haupteinflussfaktoren nach Frank und Goyal (2009) werden zusätzlich folgende Kontrollvariablen in die vorliegende Analyse integriert: Die Ausschüttungsquote (*common dividends / net income available to common dividends*), das Unternehmensalter (definiert als das aktuelle Untersuchungsjahr abzüglich dem Gründungsjahr), das firmen-spezifische Risiko, der prozentuale Stimmrechtsanteil außen stehender Blockaktionäre sowie eine Dummyvariable für den Rechnungslegungsstandard.

Deskriptive Statistiken

Eine erste Analyse anhand der deskriptiven Statistiken zeigt, dass sich hinsichtlich der Kapitalstruktur – unabhängig von der verwendeten Definition der Fremdkapitalquote – deutliche Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunter-

[568] Vgl. Frank und Goyal (2009), S. 2.

[569] Vgl. Elsas und Florysiak (2008), S. 47 f.

nehmen ergeben (vgl. Tabelle 30). Zum Beispiel beträgt die Gesamtverschuldung (Fremdkapitalquote I) unter Berücksichtigung der Buchwerte bei Familienunternehmen durchschnittlich 49% (Median 50%). Bei Nicht-Familienunternehmen liegt dieser Wert mit durchschnittlich 62% (Median 66%) deutlich höher. Ein vergleichbares Bild ergibt sich, wenn man die Fremdkapitalquote unter Berücksichtigung des Marktwerts des Eigenkapitals misst: Während Familienunternehmen eine durchschnittliche Fremdkapitalquote von 36% (Median 39%) haben, weisen Nicht-Familienunternehmen eine durchschnittliche Fremdkapitalquote von 54% (Median 53%) auf. Ähnliche und im Übrigen statistisch hochsignifikante Unterschiede ergeben sich ebenfalls hinsichtlich der anderen Fremdkapitalquoten. Beispielsweise beträgt die durchschnittliche Verschuldung gemessen anhand der Finanzverbindlichkeiten (unter Berücksichtigung der Buchwerte) bei Familienunternehmen durchschnittlich 43% (Median 41%), während der vergleichbare Wert bei Nicht-Familienunternehmen bei 51% (Median 53%) liegt. Ein ähnliches Bild zeigt sich, wenn man die Marktwerte des Eigenkapitals berücksichtigt. So ist das arithmetische Mittel bei Familienunternehmen mit 28% (Median 33%) um elf Prozentpunkte kleiner als die 39% (Median 41%) bei Nicht-Familienunternehmen.

Tabelle 29: Deskriptive Statistiken zu unterschiedlichen Fremkapitalquoten
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Diese Tabelle zeigt die Ergebnisse einer deskriptiven Analyse zu den unterschiedlichen Kennzahlen der Unternehmensverschuldung. Es werden jeweils das arithmetische Mittel und der Median für alle Nicht-Finanzunternehmen im CDAX (Datensatz A), alle Familienunternehmen und alle Nicht-Familienunternehmen dargestellt. Der t-test zeigt die t-Statistiken für einen Mittelwertvergleich. ***,** und * stehen für ein 1%-,5%- und 10%-Signifikanzniveau. Die t-Statistiken berücksichtigen dabei die Panelstruktur der Daten. Eine ausführliche Definition der verwendeten Kennzahlen zur Unternehmensverschuldung ist in Kapitel 6.4 sowie im Anhang dargestellt.

	Alle Unternehmen		Familien-unternehmen		Nicht-Familien-unternehmen		
Kennzahlen zur Verschuldung	Arith. Mittel	Median	Arith. Mittel	Median	Arith. Mittel	Median	t-test
Gesamtverschuldung (Buchwert)	0,56	0,59	0,49	0,50	0,62	0,66	-9.27***
Gesamtverschuldung (Marktwert)	0,47	0,46	0,36	0,39	0,54	0,53	-8.32***
Langfristige Verschuldung (Buchwert)	0,26	0,25	0,20	0,17	0,32	0,31	-9.53***
Langfristige Verschuldung (Marktwert)	0,22	0,20	0,16	0,12	0,26	0,25	-9.59***
Finanzverbindlichkeiten (Buchwert)	0,48	0,48	0,43	0,41	0,51	0,53	-4.18***
Finanzverbindlichkeiten (Marktwert)	0,35	0,37	0,28	0,33	0,39	0,41	-3.88***

Darüber hinaus zeigt Abbildung 32, wie sich die Fremdkapitalquote I (d.h. die Gesamtverschuldung unter Berücksichtigung bilanzieller Buchwerte) von 1995 bis 2006

entwickelt hat. Dabei wird zwischen der Gruppe der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen unterschieden.

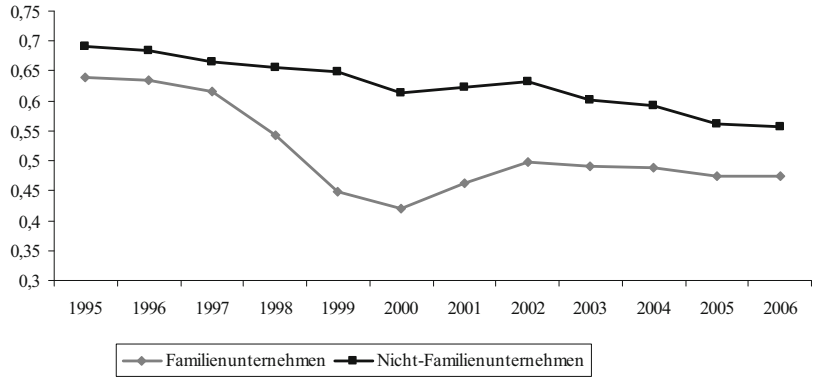


Abbildung 32: Fremdkapitalquote I (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung

Offenbar weisen die Nicht-Familienunternehmen über den gesamten Zeitraum hinweg betrachtet eine höhere Gesamtverschuldung auf als die Familienunternehmen. Insgesamt scheint sich die Fremdkapitalquote von 1995 bis 2006 deutlich zu reduzieren, wobei dies vor allem die Familienunternehmen in den Jahren 1999 und 2000 tangiert. Hierbei muss man bedenken, dass viele der jungen Technologieunternehmen, die in den Jahren 1999 und 2000 am Neuen Markt an die Börse gegangen sind, die Definition eines Familienunternehmens im Sinn der vorliegenden Studie erfüllen. Daher kann dieser besonders starke Effekt voraussichtlich auf Veränderungen in der Stichprobenzusammensetzung im Zuge dieser Börsengänge zurückgeführt werden.[570] Insgesamt bestätigt Abbildung 32 die deskriptiven Befunde, wonach Familienunternehmen eine geringere Fremdkapitalquote haben als Nicht-Familienunternehmen.

[570] Den Trend einer langfristige verbesserten Eigenkapitalausstattung börsennotierter CDAX-Unternehmen in den letzten zehn Jahren können Kaserer und Lenz (2009) ebenfalls zeigen. Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 54 f.

Ein prinzipiell ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Fremdkapitalquote I (unter Berücksichtigung der Marktwerte des Eigenkapitals) betrachtet (vgl. Abbildung 33).

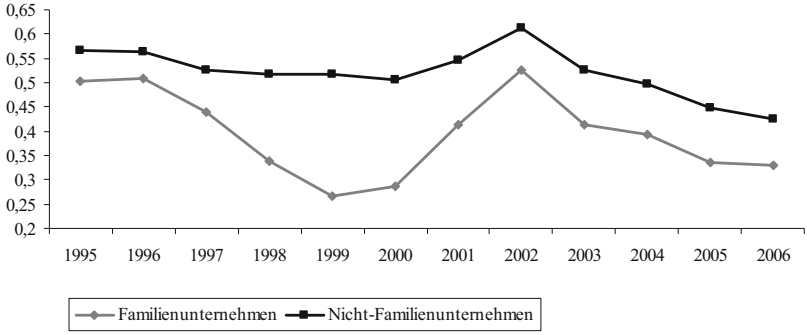


Abbildung 33: Fremdkapitalquote I (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung

Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen

Wenn man nun die Fremdkapitalquote unter Berücksichtigung der Kontrollvariablen vergleicht, bestätigen sich die Ergebnisse aus den deskriptiven Statistiken weitgehend. Es ergibt sich in allen Modellen (d.h. unabhängig von der verwendeten Schätzmethode und der Definition der Fremdkapitalquote) eine negative Korrelation zwischen der Dummyvariable für Familienunternehmen und der Fremdkapitalquote. In den meisten dieser Modelle ist die Dummyvariable darüber hinaus hochsignifikant und auch ökonomisch von Bedeutung. Die Ergebnisse der Regressionsanalyse werden in insgesamt zwölf Tabellen dargestellt. Das liegt daran, dass drei Definitionen der Fremdkapitalquote verwendet wurden. Jede Fremdkapitalquote wurde unter Berücksichtigung von Buch- und Marktwerten des Eigenkapitals gemessen. Für jede Darstellung sind zwei Tabellen erforderlich, um die insgesamt zwölf Regressionsmodelle für jede Fremdkapitalquote abzubilden. Die Ergebnisse sind in den Tabellen 30 bis 41 dargestellt.

Die stärkste empirische Evidenz ergibt sich sicherlich aus den Regressionsmodellen zur langfristigen Gesamtverschuldung (gemessen anhand von Marktwerten). Hier variiert der Koeffizient der Dummyvariable zwischen -0,026 und -0,053 und ist in allen drei Modellen (d.h. im *pooled-OLS*-Modell, im *between*-Modell und im *firm-fixed-*

effects-Modell) zumindest auf dem 5%-Signifikanzniveau signifikant (im Fall des *pooled-OLS*-Modells und der *between*-Schätzung sogar auf einem 1%-Signifikanzniveau). Nachdem die langfristige Fremdkapitalquote (gemessen anhand von Marktwerten) in der ganzen Stichprobe bei durchschnittlich 22% liegt, bedeutet dies, dass Familienunternehmen – je nach Höhe des Koeffizienten – eine zwischen 12% (*fixed-effects*-Schätzer) und 24% (*between*-Schätzer) niedrigere Fremdkapitalquote haben als Nicht-Familienunternehmen.

Ähnlich starke Effekte ergeben sich z.B. hinsichtlich der Gesamtverschuldung (gemessen anhand von Marktwerten, vgl. Tabelle 32). Hier sind allerdings lediglich die Ergebnisse aus der *pooled-OLS*-Regression bzw. der *between*-Schätzung auf Basis eines 1%-Konfidenzintervalls statistisch signifikant. Der Koeffizient von 0,06 (*pooled-OLS*-Schätzer) bzw. 0,073 (*between*-Schätzer) zeigt angesichts eines arithmetischen Mittels von 0,47 in der ganzen Stichprobe an, dass Familienunternehmen eine um 13% (*pooled-OLS*-Schätzer) bzw. 17% (*between*-Schätzer) geringere Fremdkapitalquote haben als Nicht-Familienunternehmen. Ähnlich große Unterschiede ergeben sich auch, wenn man die Buchwerte des Eigenkapitals anstelle der Marktwerte berücksichtigt.

Hinsichtlich der Analyse der Finanzverbindlichkeiten nimmt der Koeffizient der Dummyvariable für Familienunternehmen ebenfalls in allen Modellen einen negativen Wert an. Daher sind die Ergebnisse für die Finanzverbindlichkeiten durchaus konsistent mit den Ergebnissen für die Gesamtverbindlichkeiten, allerdings auf einem statistisch weniger signifikanten Niveau. So ist dieser Koeffizient nur in zwei der sechs Modelle signifikant. Dies könnte auch damit zusammenhängen, dass die Finanzverbindlichkeiten aufgrund der unvollständigen Abdeckung einiger Bilanzpositionen in der Worldscope-Datenbank nicht für alle Unternehmen berechnet werden konnten. Insgesamt gehen daher in die Analyse der Finanzverbindlichkeiten lediglich rund 390 der 660 Unternehmen aus der Stichprobe ein.

Tabelle 30: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Ia (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit der Gesamtverschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Buchwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Familienunternehmen	**-0,041*** **	**-0,049** **	**-0,019**			
	(-2,62)	**(-2,46)**	**(-1,04)**			
Familieneigentum				**-0,046**	**-0,066**	**-0,051***
				(-1,44)	**(-1,58)**	**(-1,70)**
Familienführung				**-0,042** **	**-0,043***	**-0,023**
				(-2,43)	**(-1,95)**	**(-1,13)**
Familienkontrolle				**0,0029**	**0,011**	**0,018**
				(-0,16)	**(-0,49)**	**(-1,19)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,039***	0,044***	0,045***	0,038***	0,043***	0,045***
	(9,96)	(8,73)	(5,13)	(9,51)	(8,56)	(5,20)
Profitabilität	-0,0002***	0,0002	-0,0004***	-0,0002***	0,0002	-0,0004***
	(-3,93)	(0,44)	(-6,62)	(-4,17)	(0,29)	(-6,52)
Blockaktionäre	-0,008	-0,061**	-0,012	-0,015	-0,068**	-0,016
	(-0,39)	(-2,06)	(-0,64)	(-0,74)	(-2,22)	(-0,83)
Firmen-spezifisches Risiko	0,109***	0,145***	0,055***	0,109***	0,150***	0,055***
	(4,23)	(4,00)	(2,70)	(4,14)	(4,13)	(2,66)
Unternehmensalter [Ln]	0,008	0,005	0,047***	0,006	0,003	0,045**
	(1,19)	(0,62)	(2,59)	(0,92)	(0,42)	(2,46)
Kreditsicherheiten	0,121***	0,109**	0,264***	0,125***	0,113**	0,266***
	(2,92)	(2,07)	(5,67)	(3,00)	(2,15)	(5,74)
Marktwert-Buchwert-Verh.	0,001***	0,002***	0,001***	0,001***	0,002***	0,001***
	(6,53)	(2,73)	(7,36)	(6,44)	(2,68)	(7,18)
Rechnungslegung	0,078***	0,11***	0,044***	0,078***	0,11***	0,043***
	(5,37)	(3,70)	(4,45)	(5,40)	(3,73)	(4,36)
Ausschüttungsquote	-0,033**	-0,024	-0,028***	-0,031**	-0,021	-0,027***
	(-2,46)	(-0,65)	(-3,44)	(-2,34)	(-0,56)	(-3,45)
Industrieverschuldung	0,297***	0,414	0,329***	0,297***	0,422	0,327***
	(2,81)	(1,26)	(4,00)	(2,84)	(1,28)	(3,99)
Erwartete Inflationsrate	0,029**	0,046	0,030***	0,027**	0,046	0,027**
	(-2,41)	(-0,45)	(-2,66)	(-2,21)	(-0,45)	(-2,39)
Konstante	-0,029	-0,229	-0,249**	-0,001	-0,220	-0,235**
	(-0,27)	(-0,61)	(-2,44)	(-0,076)	(-0,59)	(-2,25)
Anzahl Beobachtungen	3746	3746	3746	3746	3746	3746
Anzahl Unternehmen	589	589	589	589	589	589
Adj. R-Quadrat	0,28	0,35	0,81	0,28	0,36	0,81
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 31: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Ib (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit der Gesamtverschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Buchwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Founder-CEO	**-0,061*** **	**-0,075*** **	**-0,047** **			
	(-2,89)	**(-3,44)**	**(-2,14)**			
Eigentum und Management				**-0,11*** **	**-0,12*** **	**-0,086*** **
				(-3,18)	**(-2,91)**	**(-2,62)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,038***	0,040***	0,043***	0,039***	0,044***	0,045***
	(9,31)	(7,72)	(4,33)	(9,77)	(8,91)	(5,18)
Profitabilität	-0,0002***	0,0001	-0,0004***	-0,0002***	0,0001	-0,0004***
	(-4,31)	(0,14)	(-7,42)	(-4.51)	(0,24)	(-6,43)
Blockaktionäre	-0,0007	-0,058**	-0,0043	-0,009	-0,058**	-0,016
	(-0,037)	(-2,04)	(-0,22)	(-0,50)	(-2,05)	(-0,84)
Firmen-spezifisches Risiko	0,109***	0,104***	0,061***	0,107***	0,147***	0,053**
	(3,86)	(3,58)	(2,80)	(4,09)	(4,06)	(2,57)
Unternehmensalter [Ln]	0,005	0,002	0,036*	0,008	0,005	0,043**
	(0,69)	(0,26)	(1,92)	(1,20)	(0,61)	(2,34)
Kreditsicherheiten	0,100**	0,087	0,249***	0,122***	0,106**	0,259***
	(2,33)	(1,57)	(5,18)	(2,94)	(2,03)	(5,60)
Marktwert-Buchwert-Verh.	0,001***	0,002**	0,001**	0,001***	0,002***	0,001***
	(5,57)	(2,54)	(6,46)	(6,69)	(2,61)	(7,16)
Rechnungslegung	0,076***	0,088***	0,044***	0,081***	0,113***	0,043***
	(5,04)	(3,06)	(4,26)	(5,67)	(4,03)	(4,35)
Ausschüttungsquote	-0,032**	-0,019	-0,027***	-0,031**	-0,024	-0,027***
	(-2,29)	(-0,50)	(-3,09)	(-2,37)	(-0,64)	(-3,52)
Industrieverschuldung	0,305***	0,610*	0,307***	0,300***	0,477	0,330***
	(2,73)	(1,84)	(3,62)	(2,88)	(1,46)	(4,03)
Erwartete Inflationsrate	0,0305**	0,027	0,030**	0,027**	0,047	0,028**
	(-2,34)	(-0,3)	(-2,49)	(-2,25)	(-0,47)	(-2,44)
Konstante	0,006	-0,224	-0,187*	-0,030	-0,290	-0,229**
	(-0,055)	(-0,63)	(-1,65)	(-0,27)	(-0,78)	(-2,19)
Anzahl Beobachtungen	3449	3449	3449	3746	3746	3746
Anzahl Unternehmen	566	566	566	589	589	589
Adj. R-Quadrat	0,29	0,35	0,82	0,28	0,36	0,81
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Einfluss der unterschiedlichen Komponenten

Die Argumentation im theoretischen Teil der Arbeit (Kapitel 4.4.1) zeigt, dass alle drei Komponenten eines Familienunternehmens aus unterschiedlichen Gründen zu einer Reduzierung der Fremdkapitalquote führen sollten: (i) Familieneigentum sollte aufgrund der undiversifizierten Eigentumsanteile der Gründerfamilie zu Risikoaversion und aufgrund der *monitoring*-Aspekte zu einer Reduzierung der Prinzipal-Agenten-Konflikte führen. (ii) Die Beteiligung der Gründerfamilie im Aufsichtsrat sollte die Überwachung des Managements weiter verbessern und damit ebenfalls zu einer Reduzierung der Agency-Kosten beitragen. (iii) Schließlich sollte die Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung die Interessen von Aktionären und Management harmonisieren. Dadurch sollten die Prinzipal-Agenten-Konflikte zwischen Aktionären und Manager in einer solchen Konstellation – wenn überhaupt noch vorhanden – sehr gering ausgeprägt sein. Daher ist aus theoretischen Überlegungen heraus der stärkste Effekt auf die Verschuldung sicherlich von der Komponente Familienführung zu erwarten.

Die Bestätigung dieser Argumentation zeigt sich in der Analyse der unterschiedlichen Komponenten: Familienführung hat in nahezu allen Modellen – und unabhängig von der Definition der Fremdkapitalquote – einen stark signifikanten negativen Einfluss auf die Unternehmensverschuldung. Dieser Effekt ist nicht nur statistisch, sondern auch ökonomisch hochsignifikant. Wenn man z.B. den Marktwert der langfristigen Gesamtverschuldung betrachtet, liegt der Koeffizient für Familienführung je nach Regressionsmodell zwischen -0,043 und -0,052 und ist in allen drei Modellen auf einem 1%-Konfidenzintervall statistisch signifikant. Wenn man von einer durchschnittlichen, langfristigen Fremdkapitalquote (auf Basis von Marktwerten des Eigenkapitals) von 0,22 in der Stichprobe ausgeht, bedeutet dies, dass die Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung die Fremdkapitalquote um rund 20% reduziert. Interessanterweise haben dagegen die beiden anderen Komponenten Familieneigentum und Familienkontrolle zwar in der Regel, wie erwartet, einen negativen Koeffizienten, allerdings ist dieser insignifikant. Insgesamt zeigt sich also, dass vor allem die Harmonisierung von Manager- und Aktionärsinteressen durch eine aktive Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung die Unternehmensverschuldung reduziert.

Tabelle 32: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Ic (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Regressionsanalyse mit der Gesamtverschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	Within
Familienunternehmen	**-0,060*** **	**-0,073*** **	**-0,017**			
	(-3,16)	**(-3,42)**	**(-0,87)**			
Familieneigentum				**-0,054**	**-0,064**	**-0,04**
				(-1,49)	**(-1,44)**	**(-1,24)**
Familienführung				**-0,048****	**-0,052****	**-0,048****
				(-2,46)	**(-2,19)**	**(-2,38)**
Familienkontrolle				**-0,019**	**-0,013**	**-0,00017**
				(-0,91)	**(-0,53)**	**(-0,009)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,029***	0,035***	0,046***	0,028***	0,035***	0,047***
	(6,02)	(6,60)	(5,79)	(5,72)	(6,50)	(6,02)
Profitabilität	-0,0001	0,0004	-0,0003**	-0,0001	0,0004	-0,0003***
	(-0,93)	(0,79)	(-4,10)	(-1,13)	(0,69)	(-4,03)
Blockaktionäre	-0,034	-0,104***	-0,040**	-0,041	-0,106***	-0,047**
	(-1,35)	(-3,23)	(-2,00)	(-1,62)	(-3,21)	(-2,28)
Firmen-spezifisches Risiko	0,135***	0,163***	0,062***	0,133***	0,163***	0,061***
	(4,63)	(4,17)	(2,93)	(4,50)	(4,12)	(2,87)
Unternehmensalter [Ln]	0,0097	-0,0028	0,083***	0,0088	-0,0036	0,080***
	(1,28)	(-0,33)	(4,09)	(1,16)	(-0,42)	(3,94)
Kreditsicherheiten	0,243***	0,220***	0,307***	0,247***	0,223***	0,304***
	(5,15)	(3,91)	(6,25)	(5,21)	(3,95)	(6,21)
Marktwert-Buchwert-Verh.	-0,0004	-0,0019*	-0,0001	-0,0004	-0,0019*	-0,0001
	(-0,90)	(-1,69)	(-0,37)	(-0,89)	(-1,67)	(-0,34)
Rechnungslegung	0,076***	0,111***	0,017	0,076***	0,114***	0,015
	(4,34)	(3,66)	(1,51)	(4,36)	(3,76)	(1,32)
Ausschüttungsquote	-0,025	-0,040	-0,014	-0,024	-0,040	-0,012
	(-1,61)	(-0,97)	(-1,45)	(-1,54)	(-0,97)	(-1,32)
Industrieverschuldung	0,545***	0,699**	0,434***	0,543***	0,716**	0,425***
	(6,56)	(2,14)	(5,36)	(6,52)	(2,19)	(5,27)
Erwartete Inflationsrate	0,042***	-0,036	0,020*	0,040***	-0,032	0,015
	(3,55)	(-0,32)	(1,79)	(3,31)	(-0,28)	(1,30)
Konstante	-0,216**	-0,253	-0,477***	-0,201*	-0,273	-0,449***
	(-2,04)	(-0,65)	(-4,93)	(-1,81)	(-0,70)	(-4,58)
Anzahl Beobachtungen	3859	3859	3859	3859	3859	3859
Anzahl Unternehmen	591	591	591	591	591	591
Adj. R-Quadrat	0,26	0,32	0,80	0,26	0,31	0,80
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 33: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote Id (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit der Gesamtverschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Founder-CEO	**-0,059****	**-0,079*****	**-0,017**			
	(-2,58)	**(-3,36)**	**(-0,81)**			
Eigentum und Management				**-0,117*****	**-0,122*****	**-0,114*****
				(-3,06)	**(-2,84)**	**(-3,43)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,028***	0,032***	0,041***	0,029***	0,037***	0,046***
	(5,41)	(5,78)	(4,44)	(5,90)	(6,93)	(5,81)
Profitabilität	-0,0001	0,0003	-0,0003***	-0,0001	0,0004	-0,0003***
	(-1,37)	(0,59)	(-4,45)	(-1,37)	(0,63)	(-3,92)
Blockaktionäre	-0,016	-0,070**	-0,032	-0,025	-0,086***	-0,046**
	(-0,65)	(-2,32)	(-1,52)	(-1,06)	(-2,79)	(-2,28)
Firmen-spezifisches Risiko	0,136***	0,160***	0,062***	0,133***	0,165***	0,060***
	(4,04)	(4,29)	(2,65)	(4,44)	(4,21)	(2,82)
Unternehmensalter [Ln]	0,010	-0,005	0,080***	0,011	-0,002	0,078***
	(1,21)	(-0,59)	(3,68)	(1,43)	(-0,25)	(3,84)
Kreditsicherheiten	0,226***	0,250***	0,300***	0,243***	0,214***	0,299***
	(4,63)	(4,321)	(5,86)	(5,12)	(3,80)	(6,08)
Marktwert-Buchwert-Verh.	-0,0003	-0,0017	-0,0001	-0,0004	-0,0020*	-0,0001
	(-0,69)	(-1,57)	(-0,26)	(-0,91)	(-1,79)	(-0,39)
Rechnungslegung	0,072***	0,087***	0,018	0,079***	0,123***	0,015
	(3,90)	(2,87)	(1,50)	(4,62)	(4,09)	(1,34)
Ausschüttungsquote	-0,024	-0,031	-0,013	-0,024	-0,040	-0,012
	(-1,38)	(-0,75)	(-1,30)	(-1,53)	(-0,97)	(-1,34)
Industrieverschuldung	0,564***	0,860***	0,437***	0,549***	0,761**	0,430***
	(6,58)	(2,64)	(5,34)	(6,58)	(2,33)	(5,31)
Erwartete Inflationsrate	0,043***	-0,065	0,023**	0,041***	-0,032	0,016
	(3,40)	(-0,68)	(2,00)	(3,39)	(-0,28)	(1,41)
Konstante	-0,226**	-0,242	-0,446***	-0,234**	-0,345	-0,445***
	(-2,04)	(-0,68)	(-4,28)	(-2,15)	(-0,89)	(-4,62)
Anzahl Beobachtungen	3547	3547	3547	3859	3859	3859
Anzahl Unternehmen	571	571	571	591	591	591
Adj. R-Quadrat	0,26	0,31	0,81	0,25	0,31	0,80
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 34: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIa (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit der langfristigen Verschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Buchwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Familienunternehmen	**-0,036*** **	**-0,051*** **	**-0,023***			
	(-3,10)	**(-3,89)**	**(-1,68)**			
Familieneigentum				**-0,007**	**-0,012**	**-0,039***
				(-0,32)	**(-0,42)**	**(-1,80)**
Familienführung				**-0,052*** **	**-0,053*** **	**-0,039** **
				(-3,98)	**(-3,52)**	**(-2,29)**
Familienkontrolle				**0,002**	**-0,005**	**-0,009**
				(0,18)	**(-0,31)**	**(-0,76)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,020***	0,024***	-0,006	0,019***	0,023***	-0,005
	(6,95)	(7,00)	(-0,95)	(6,52)	(6,89)	(-0,82)
Profitabilität	-0,0004***	-0,0003	-0,0005***	-0,0004***	-0,0003	-0,0005***
	(-12,4)	(-0,75)	(-12,2)	(-12,5)	(-0,84)	(-12,2)
Blockaktionäre	0,024	-0,007	0,015	0,024	-0,0015	0,009
	(1,60)	(-0,35)	(0,85)	(1,56)	(-0,075)	(0,50)
Firmen-spezifisches Risiko	0,051***	0,085***	0,026***	0,050***	0,082***	0,026***
	(4,66)	(3,26)	(2,92)	(4,60)	(3,16)	(2,83)
Unternehmensalter [Ln]	0,005	0,0003	0,021	0,003	-0,001	0,018
	(0,90)	(0,064)	(1,30)	(0,47)	(-0,17)	(1,10)
Kreditsicherheiten	0,280***	0,277***	0,295***	0,281***	0,278***	0,293***
	(8,69)	(7,91)	(6,37)	(8,87)	(7,93)	(6,35)
Marktwert-Buchwert-Verh.	0,0002	-0,0001	0,0001	0,0002	-0,0001	0,0001
	(0,74)	(-0,16)	(0,97)	(0,82)	(-0,082)	(1,04)
Rechnungslegung	0,083***	0,087***	0,067***	0,081***	0,087***	0,065***
	(7,49)	(4,84)	(7,06)	(7,44)	(4,79)	(6,96)
Ausschüttungsquote	-0,029***	-0,036	-0,020**	-0,029***	-0,041	-0,018**
	(-2,66)	(-1,41)	(-2,56)	(-2,65)	(-1,61)	(-2,46)
Industrieverschuldung	0,311***	0,582	0,193**	0,307***	0,603*	0,194**
	(3,07)	(1,63)	(2,30)	(3,01)	(1,68)	(2,31)
Erwartete Inflationsrate	0,018*	-0,030	0,008	0,016*	-0,030	0,005
	(1,93)	(-0,45)	(0,89)	(1,73)	(-0,46)	(0,57)
Konstante	-0,160***	-0,142	0,078	-0,137**	-0,135	0,099
	(-2,94)	(-0,80)	(1,03)	(-2,50)	(-0,76)	(1,30)
Anzahl Beobachtungen	3492	3492	3492	3492	3492	3492
Anzahl Unternehmen	565	565	565	565	565	565
Adj. R-Quadrat	0,35	0,47	0,75	0,36	0,47	0,75
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 35: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIb (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Regressionsanalyse mit der langfristigen Verschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Buchwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Founder-CEO	**-0,048*** **	**-0,051*** **	**-0,044** **			
	(-3,33)	**(-3,36)**	**(-2,40)**			
Eigentum und Management				**-0,085*** **	**-0,075*** **	**-0,082*** **
Unternehmensgröße [Ln]	0,020***	0,023***	-0,004	0,020***	0,025***	-0,006
	(7,18)	(6,54)	(-0,49)	(6,97)	(7,48)	(-0,99)
Profitabilität	-0,0004***	-0,0003	-0,0005***	-0,0004***	-0,0003	-0,0005***
	(-11,7)	(-0,84)	(-12,2)	(-12,7)	(-0,88)	(-12,0)
Blockaktionäre	0,028*	0,016	0,013	0,026*	0,008	0,013
	(1,95)	(0,85)	(0,75)	(1,78)	(0,39)	(0,73)
Firmen-spezifisches Risiko	0,051***	0,082***	0,026**	0,049***	0,086***	0,025***
	(4,49)	(3,40)	(2,31)	(4,55)	(3,27)	(2,77)
Unternehmensalter [Ln]	0,003	-0,0003	0,005	0,005	0,002	0,017
	(0,47)	(-0,053)	(0,33)	(0,93)	(0,36)	(1,04)
Kreditsicherheiten	0,267***	0,285***	0,278***	0,280***	0,273***	0,290***
	(8,25)	(7,87)	(5,85)	(8,82)	(7,74)	(6,28)
Marktwert-Buchwert-Verh.	0,0002	-0,0005	0,0001	0,0002	-0,0002	0,0001
	(0,69)	(-0,79)	(1,04)	(0,68)	(-0,25)	(0,94)
Rechnungslegung	0,083***	0,088***	0,069***	0,085***	0,095***	0,066***
	(7,05)	(4,80)	(7,30)	(7,87)	(5,30)	(7,02)
Ausschüttungsquote	-0,028**	-0,039	-0,016*	-0,028***	-0,036	-0,019**
	(-2,47)	(-1,54)	(-1,96)	(-2,59)	(-1,42)	(-2,51)
Industrieverschuldung	0,309***	0,735**	0,194**	0,312***	0,645*	0,198**
	(2,90)	(2,12)	(2,19)	(3,09)	(1,79)	(2,37)
Erwartete Inflationsrate	0,021**	-0,062	0,015	0,017*	-0,024	0,007
	(2,15)	(-1,06)	(1,56)	(1,86)	(-0,37)	(0,72)
Konstante	-0,158***	-0,060	0,103	-0,165***	-0,195	0,096
	(-2,94)	(-0,37)	(1,32)	(-3,15)	(-1,10)	(1,26)
Anzahl Beobachtungen	3214	3214	3214	3492	3492	3492
Anzahl Unternehmen	545	545	545	565	565	565
Adj. R-Quadrat	0,36	0,46	0,75	0,35	0,46	0,75
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 36: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIc (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit der langfristigen Verschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Familienunternehmen	**-0,042*** **	**-0,053*** **	**-0,026** **			
	(-3,90)	**(-4,49)**	**(-2,09)**			
Familieneigentum				**-0,017**	**-0,018**	**-0,027**
				(-0,87)	**(-0,73)**	**(-1,16)**
Familienführung				**-0,045*** **	**-0,043*** **	**-0,052*** **
				(-3,75)	**(-3,18)**	**(-3,32)**
Familienkontrolle				**-0,0067**	**-0,008**	**-0,013**
				(-0,59)	**(-0,60)**	**(-1,17)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,016***	0,020***	0,0089	0,015***	0,020***	0,010*
	(5,70)	(6,50)	(1,59)	(5,34)	(6,51)	(1,84)
Profitabilität	-0,0002***	-0,0001	-0,0003***	-0,0003***	-0,0002	-0,0003***
	(-7,11)	(-0,40)	(-11,9)	(-7,31)	(-0,48)	(-11,8)
Blockaktionäre	0,010	-0,015	-0,006	0,010	-0,008	-0,011
	(0,64)	(-0,87)	(-0,39)	(0,66)	(-0,45)	(-0,74)
Firmen-spezifisches Risiko	0,052***	0,080***	0,023***	0,051***	0,078***	0,022***
	(4,96)	(3,42)	(2,92)	(4,80)	(3,33)	(2,75)
Unternehmensalter [Ln]	0,006	0,0004	0,039***	0,004	-0,0001	0,035**
	(1,12)	(0,083)	(2,61)	(0,82)	(-0,019)	(2,36)
Kreditsicherheiten	0,293***	0,280***	0,265***	0,294***	0,280***	0,263***
	(8,90)	(8,91)	(5,56)	(9,04)	(8,85)	(5,57)
Marktwert-Buchwert-Verh.	-0,0001	-0,0007	-0,0001	-0,0001	-0,0007	-0,0001
	(-0,47)	(-1,22)	(-0,62)	(-0,45)	(-1,17)	(-0,55)
Rechnungslegung	0,066***	0,075***	0,044***	0,065***	0,076***	0,042***
	(6,18)	(4,65)	(4,95)	(6,18)	(4,69)	(4,81)
Ausschüttungsquote	-0,017*	-0,030	-0,005	-0,016*	-0,034	-0,004
	(-1,71)	(-1,34)	(-0,76)	(-1,70)	(-1,50)	(-0,55)
Industrieverschuldung	0,272**	0,729**	0,204**	0,264***	0,778**	0,192**
	(3,04)	(2,36)	(2,56)	(2,95)	(2,50)	(2,40)
Erwartete Inflationsrate	0,024***	-0,053	0,008	0,023***	-0,051	0,005
	(2,99)	(-0,92)	(0,98)	(2,77)	(-0,87)	(0,54)
Konstante	-0,148***	-0,089	-0,129**	-0,135***	-0,104	-0,105*
	(-3,18)	(-0,57)	(-2,07)	(-2,80)	(-0,66)	(-1,67)
Anzahl Beobachtungen	3500	3500	3500	3500	3500	3500
Anzahl Unternehmen	565	565	565	565	565	565
Adj. R-Quadrat	0,34	0,45	0,75	0,34	0,45	0,75
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 37: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IId (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit der langfristigen Verschuldung des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Founder-CEO	**-0,046*** **	**-0,046*** **	**-0,041*** **			
	(-3,39)	**(-3,44)**	**(-2,59)**			
Eigentum und Management				**-0,077*** **	**-0,058** **	**-0,093*** **
				(-3,40)	**(-2,33)**	**(-3,32)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,016***	0,018***	0,0091	0,016***	0,021***	0,0087
	(5,61)	(5,78)	(1,50)	(5,73)	(7,11)	(1,57)
Profitabilität	-0,0003***	-0,0002	-0,0003***	-0,0003***	-0,0002	-0,0003***
	(-7,40)	(-0,56)	(-11,4)	(-7,83)	(-0,49)	(-11,4)
Blockaktionäre	0,018	0,008	-0,004	0,017	0,005	-0,008
	(1,30)	(0,47)	(-0,27)	(1,19)	(0,26)	(-0,56)
Firmen-spezifisches Risiko	0,055***	0,073***	0,024**	0,051***	0,082***	0,021***
	(4,79)	(3,41)	(2,45)	(4,78)	(3,46)	(2,71)
Unternehmensalter [Ln]	0,004	-0,0004	0,033**	0,006	0,002	0,034**
	(0,80)	(-0,091)	(2,07)	(1,28)	(0,47)	(2,29)
Kreditsicherheiten	0,290***	0,295***	0,256***	0,293***	0,274***	0,260***
	(8,58)	(9,17)	(5,13)	(8,97)	(8,62)	(5,50)
Marktwert-Buchwert-Verh.	-0,0001	-0,001	0,000	-0,0001	-0,0008	-0,0001
	(-0,26)	(-1,25)	(-0,41)	(-0,48)	(-1,32)	(-0,66)
Rechnungslegung	0,065***	0,068***	0,044***	0,069***	0,084***	0,043***
	(5,73)	(4,20)	(4,82)	(6,55)	(5,18)	(4,89)
Ausschüttungsquote	-0,016	-0,036	-0,003	-0,016	-0,031	-0,004
	(-1,63)	(-1,57)	(-0,41)	(-1,65)	(-1,35)	(-0,59)
Industrieverschuldung	0,341***	1,10***	0,216***	0,266***	0,790**	0,196**
	(3,60)	(3,51)	(2,57)	(2,95)	(2,53)	(2,43)
Erwartete Inflationsrate	0,026***	-0,057	0,01	0,023***	-0,049	0,006
	(3,02)	(-1,10)	(1,10)	(2,89)	(-0,83)	(0,69)
Konstante	-0,164***	-0,108	-0,119*	-0,162***	-0,148	-0,105*
	(-3,49)	(-0,76)	(-1,79)	(-3,56)	(-0,94)	(-1,68)
Anzahl Beobachtungen	3221	3221	3221	3500	3500	3500
Anzahl Unternehmen	545	545	545	565	565	565
Adj. R-Quadrat	0,35	0,46	0,75	0,34	0,44	0,75
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 38: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIIa (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit den Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Buchwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Familienunternehmen	**-0,019**	**-0,038**	**-0,047****			
	(-0,80)	**(-1,41)**	**(-1,98)**			
Familieneigentum				**-0,031**	**-0,011**	**-0,061**
				(-0,72)	**(-0,20)**	**(-1,55)**
Familienführung				**-0,054****	**-0,065****	**-0,036**
				(-2,06)	**(-2,10)**	**(-1,28)**
Familienkontrolle				**0,037**	**0,024**	**0,017**
				(1,63)	**(0,81)**	**(0,76)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,043***	0,042***	0,058***	0,042***	0,041***	0,057***
	(7,24)	(5,99)	(3,95)	(6,87)	(5,77)	(3,87)
Profitabilität	-0,106**	0,084	-0,130***	-0,108**	0,081	-0,128***
	(-2,23)	(1,18)	(-4,24)	(-2,24)	(1,14)	(-4,08)
Blockaktionäre	-0,034	-0,106***	-0,013	-0,039	-0,105***	-0,015
	(-1,12)	(-2,73)	(-0,56)	(-1,26)	(-2,69)	(-0,64)
Firmen-spezifisches Risiko	0,158***	0,161**	0,065**	0,162***	0,160**	0,066**
	(4,66)	(2,46)	(2,55)	(4,66)	(2,46)	(2,59)
Unternehmensalter [Ln]	0,0006	-0,003	0,056*	-0,004	-0,007	0,054*
	(0,069)	(-0,33)	(1,86)	(-0,43)	(-0,69)	(1,84)
Kreditsicherheiten	0,112*	0,138*	0,343***	0,107*	0,133*	0,339***
	(1,72)	(1,87)	(3,83)	(1,68)	(1,81)	(3,81)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	0,002***	0,004**	0,001***	0,002***	0,004**	0,001***
	(3,28)	(1,99)	(3,75)	(3,20)	(1,97)	(3,65)
Rechnungslegung	0,053**	0,050	0,007	0,053**	0,049	0,006
	(2,27)	(1,30)	(0,53)	(2,30)	(1,27)	(0,42)
Ausschüttungsquote	0,001	-0,022	-0,012	0,007	-0,017	-0,011
	(0,050)	(-0,47)	(-1,01)	(0,30)	(-0,36)	(-0,91)
Industrieverschuldung	0,537***	0,862***	0,448***	0,520***	0,852***	0,438***
	(6,12)	(2,74)	(6,95)	(5,88)	(2,71)	(6,73)
Erwartete Inflationsrate	0,050***	0,204**	0,025	0,047**	0,205**	0,021
	(2,74)	(2,19)	(1,64)	(2,52)	(2,20)	(1,35)
Konstante	-0,315***	-0,882***	-0,498***	-0,266**	-0,847***	-0,476***
	(-2,88)	(-2,86)	(-3,22)	(-2,34)	(-2,75)	(-3,11)
Anzahl Beobachtungen	2035	2035	2035	2035	2035	2035
Anzahl Unternehmen	391	391	391	391	391	391
Adj. R-Quadrat	0,18	0,23	0,83	0,19	0,24	0,83
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 39: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIIb (Buchwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Regressionsergebnisse mit den Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Buchwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	III c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Founder-CEO	**-0,084*** (-2,90)**	**-0,095*** (-3,12)**	**-0,083*** (-3,00)**			
Eigentum und Management				**-0,13** (-2,53)**	**-0,09 (-1,54)**	**-0,10** (-2,36)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,042*** (6,85)	0,042*** (5,94)	0,049*** (3,56)	0,042*** (7,09)	0,043*** (6,09)	0,057*** (3,80)
Profitabilität	-0,133*** (-2,66)	0,054 (0,68)	-0,142*** (-4,08)	-0,100** (-2,10)	0,085 (1,19)	-0,13*** (-4,02)
Blockaktionäre	-0,041 (-1,46)	-0,103*** (-2,89)	-0,0061 (-0,27)	-0,048* (-1,70)	-0,099*** (-2,74)	-0,012 (-0,51)
Firmen-spezifisches Risiko	0,155*** (4,49)	0,170*** (2,77)	0,070** (2,51)	0,159*** (4,66)	0,161** (2,46)	0,062** (2,48)
Unternehmensalter [Ln]	-0,005 (-0,50)	-0,005 (-0,46)	0,055* (1,96)	-0,002 (-0,24)	-0,004 (-0,38)	0,052* (1,73)
Kreditsicherheiten	0,097 (1,50)	0,119 (1,59)	0,316*** (3,78)	0,110* (1,71)	0,142* (1,92)	0,332*** (3,71)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	0,002*** (3,70)	0,004** (2,09)	0,001*** (3,85)	0,002*** (3,18)	0,004* (1,81)	0,001*** (3,68)
Rechnungslegung	0,054** (2,27)	0,060 (1,52)	0,008 (0,60)	0,055** (2,36)	0,054 (1,42)	0,005 (0,40)
Ausschüttungsquote	0,001 (0,046)	-0,020 (-0,43)	-0,008 (-0,67)	0,006 (0,25)	-0,022 (-0,47)	-0,012 (-0,95)
Industrieverschuldung	0,567*** (7,14)	1,11*** (3,40)	0,453*** (7,21)	0,519*** (6,01)	0,867*** (2,76)	0,448*** (6,71)
Erwartete Inflationsrate	0,058*** (3,14)	0,220** (2,43)	0,032** (2,10)	0,047** (2,53)	0,195** (2,11)	0,022 (1,45)
Konstante	-0,297*** (-2,72)	-1,01*** (-3,22)	-0,449*** (-2,95)	-0,273** (-2,43)	-0,876*** (-2,84)	-0,472*** (-3,05)
Anzahl Beobachtungen	1934	1934	1934	2035	2035	2035
Anzahl Unternehmen	378	378	378	391	391	391
Adj. R-Quadrat	0,21	0,26	0,84	0,19	0,23	0,83
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 40: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIIc (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit den Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Familienunternehmen	**-0,040**	**-0,048***	**-0,035**			
	(-1,52)	**(-1,74)**	**(-1,40)**			
Familieneigentum				**-0,03**	**-0,024**	**0,0092**
				(-0,65)	**(-0,43)**	**-0,21**
Familienführung				**-0,045***	**-0,042**	**-0,060****
				(-1,68)	**(-1,37)**	**(-2,24)**
Familienkontrolle				**-0,001**	**-0,001**	**-0,003**
				(-0,038)	**(-0,32)**	**(-0,14)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,030***	0,032***	0,048***	0,029***	0,031***	0,049***
	(4,49)	(4,41)	(3,37)	(4,28)	(4,31)	(3,43)
Profitabilität	-0,223***	-0,024	-0,199***	-0,225***	-0,026	-0,198***
	(-4,18)	(-0,36)	(-6,26)	(-4,18)	(-0,39)	(-6,14)
Blockaktionäre	-0,050	-0,102***	-0,050**	-0,052	-0,100**	-0,050**
	(-1,58)	(-2,62)	(-2,22)	(-1,65)	(-2,54)	(-2,11)
Firmen-spezifisches Risiko	0,195***	0,187***	0,056**	0,195***	0,183***	0,058**
	(4,89)	(2,85)	(2,44)	(4,85)	(2,78)	(2,52)
Unternehmensalter [Ln]	0,006	0,002	0,094***	0,004	0,0004	0,090***
	(0,70)	(0,18)	(2,91)	(0,42)	(0,043)	(2,84)
Kreditsicherheiten	0,170**	0,297***	0,319***	0,168**	0,197***	0,308***
	(2,40)	(2,68)	(3,96)	(2,39)	(2,66)	(3,84)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	-0,0009	-0,004***	0,0002	-0,0009	-0,0040**	0,0003
	(-1.10)	(-2.66)	(0.95)	(-1.04)	(-2.51)	(1.20)
Rechnungslegung	0,050**	0,062	-0,012	0,050**	0,063*	-0,014
	(2,08)	(1,64)	(-0,83)	(2,09)	(1,67)	(-0,93)
Ausschüttungsquote	0,0007	-0,077	0,001	0,003	-0,078	0,001
	(0,031)	(-1,61)	(0,059)	(0,12)	(-1,61)	(0,052)
Industrieverschuldung	0,548***	1,10***	0,381***	0,541***	1,10***	0,376***
	(5,92)	(3,07)	(6,54)	(5,80)	(3,08)	(6,45)
Erwartete Inflationsrate	0,032*	0,21**	-0,011	0,031*	0,207**	-0,012
	(1,83)	(2,29)	(-0,86)	(1,74)	(2,22)	(-0,92)
Konstante	-0,206*	-0,977***	-0,503***	-0,187	-0,958***	-0,490***
	(-1,75)	(-3,30)	(-3,19)	(-1,52)	(-3,22)	(-3,11)
Anzahl Beobachtungen	2088	2088	2088	2088	2088	2088
Anzahl Unternehmen	393	393	393	393	393	393
Adj. R-Quadrat	0,21	0,23	0,83	0,21	0,22	0,83
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 41: Regressionsanalysen zur Fremdkapitalquote IIId (Marktwerte)
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regressionsanalyse mit den Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens als abhängiger Variable (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, *between* ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und *within* ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um clustered Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	III a	III b	III c	IV a	IV b	IV c
	OLS	between	within	OLS	between	within
Founder-CEO	**-0,073*** **	**-0,085*** **	**-0,062** **			
	(-2,61)	**(-2,77)**	**(-2,08)**			
Eigentum und Management				**-0,100***	**-0,084**	**-0,06**
				(-1,89)	**(-1,43)**	**(-1,32)**
Unternehmensgröße [Ln]	0,029***	0,031***	0,041***	0,030***	0,033***	0,047***
	(4,32)	(4,21)	(2,96)	(4,47)	(4,59)	(3,25)
Profitabilität	-0,269***	-0,083	-0,228***	-0,223***	-0,025	-0,199***
	(-4,49)	(-1,17)	(-6,57)	(-4,17)	(-0,37)	(-6,16)
Blockaktionäre	-0,043	-0,094**	-0,045**	-0,046	-0,088**	-0,049**
	(-1,44)	(-2,57)	(-2,03)	(-1,59)	(-2,41)	(-2,17)
Firmen-spezifisches Risiko	0,187***	0,172***	0,058**	0,193***	0,184***	0,053**
	(4,60)	(2,63)	(2,37)	(4,81)	(2,81)	(2,35)
Unternehmensalter [Ln]	0,003	0,0003	0,092***	0,005	0,002	0,092***
	(0,28)	(0,033)	(2,90)	(0,61)	(0,18)	(2,85)
Kreditsicherheiten	0,162**	0,199***	0,313***	0,168**	0,201***	0,314***
	(2,26)	(2,65)	(3,98)	(2,38)	(2,72)	(3,85)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	-0,0008	-0,003**	0,0003	-0,001	-0,004***	0,0002
	(-0.98)	(-2.16)	(1.16)	(-1.14)	(-2.72)	(1.00)
Rechnungslegung	0,048*	0,061	-0,0084	0,052**	0,067*	-0,013
	(1,94)	(1,57)	(-0,57)	(2,16)	(1,76)	(-0,87)
Ausschüttungsquote	0,005	-0,072	0,009	0,003	-0,078	0,001
	(0,21)	(-1,49)	(0,67)	(0,14)	(-1,63)	(0,080)
Industrieverschuldung	0,505***	1,08***	0,354***	0,541***	1,10***	0,380***
	(5,57)	(3,08)	(6,24)	(5,87)	(3,10)	(6,43)
Erwartete Inflationsrate	0,039**	0,217**	-0,0021	0,030*	0,196**	-0,012
	(2,19)	(2,39)	(-0,16)	(1,69)	(2,12)	(-0,92)
Konstante	-0,177	-0,918***	-0,458***	-0,203*	-0,965***	-0,491***
	(-1,46)	(-3,17)	(-2,94)	(-1,68)	(-3,25)	(-3,09)
Anzahl Beobachtungen	1985	1985	1985	2088	2088	2088
Anzahl Unternehmen	380	380	380	393	393	393
Adj. R-Quadrat	0,22	0,23	0,84	0,21	0,23	0,83
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Familieneigentum und Familienmanagement

Aus den oben dargelegten Gründen erscheint es nahe liegend, dass die Prinzipal-Agenten-Konflikte immer dann auf einem besonders niedrigen Niveau sind, wenn die Gründerfamilie zeitgleich ein Großaktionär ist und sich aktiv an der Unternehmensführung beteiligt. Diese Hypothese soll durch die Integration eines Interaktionsterms aus Familieneigentum und Familienführung getestet werden. In der Tat zeigt sich, dass in allen Modellen zur Gesamtverschuldung und zur langfristigen Verschuldung (unabhängig davon, ob man den Markt- oder Buchwert des Eigenkapitals berücksichtigt) der Koeffizient dieses Interaktionsterms immer statistisch hochsignifikant (und negativ) ist. Mit Einschränkungen trifft dies auch auf die Finanzverbindlichkeiten zu. Wenn man die Kapitalstruktur anhand der Fremdkapitalquote I (unter Berücksichtigung des Buchwerts des Eigenkapitals, vgl. Tabelle 31) misst, liegt der Koeffizient dieses Interaktionsterms in den drei Regressionsmodellen bei -0,086 (*firm-fixed-effects*-Modell), -0,11 (*pooled*-OLS-Modell) und -0,12 (*between*-Schätzer). In allen drei Modellen ist der Interaktionsterm hochsignifikant. Auf Basis einer durchschnittlichen Gesamtverschuldung von 0,49 bedeutet dies, dass die zeitgleiche Präsenz der Gründerfamilie als Großaktionär und im Vorstand des Unternehmens zu einer signifikanten Reduzierung der Gesamtverschuldung um rund 20% im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen führt. Insgesamt sind die beobachteten Koeffizienten betragsmäßig damit noch deutlich größer als die Koeffizienten für die Dummyvariablen zu Familienunternehmen und die einzelne Komponente Familienführung.[571] Insofern scheint diese Analyse zu bestätigen, dass die Prinzipal-Agenten-Konflikte immer dann besonders niedrig sind, wenn die Gründerfamilie gleichzeitig Großaktionär ist und Familienmitglieder im Vorstand des Unternehmens vertreten sind. Im Prinzip lassen sich diese Ergebnisse auch folgendermaßen interpretieren: Bei Familienunternehmen in einem engeren Sinn – wenn nämlich Familieneigentum und die Beteiligung der Gründerfamilie an der Unternehmensführung gleichzeitig vorliegen – sind die beobachteten Unterschiede bezüglich der Fremdkapitalquote im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen besonders hoch.

[571] Für die Dummyvariable zu Familienunternehmen betragen die Koeffizienten in den drei Modellen -0,041 (*pooled-OLS*-Modell), -0,049 (*between*-Modell) und -0,019 (*firm-fixed-effects*-Modell). Die Koeffizienten für den Einfluss von Familienmanagement sind mit -0,042 (*pooled-OLS*-Modell), -0,043 (*between*-Modell) und -0,021 (*firm-fixed-effects*-Modell) betragsmäßig ebenfalls deutlich kleiner als die Koeffizienten für den Interaktionsterm. Vgl. Tabelle 30.

Unternehmensgründer als Vorstandsvorsitzender

Wie bereits im theoretischen Teil ausgeführt, kann man weiterhin davon ausgehen, dass die Prinzipal-Agenten-Probleme immer dann besonders gering ausgeprägt sind, wenn der Gründer noch als Vorstandsvorsitzender im Unternehmen tätig ist. In solchen Fällen sollte das Fremdkapital zur Disziplinierung des Managements eine vergleichsweise geringe Rolle spielen. Einige Studien belegen darüber hinaus, dass der Vorsitzende des obersten Führungsorgans eines Unternehmens (d.h. der CEO bzw. der Vorstandsvorsitzende) eine besondere Bedeutung für die Unternehmenspolitik hat.[572] Unternehmensgründer haben eine Reihe von besonderen Fähigkeiten: Sie betrachten das Familienunternehmen in der Regel als ihr Lebenswerk und werden daher besonders hohen Arbeitseinsatz zeigen anstatt – wie manche angestellte Manager – ein ruhiges Leben („*the quiet life*“) zu verbringen.[573] Die Tatsache, dass sie das Unternehmen von der Gründung bis zur Börseneinführung begleitet haben, unterstreicht ihre besonders ausgeprägten technologischen Fähigkeiten, ihr hohes unternehmensspezifisches Wissen oder gar ihr großes unternehmerisches Talent. Unternehmensgründer haben die Entscheidungen des Familienunternehmens von der Gründung weg geprägt und daher unter Umständen einen besonders großen Einfluss auf die Unternehmenspolitik.[574] Daher sollte sich ein besonders starker Effekt bezüglich der Kapitalstrukturentscheidungen einstellen, sofern der Unternehmensgründer Vorstandsvorsitzender ist. In der

---

[572] Vgl. hierzu z.B. die Arbeiten von Bertrand und Schoar (2003), Bennedsen et al. (2006) und Frank und Goyal (2007). Zum Beispiel untersuchen Bennedsen et al. (2006) auf der Basis detaillierter dänischer Daten für die Jahre 1992 bis 2003 die Auswirkungen von Todesfällen im Topmanagement auf die Unternehmensperformance, Investitionsentscheidungen und Umsatzwachstum. Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass sich der Tod eines CEO deutlich negativ auf die Unternehmensperformance und das -wachstum auswirkt. Dagegen fällt der Tod anderer *board*-Mitglieder weniger stark ins Gewicht. Dies lässt erkennen, dass der CEO bzw. der Vorstandsvorsitzende unter Umständen einen besonders großen Einfluss für die Unternehmenspolitik hat. Weiterhin zeigt die Analyse, dass auch der Tod nahe stehender Familienangehöriger des CEO einen negativen Effekt auf die Unternehmensperformance hat. In einem solchen Todesfall ist davon auszugehen, dass der CEO weniger Zeit mit dem Unternehmen und mehr Zeit mit seiner Familie verbringt. Insofern lässt die Analyse vermuten, dass es einen kausalen Zusammenhang zwischen dem Zeiteinsatz sowie den Qualitäten des CEO und der Unternehmensperformance bzw. der Unternehmenspolitik gibt. Vgl. Bennedsen et al. (2006), S. 2 f.

[573] Vgl. Bertrand und Mullainathan (2003) für eine Bestätigung der „*quiet life*“ Hypothese.

[574] Vgl. Fahlenbrach (2007), S. 1 f. für eine ähnliche Argumentation zu den Eigenschaften von Unternehmensgründern als CEOs. Vgl. Adams et al. (2009a) zu der besonderen Bedeutung von *founder-CEOs*. Weiterhin haben zahlreiche Studien für die USA die besondere Bedeutung von *founder-CEOs* für die Unternehmensperformance herausgehoben, unter anderem die Arbeiten von Anderson und Reeb (2003a), Villalonga und Amit (2006) sowie Perez-Gonzales (2006). Vgl. hierzu Kapitel 4.1.

Tat zeigt sich ein solcher *founder CEO-effect*. So ist die Dummyvariable für den *founder CEO* in 17 der 18 Modelle zumindest auf Basis des 5%-Konfidenzintervalls signifikant. Weiterhin ist der Koeffizient in 14 der 18 Modelle betragsmäßig größer als der Koeffizient für einfache Vorstandsbeteiligung der Gründerfamilie. Diese Ergebnisse bestätigen die oben dargestellte Argumentation und heben die besondere Bedeutung des *founder CEO* für die Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen hervor.

Einfluss der Kontrollvariablen

An dieser Stelle sollen auch die Kontrollvariablen interpretiert werden. Insgesamt sind die Ergebnisse für die Kontrollvariablen über alle Regressionsmodelle weitgehend konsistent und in der Regel auch konform mit den theoretischen Überlegungen. So zeigt sich, dass die Unternehmensgröße und der Anteil der zur Verfügung stehenden Sicherheiten (gemessen anhand der *tangible assets ratio*) einen hochsignifikant positiven Einfluss auf die Fremdkapitalquote haben. Größere Unternehmen und solche mit mehr Sicherheiten haben ein größeres Potenzial zur Aufnahme von Fremdkapital. Ebenso hat das Marktwert-Buchwert-Verhältnis einen hochsignifikant positiven Einfluss auf die Fremdkapitalquote, d.h. Unternehmen mit besseren Wachstumsmöglichkeiten können mehr Fremdkapital aufnehmen. Weiterhin haben – wie bereits in Kapitel 6.4.4 argumentiert – Unternehmen, die nach HGB bilanzieren, eine höhere Fremdkapitalquote. Dieser Effekt dürfte sich aus der konservativen und gläubigerorientierten Rechnungslegungspraxis nach HGB ergeben. Der hochsignifikant positive Einfluss der Industrieverschuldung und der erwarteten Inflationsrate auf die Fremdkapitalquote ist ebenfalls nicht überraschend. Das Verschuldungsniveau in der gleichen Branche hat einen hohen Einfluss auf die individuelle Verschuldung genau wie die Höhe der erwarteten Inflationsrate. Zwischen dem firmen-spezifischen Risiko und der Fremdkapitalquote ergibt sich ebenfalls eine hochsignifikant positive Korrelation, die zeigt, dass Unternehmen mit einer höheren Fremdkapitalquote ein höheres Insolvenzrisiko tragen als Unternehmen mit einer besseren Eigenkapitalausstattung. Zwischen der operativen Profitabilität und der Ausschüttungsquote ergibt sich dagegen eine signifikant negative Korrelation. Unternehmen mit höherer operativer Profitabilität und einer höheren Ausschüttungsquote scheinen ein höheres Innenfinanzierungspotenzial zu haben und daher weniger stark auf die Aufnahme von Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Unternehmensaktivitäten gezwungen zu sein. Wenn man der theoretischen Argumentation von

Rozeff (1982) bzw. Easterbrook (1984) folgt, kann es darüber hinaus durchaus sein, dass Dividendenzahlungen als ein (wenn auch rechtlich weniger stark bindendes) Substitut zu Zins- und Tilgungszahlungen als Disziplinierungsmechanismus von Managern dienen.[575] Insgesamt zeigt sich, dass die sechs Kernfaktoren zur Erklärung von Kapitalstrukturentscheidungen nach Frank und Goyal (2009) in der vorliegenden Analyse ebenfalls hochsignifikant sind.

Robustheitstests

Schließlich soll in diesem Abschnitt die Robustheit der Resultate hinsichtlich unterschiedlicher Dimensionen erläutert werden: (i) Potenzielle Fehlspezifizierung der Regressionsmodelle (ii) Existenz nicht-linearer Größeneffekte (iii) Einfluss von unterschiedlichen Marktzuständen im Zeitablauf (*market timing*) (iv) Effekte von *insider ownership* und (v) Endogenität der Eigentümer- bzw. Organstruktur. Hierbei beziehen sich alle hier in den Tabellen 54 bis 57 im Anhang dargestellten Robustheitstests auf die Definition der Fremdkapitalquote I (d.h. auf die Gesamtverschuldung unter Einbeziehung des Marktwerts des Eigenkapitals). Prinzipiell hat allerdings die Darstellung der Hauptergebnisse bereits gezeigt, dass die Schätzresultate relativ unabhängig von der angewendeten Definition der Fremdkapitalquote sind (mit der Ausnahme, dass die Resultate für die Finanzverbindlichkeiten aufgrund der geringeren Anzahl an Unternehmensclustern weniger stark statistisch signifikant sind). Weiterhin beziehen sich die durchgeführten Robustheitstests einerseits auf Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen und andererseits auf den *founder-CEO*-Effekt. Zunächst zur potenziellen Fehlspezifizierung der Regressionsmodelle.

Fehlspezifizierung der Regressionsmodelle

Die dargestellten Resultate bleiben qualitativ unverändert, wenn man anstelle der verwendeten Kontrollvariablen alternative Proxies verwendet: Den natürlichen Logarithmus der Umsatzerlöse anstelle des natürlichen Logarithmus der Mitarbeiter, das gesamte Risiko (d.h. die Summe aus Marktrisiko und firmen-spezifischem Risiko) anstelle des firmen-spezifischen Risikos, eine Dummyvariable für die Existenz von Dividendenzahlungen anstelle der Ausschüttungsquote, die vom Sachverständigenrat zur

[575] Vgl. hierzu die Arbeiten von Rozeff (1982) und Easterbrook (1984).

Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland ex-ante prognostizierte Inflationsrate anstelle der ex-post realisierten Inflationsrate und schließlich den natürlichen Logarithmus des Börsenalters (d.h. aktuelles Unternehmensjahr abzüglich des Jahres des Börsengangs) anstelle des natürlichen Logarithmus des Unternehmensalters (d.h. aktuelles Unternehmensjahr abzüglich des Gründungsjahres). Außerdem bleiben die Resultate unverändert, wenn man das Vorzugskapital als Fremdkapital anstatt als Eigenkapital behandelt. Weiterhin bleiben die Resultate unverändert, wenn man zusätzlich folgende Kontrollvariablen integriert: Die liquiden Mittel skaliert durch die Bilanzsumme als Liquiditätskennzahl oder die Relation aus Vorzugs- zu Stammkapital. Darüber hinaus sind die Ergebnisse von alternativen Kennzahlen zur Messung des Einflusses außen stehender Blockaktionäre auf die Corporate Governance unbeeinflusst. Zum Beispiel wurden anstelle der prozentualen Stimmrechte außen stehender Blockaktionäre Dummyvariablen für die Existenz von Großaktionären mit 5%, 10% und 25% der Stimmrechte gebildet und in die Regressionsmodelle integriert. Allerdings haben keine dieser alternativen Kennzahlen die erzielten Ergebnisse verändert.

Elsas und Florysiak (2008) haben in ihrer Analyse deutscher Kapitalstrukturen börsennotierter Unternehmen in den Jahren 1987 bis 2003 unabhängige Variablen mit einjähriger Zeitverschiebung verwendet.[576] Diese Vorgehensweise basiert auf der Idee, dass heutige Unternehmenscharakteristika (wie Unternehmensgröße oder Sicherheiten) die zukünftige Kapitalstruktur determinieren sollten. Im Gegensatz dazu wurden in der vorliegenden Analyse keine zeitlich verzögerten unabhängigen Variablen verwendet. Die Schätzergebnisse bleiben aber unverändert, wenn man in den Regressionsmodellen mit unabhängigen Variablen arbeitet, die zeitlich um ein Jahr verzögert sind (vgl. Tabelle 54 bzw. Tabelle 55 im Anhang).

Die vorliegende Analyse zeigt, dass der Unternehmensgründer als Vorstandsvorsitzender einen großen Einfluss auf die Kapitalstrukturentscheidungen hat. Nachdem die Lebenszeit des Unternehmensgründers zeitlich begrenzt ist, kann eine solche Analyse insbesondere durch eine Überrepräsentation jüngerer Unternehmen (mit noch geringerer Verschuldung) verzerrt sein. Daher wurden in einer alternativen Spezifikation auch Verwandte des Unternehmensgründers auf der Position des Vorstandsvorsitzenden in die Analyse der Kapitalstrukturentscheidungen einbezogen. Demnach misst eine

[576] Vgl. hierzu die Analyse von Elsas und Florysiak (2008), S. 47.

Dummyvariable, ob der Vorstandsvorsitzende ein Mitglied der Gründerfamilie ist oder nicht. Hierbei zeigt sich ebenfalls ein hochsignifikanter negativer Zusammenhang zwischen dem Familien-Vorstandsvorsitzenden und der Fremdkapitalquote, d.h. auch unter Einbeziehung der Familienmitglieder in die Analyse des Vorstandsvorsitzenden zeigt sich, dass Familien-CEOs zu einer signifikant geringeren Fremdkapitalquote führen.

Nicht-lineare Größeneffekte

Die Analyse zeigt, dass die Unternehmensgröße in der Regel einen hochsignifikant positiven Einfluss auf die Fremdkapitalquote hat, d.h. größere Unternehmen können durchschnittlich mehr Fremdkapital aufnehmen als kleine Unternehmen. Das könnte im Zusammenhang mit der vorliegenden Analyse insbesondere deshalb von Bedeutung sein, da die deskriptiven Analysen der Stichprobe zeigen, dass Familienunternehmen im Durchschnitt signifikant kleiner sind als Nicht-Familienunternehmen. Daher soll hier die Robustheit der Ergebnisse unter Berücksichtigung potenzieller nichtlinearer Größeneffekte getestet werden (vgl. Tabelle 54 und Tabelle 55). Dazu wird einerseits (i) ein quadratischer Term für die Unternehmensgröße in die Regressionsmodelle integriert und (ii) andererseits die Stichprobe anhand des Medians der Unternehmensgröße in zwei gleich große Teile geteilt.[577] Erstens zeigt sich, dass der quadratische Term für die Unternehmensgröße in dem Modell keinen signifikanten Einfluss hat. Zweitens zeigt sich, dass der signifikant negative Effekt der Dummyvariable für Familienunternehmen in beiden Teilstichproben (d.h. für große wie für kleine Unternehmen gleichermaßen) mit einem ähnlich hohen Koeffizienten ausgeprägt ist. Ebenso ist der *founder-CEO*-Effekt in beiden Teilstichproben mit ähnlichen Koeffzienten vorhanden.

Schließlich könnten Ausreißer die Resultate maßgeblich beeinflussen. Um dies auszuschließen, werden in einem weiteren Robustheitstest alle unabhängigen Variablen mittels *winsorising* auf den Werten des 2,5%-Perzentils bzw. 97,5%-Perzentils der jeweiligen Verteilung angepasst.[578] Eine solche Anpassung besonders kleiner und großer

[577] Vgl. zur Nutzung quadratischer Terme z.B. Wooldridge (2003), S. 289 f. bzw. generell zum Problem der Missspezifikation der funktionalen Form Wooldridge (2003), Kapitel 9.1.

[578] Beim *winsorising* werden Extremwerte einer Verteilung nicht aus der Analyse ausgeschlossen. Stattdessen wird ihr Wert auf einen bestimmten – weniger extremen Wert – korrigiert. Im vorliegenden Fall entspricht der weniger extreme Wert dem 2,5%- bzw. 97,5%-Perzentil der Verteilung.

Werte eliminiert systematisch alle Ausreißer. Die vorhandenen Effekte für Familienunternehmen und *founder CEO* sind – wie die Ergebnisse des Robustheitstests zeigen – von solchen Ausreißern jedoch unberührt.

Zusammensetzung der Stichprobe

Das vorliegende *unbalanced panel* für den Zeitraum 1995 und 2006 ist durch zwei Aspekte maßgeblich beeinflusst: Zum einen hat in der Boomphase des Neuen Marktes zwischen 1998 und 2000 eine bis dahin am deutschen Kapitalmarkt noch nie existierende Welle an Börsengängen stattgefunden. Zum anderen haben aufgrund der 2002 verabschiedeten Squeeze-Out-Regelung zahlreiche Unternehmen mit einem stark dominierenden Großaktionär eine Going-Private-Transaktion durchgeführt und sind damit in einem Delisting von der Börse gegangen. Natürlich kann es sein, dass einerseits die durch die Börsengänge neu hinzugekommenen Unternehmen als auch diejenigen Unternehmen, die mittels eines Delistings von der Börse genommen worden sind, vollkommen andere Unternehmenscharakteristika aufweisen als die verbleibenden börsennotierten Unternehmen. Insofern könnten diese beiden Ereignisse die erzielten Resultate maßgeblich verzerren. Zum Beispiel kann man mutmaßen, dass die zahlreichen High-Tech-Unternehmen am Neuen Markt im Durchschnitt eine wesentlich geringere Fremdkapitalquote aufweisen als die Unternehmen der „*old economy*“. So zeigt außerdem Tabelle 14 in Kapitel 6.5.3, dass sich der Anteil der Familienunternehmen in der Stichprobe im Lauf der Zeit kontinuierlich von 28% in 1995 (65 aus 230 Unternehmen) auf 48% in 2006 (236 aus 494 Unternehmen) erhöht hat. Fama und French (2004) haben bereits für die USA gezeigt, dass sich die Anzahl der börsennotierten Unternehmen in den USA und deren Charakteristika innerhalb der letzten Jahrzehnte stark verändert haben. So weisen die Börsenneulinge stärker linksschiefe Gewinnkennzahlen in Verbindung mit deutlich rechtsschieferen Wachstumsmöglichkeiten auf, was insgesamt zu einer deutlich geringeren Überlebenswahrscheinlichkeit der börsennotierten Unternehmen führt.[579] Das kann durchaus auch einen großen Einfluss auf die Unternehmenspolitik haben, was Fama und French (2001) z.B. hinsichtlich der Ausschüttungspolitik dokumentieren. So stellen die Autoren fest, dass die Anzahl der-

[579] Vgl. Fama und French (2004b), S. 229.

jenigen börsennotierten Unternehmen in den USA, welche Dividenden ausschütten, zwischen 1978 und 1999 von 66,5% auf 20,8% gesunken ist.[580]

Aufgrund der potenziell hohen Bedeutung von Veränderungen hinsichtlich der Stichprobenzusammensetzung wird (i) die vorliegende Stichprobe in zwei Teilstichproben zerlegt: Eine Teilstichprobe enthält hierbei alle Unternehmen, deren Börsengang in die Boomphase des Neuen Marktes zwischen 1998 und 2000 fällt. Die andere Teilstichprobe enthält dagegen alle Unternehmen, die entweder vor 1998 oder nach 2000 ihren Börsengang hatten. Zunächst ist festzustellen, dass die Ergebnisse dadurch sowohl hinsichtlich der Unterscheidung in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen als auch bezüglich des *founder-CEO*-Effekts qualitativ unverändert bleiben. In beiden Teilstichproben besteht eine negative Korrelation zwischen der Dummyvariable für Familienunternehmen und der Fremdkapitalquote. Überraschenderweise ist der Koeffizient für Familienunternehmen in der Teilstichprobe der High-Tech-Unternehmen sogar betragsmäßig größer als in der Stichprobe mit den Unternehmen in den traditionelleren Industrien. Die Unterschiede in der Kapitalstruktur scheinen also in den Unternehmen, welche zwischen 1998 und 2000 ihren Börsengang hatten, noch größer zu sein, als bei den Unternehmen in der anderen Teilstichprobe (vgl. Tabelle 56). (ii) Als zweiter Robustheitstest hinsichtlich der Stichprobenzusammensetzung wird eine Dummyvariable integriert, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen während der Zeit des Neuen Marktes an dieser Technologiebörse notiert war. Die Integration dieser Dummyvariable hat jedoch keinen nennenswerten Einfluss auf die Ergebnisse der Schätzungen, die signifikanten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bleiben bestehen (vgl. Tabelle 56). Die Dummyvariable für High-Tech-Unternehmen nimmt zwar einen negativen, allerdings insignifikanten Koeffizienten an. Das ist insofern überraschend, als dass die Gruppe dieser Unternehmen mit einem arithmetischen Mittel von 0,35 (Median 0,33) eine deutlich geringere Fremdkapitalquote aufweist als Unternehmen aus traditionelleren Branchen (die ihren IPO vor 1998 oder nach 2000 hatten). Diese Gruppe hat nämlich im Durchschnitt eine Fremdkapitalquote von 0,53 (Median 0,55). Interessanterweise wird die Dummyvariable für High-Tech-Unternehmen auch signifikant, sofern man die Dummyvariable für Familienunternehmen aus dem Regressionsmodell herausnimmt. Insgesamt zeigt sich, dass die beobachteten Unterschiede zwischen Familien-

[580] Vgl. Fama und French (2001), S. 4.

unternehmen und Nicht-Familienunternehmen als auch der *CEO-founder*-Effekt sehr robust sind und nicht von der Zusammensetzung der Stichprobe abhängen.

Neben der Stichprobenzusammensetzung könnten auch sog. *market-timing*-Effekte einen Einfluss auf die Kapitalstrukturentscheidungen ausüben. M*arket-timing*-Theorien gehen davon aus, dass Unternehmen in guten Zeiten (d.h. wenn ihre Aktien überbewertet sind) Eigenkapital aufnehmen wollen, um so ein günstiges Zeitfenster zur Kapitalaufnahme auszunützen (*window-of-opportunity*). Dagegen nutzen Manager besonders in schlechten Zeiten (d.h. wenn der Kapitalmarkt die Aktien ihres Unternehmens vermeintlich unterbewertet) Aktienrückkaufprogramme, um eigene Aktien zurück zu kaufen. Während dadurch also in potenziell guten Zeiten die Fremdkapitalquote zurückgeht, sollte sie in schlechten Zeiten ansteigen.[581] Um Verzerrungen der vorliegenden Ergebnisse durch solche *market-timing*-Effekte auszuschließen, wurde die Stichprobe in zwei sechsjährige Zeitperioden von 1995 bis 2000 (inklusive der Boomphase der Börse) und 2001 bis 2006 (mit einem wesentlich konservativeren Kapitalmarktklima) unterteilt. Die Ergebnisse der beiden separaten Schätzungen zeigen jedoch, dass die beobachteten Effekte für Familienunternehmen und hinsichtlich des *founder CEO* unabhängig vom Zeitintervall vorliegen (vgl. Tabelle 56 und Tabelle 57).

Insider Ownership

In Kapitel 2 wurden bereits die Unterschiede zwischen *insider ownership* und *founding family ownership* konzeptionell erklärt. Bezüglich der Unterscheidung zwischen *insider ownership* und *founding family ownership* gib es grundsätzlich zwei Aspekte, welche die vorliegenden Ergebnisse in Frage stellen können: Erstens könnten Unternehmensinsider aus ähnlichen Gründen wie die Gründerfamilie geneigt sein, die Fremdkapitalquote des Unternehmens gering zu halten. Zum einen haben auch sie einen signifikanten Anteil ihres Vermögens – nämlich ihr Humankapital – in dem Unternehmen investiert. Das könnte zu Risikoaversion führen. Zum anderen gehen von *insider ownership* ähnliche Anreizwirkungen aus wie von der Teilnahme der Gründer-

[581] Vgl. hierzu Baker und Wurgler (2002), S. 1. Die Bedeutung dieser Theorie hängt insbesondere damit zusammen, dass der Markt für Eigenkapital starken Zyklen unterliegt. Das betrifft sowohl den Primär- als auch den Sekundärmarkt. Vgl. hierzu z.B. die Arbeiten von Bayless und Chaplinsky (1996) sowie Lowry und Schwert (2002).

familie an der Unternehmensführung. Im Fall von *insider ownership* ist der Vorstand bzw. Aufsichtsrat am Unternehmen beteiligt. Dadurch werden die Interessen der Aktionäre mit denen der Unternehmensführung harmonisiert. Insofern kann *insider ownership* auch zu einer Reduzierung von Agency-Kosten führen. Aus diesem Grund soll in diesem Robustheitstest überprüft werden, ob die vorliegenden Befunde tatsächlich mit Charakteristika von Familienunternehmen zusammenhängen oder lediglich *insider-ownership*-Effekte darstellen. Im Prinzip sind an dieser Stelle zwei Testverfahren denkbar: Erstens kann man in einer Regression nur solche Unternehmensjahrbeobachtungen berücksichtigen, in denen das *insider ownership* gering oder sogar 0% ist. Sofern in einem solchen Modell die Dummyvariable für Familienunternehmen ebenfalls signifikant ist, kann man davon ausgehen, dass es sich um einen echten Effekt von Familienunternehmen handelt. Zweitens kann man nur solche Beobachtungen berücksichtigen, in denen alle Unternehmen ein bestimmtes Niveau an *insider ownership* haben. Wenn in einem solchen Testverfahren die Familienunternehmen im Vergleich zu den Nicht-Familienunternehmen mit ähnlichen *insider-ownership*-Niveaus immer noch eine geringere Fremdkapitalquote aufweisen, sollten die Befunde tatsächlich mit den Charakteristika von Familienunternehmen (und nicht mit *insider-ownership*-Aspekten) zusammenhängen. Deshalb wurden hier im Rahmen des ersten Testverfahrens nur solche Unternehmensjahrbeobachtungen berücksichtigt, in denen das *insider ownership* insgesamt (i) geringer als 10% oder (ii) sogar 0% ist. Obwohl sich dadurch die Anzahl der Unternehmensjahrbeobachtungen halbiert, bleiben die Einflüsse der Familienunternehmen bzw. des *founder CEOs* vorhanden (vgl. Tabelle 54 und Tabelle 55). Dadurch zeigt sich, dass die vorliegenden Befunde gegenüber dem Einfluss von *insider ownership* robust sind.[582] Dieses Resultat bestätigt damit im Übrigen die Ergebnisse von Mishra und McConaughy (1999) für die USA, die ihre Ergebnisse einer niedrigen Fremdkapitalquote anhand eines *matching*-Procederes ebenfalls auf Familieneigentum und nicht auf *insider ownership* zurückführen.[583]

[582] Im Übrigen zeigt sich die Robustheit der Ergebnisse auch, wenn man das zweite Testverfahren verwendet. Die Ergebnisse sind qualitativ ähnlich, aber in den Tabellen 54 und 55 nicht aufgeführt.

[583] Vgl. Mishra und McConaughy (1999), S. 62.

Endogenität

Der letzte Problemkreis, für den Robustheitstests durchgeführt werden, bezieht sich auf die potenzielle Endogenität der Eigentümer- und Organstruktur.[584] Endogenitätsprobleme können sich aus drei Gründen heraus ergeben: (i) Messfehler, (ii) eine potenzielle umgekehrte Kausalität zwischen der Kapitalstruktur und den Charakteristika der Familienunternehmen oder (iii) ausgelassene Variablen. Die nachfolgende Diskussion bezieht sich hauptsächlich auf die Gründe (ii) und (iii).

Zunächst zum Problem der umgekehrten Kausalität (*reverse causality*). Die Panelstruktur des vorliegenden Datensatzes erlaubt den Einsatz zeitlich verzögerter Variablen zu den Unternehmenscharakteristika (inklusive der Variablen zur Unterscheidung von Familienunternehmen und Variablen zu Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung). Solche zeitlich verzögerten Variablen können die Bedenken einer umgekehrten Kausalität auf jeden Fall mildern, allerdings nicht vollständig eliminieren. Trotzdem haben solche Robustheitstests gezeigt, dass die vorliegenden Befunde, auch unter Einsatz zeitlich verzögerter unabhängiger Variablen, Bestand haben.

Etwas schwieriger zu lösen ist dagegen das Problem ausgelassener Variablen. Insbesondere geht es dabei um solche ausgelassenen Variablen, die zeitgleich sowohl die unabhängigen Variablen als auch die abhängige Variable beeinflussen. Auch in diesem Fall hilft die Panelstruktur der Daten weiter. Sie erlaubt den Einsatz von *firm-fixed-effects*-Schätzern. Der *firm-fixed-effects*-Schätzer ist nämlich konsistent und unverzerrt, sofern die unbeobachtbaren Variablen zeitkonstant sind. Die Ergebnisse der *firm-fixed-effects*-Modelle belegen, dass Familienunternehmen unter Berücksichtigung solcher unbeobachtbarer, zeitkonstanter Heterogenität nach wie vor eine geringere Fremdkapitalquote aufweisen als Nicht-Familienunternehmen. Hierbei zeigen die sehr hohen Werte zur Messung der Güte der Regressionsmodelle mit einem *adjusted* R^2 von rund 80%, dass solche unbeobachteten, zeitkonstanten Faktoren in der Tat einen sehr hohen Erklärungsgehalt für die Fremdkapitalquote deutscher börsennotierter Unternehmen haben (zum Vergleich: *adjusted* R^2 liegt in den *pooled-OLS* und *between*

[584] Vgl. hierzu auch die ausführliche Diskussion des Endogenitätsproblems der Eigentümerstruktur im Zusammenhang mit Studien zur Unternehmensperformance im Kapitel 4.1 bzw. unter anderem in Demsetz und Lehn (1985), Himmelberg et al. (1999), Demsetz und Villalonga (2001), Bhagat und Jefferis (2002) oder Adams et al. (2009b).

Spezifikation bei rund 30% bis 35%).[585] Sofern die unbeobachtbaren Variablen allerdings nicht zeitkonstant sind, bleibt das Endogenitätsproblem bestehen. Eine natürliche Lösung wäre der Einsatz von Instrumentalvariablen. Eine solche Instrumentalvariable sollte mit der abhängigen Variable unkorreliert sein und gleichzeitig eine hohe Korrelation mit der potenziell endogenen unabhängigen Variable (also im vorliegenden Fall mit der Dummyvariable für Familienunternehmen bzw. mit den Variablen zur Messung der Charakteristika von Familienunternehmen, wie Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung) aufweisen. Die nahe liegende Lösung – nämlich die Verwendung der Unternehmenscharakteristika als Instrumentalvariablen – ist allerdings in der Praxis unmöglich, da diese bereits als Kontrollvariablen in den Regressionsmodellen verwendet werden.[586]

Aufgrund der fehlenden Instrumentalvariablen soll daher in der vorliegenden Untersuchung eine andere Methode zur Kontrolle des Endogenitätsproblems verwendet werden. Angrist (1998) argumentiert, dass ein sog. *matching estimator* ähnliche Vorteile bietet wie der Einsatz von Instrumentalvariablen. In diesem Verfahren geht man davon aus, dass eine bestimmte Behandlung (*treatment*) zu kausalen Effekten auf eine Gruppe an Untersuchungsobjekten führt. Dazu vergleicht man diese Gruppe an Individuen (*treatment group*) mit einer unbehandelten Kontrollgruppe (*control group*). Angrist (1998) untersucht z.B. auf der Basis amerikanischer Daten den Einfluss des freiwilligen Militärdiensts auf das zukünftige Einkommen nach dem Militärdienst. Hierzu vergleicht er eine Gruppe von Individuen, die freiwillig beim Militär war (*treatment group*), mit einer Gruppe solcher Individuen, die zwar für den freiwilligen Militärdienst ausgewählt wurde, ihn aber nicht angetreten hat (*control group*). Diese beiden Gruppen unterscheiden sich ansonsten hinsichtlich wesentlicher Charakteristika (wie z.B. ethnischer Hintergrund, Ausbildungsniveau, Alter etc.) vor der Aufnahme in den Militärdienst nicht voneinander, so dass es gelingt, den kausalen Einfluss des Militärdiensts auf die (zivilen) Einkommen zu isolieren.[587]

---

[585] Dieses Ergebnis erscheint plausibel, da Lemmon et al. (2008) einen ähnlich hohen Erklärungsgehalt von *firm-fixed-effects* auf Kapitalstrukturvariablen in einer Untersuchung börsennotierter Unternehmen in den USA feststellen. Vgl. Lemmon et al. (2008), S. 1576.

[586] Vgl. Himmelberg et al. (1999), S. 359 f. Zur Nutzung von Instrumentalvariablen im Allgemeinen vgl. z.B. Wooldridge (2003), Kapitel 15.

[587] Die Rekrutierung freiwilliger Teilnehmer am Militärdienst erfolgt in den USA anhand eines Aufnahmetests. Angrist (1998) hat Zugang zu diesen Daten für eine Kohorte in den 1980er-Jahren und verbindet diese anhand der Sozialversicherungsnummer mit Informationen zu späteren Einkom-

Ein solches *matching*-Verfahren soll auch im Rahmen der vorliegenden Untersuchung durchgeführt werden. Hierbei wäre die auf den ersten Blick einfachste und sehr nahe liegende Lösung, Familienunternehmen mit vergleichbaren Nicht-Familienunternehmen zu matchen. Allerdings besteht eine wichtige Annahme bei der korrekten Anwendung eines *matching estimators* darin, dass der Vektor der Kontrollvariablen X, der eine Beobachtung entweder der *treatment group* oder der Kontrollgruppe zuordnet, unabhängig von dem *treatment* selbst sein muss.[588] Nur so kann eine exogene Zuordnung der Beobachtungen zur *treatment group* bzw. zur Kontrollgruppe erfolgen. Um diese Bedingung zu gewährleisten, greift man hierzu in der Regel auf solche Variablen zurück, die man vor dem *treatment* beobachten kann. Wenn das *treatment* allerdings wie im vorliegenden Fall die Beteiligung der Gründerfamilie im Unternehmen ist, gibt es keine *pre-treatment* Variablen, da die Gründerfamilie ja von Anfang an in das Familienunternehmen involviert ist. Das Unternehmen als solches ist darüber hinaus „von Geburt" an ein Familienunternehmen. Aus diesem Grund muss man sich eines anderen *treatments* bedienen, nämlich dem Übergang von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen. Dazu wird das *matching* wie folgt vorgenommen: Zunächst werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die während des Untersuchungszeitraums ein Familienunternehmen waren. Anschließend werden diejenigen Unternehmen identifiziert, die sich während des Untersuchungszeitraums von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen entwickeln. Obwohl die Eigentümer- und Organstrukturen in Deutschland relativ stabil über den Zeitverlauf sind, können während der gesamten Untersuchungsperiode 97 solcher Wechsel identifiziert werden. In einem nächsten Schritt werden diese 97 „Wechsler" mit einer

---

mensverhältnissen. Dies erlaubt es ihm, erfolgreiche Bewerber (d.h. solche Bewerber, die den Aufnahmetest bestanden haben), die den Militärdienst angetreten haben (Veteranen) mit solchen Bewerbern zusammenzuführen, die zwar ebenfalls den Aufnahmetest erfolgreich bestanden haben, aber den Militärdienst dann nicht angetreten haben (Nicht-Veteranen). Letztlich zeigt Angrist (1998) in seiner Untersuchung, dass das Einkommen der Veteranen während der Militärzeit zwar höher war als das der Nicht-Veteranen. Allerdings ist das zukünftige Einkommen der Veteranen langfristig nicht größer als das der Nicht-Veteranen, für Veteranen weißer Hautfarbe sogar niedriger. Die Forschungsfrage ist aufgrund des damit verbundenen Auswahl- und Selbstselektionsmechanismus mit einfachen statistischen Verfahren nicht unverzerrt zu beantworten. Angrist (1998) zeigt jedoch, dass man mit einer Instrumentalvariable und einem *matching estimator* zu ähnlichen Ergebnissen kommt. Vgl. zum Vorgehen und den Ergebnissen Angrist (1998), S. 249-252.

[588] Aus diesem Grund hat Angrist (1998) das *matching* anhand der Eigenschaften von Personen durchgeführt, die vor dem Militärdienst erhoben wurden. Daher konnte er sicher sein, dass diese Eigenschaften der Personen nicht durch den Militärdienst (also das *treatment* selbst) beeinflusst sind.

Kontrollgruppe von Familienunternehmen zusammengeführt, die allerdings Familienunternehmen bleiben und nicht zu einem Nicht-Familienunternehmen werden.[589] Hierbei wird anhand eines sog. *kernel matching* mit einem *propensity-score*-Verfahren sichergestellt, dass sich die Unternehmen in der *treatment group* hinsichtlich der für das *treatment* relevanten Charakteristika nicht von der Kontrollgruppe unterscheiden. Die Zuweisung zur *treatment*- bzw. Kontrollgruppe erfolgt anhand der folgenden Variablen: Eigentumsanteile der Gründerfamilie, Anzahl der Mitglieder der Gründerfamilie im Vorstand und Aufsichtsrat, Stimmrechte der außen stehenden Blockaktionäre, Unternehmensgröße, Profitabilitätsniveau, Unternehmensalter und Branchenzugehörigkeit.

Die Strategie dieses Verfahrens zur Identifikation kausaler Effekte (sog. *identification strategy*) besteht darin, zu zeigen, dass der Wechsel von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen zu einem signifikant positiven Schock auf die Fremdkapitalquote führt (d.h. dass sich die Fremdkapitalquote infolge des Wechsels deutlich erhöht). Nachdem die Anpassung der Kapitalstruktur sicherlich etwas Zeit bedarf, wird hierzu die Fremdkapitalquote zwei Jahre vor dem Wechsel mit der Fremdkapitalquote zwei Jahre nach dem Wechsel verglichen. Insgesamt ergibt sich in der Tat durch dieses *treatment*, nämlich dem Wechsel von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen, eine signifikante Erhöhung der Fremdkapitalquote in Höhe von 0,104 bei einem t-Wert von 1,95. Der sogenannte *average treatment effect on the treated (ATET)* beträgt also rund 10%. Insgesamt bedeutet dies, dass sich die Fremdkapitalquote durch diesen Wechsel von einem Familienunternehmen zu einem Nicht-Familienunternehmen durchschnittlich innerhalb des Vier-Jahres-Intervalls um 10% erhöht und zwar auf einem 5%-Signifikanzniveau. Hierbei erlaubt das *matching*-Verfahren, den Einfluss der oben genannten Kontrollvariablen zu berücksichtigen sowie zusätzlich die potenzielle Endogenität der Eigentümer- und Organstrukturen zu kontrollieren. Allerdings könnten die Standardfehler aufgrund der relativ kleinen Stichprobe verzerrt sein. Aus diesem Grund wurde eine alternative Berechnung der Standardfehler durch die *bootstrapping*-Methode durchgeführt, was allerdings keinen Einfluss auf das vorliegende Ergebnis hat.[590]

---

[589] Klasa (2007) verwendet ein ähnliches *matching*-Verfahren. Vgl. Klasa (2007), S. 346-349.

[590] Zur Berechnung von Standardfehlern mittels des *bootstrapping*-Verfahrens vgl. z.B. Wooldridge (2002), S. 378-380.

Darüber hinaus und aufgrund des starken Einflusses der Komponente Familienführung auf die Fremdkapitalquote wurde ein alternatives *treatment* mittels des *matching*-Verfahrens untersucht, nämlich das Ausscheiden des letzten Mitglieds der Gründerfamilie aus dem Vorstand. Hierzu werden zunächst alle Unternehmen innerhalb der Stichprobe identifiziert, welche sich (ggf. unter anderem) durch die Komponente Familienführung als Familienunternehmen qualifizieren. Es handelt sich also um solche Familienunternehmen, bei denen die Gründerfamilie aktiv an der Unternehmensführung durch eine Vorstandsmitgliedschaft beteiligt ist. Schließlich wurden die Fälle innerhalb der Stichprobe identifiziert, bei denen das Mitglied der Gründerfamilie innerhalb der Untersuchungsperiode aus dem Vorstand ausscheidet. Diese Fälle wurden dann mittels eines *kernel matching* anhand eines *propensity-score*-Verfahrens zu solchen Familienunternehmen gematcht, bei denen die Gründerfamilie im Vorstand involviert bleibt. Letztendlich wurden die Auswirkungen eines solchen Ausscheidens auf den Buchwert der Gesamtverschuldung innerhalb eines Vierjahresintervalls untersucht. Demnach führt dieses Ausscheiden durchschnittlich zu einer Erhöhung der Fremdkapitalquote um 11% (bei einem t-Wert von 2,42 mit einem *bootstrapping*-Verfahren zur Berechnung der Standardfehler). Insofern führt auch das Ausscheiden der Gründerfamilie aus dem Vorstand zu einer Reduzierung der Eigenkapitalausstattung bzw. zu einer Erhöhung der Fremdkapitalquote.

Die Ergebnisse dieses *matching*-Verfahrens zeigen, dass die erzielten Ergebnisse sowohl hinsichtlich der Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen als auch hinsichtlich des Einflusses der Gründerfamilie auf die Unternehmensführung keinem Endogenitätsproblem unterliegen. Vielmehr handelt es sich um deutliche, kausale Effekte.[591]

Interpretation der Ergebnisse

Die Ergebnisse der empirischen Analyse zur Kapitalstruktur bestätigen die theoretischen Überlegungen aus Kapitel 4.4 weitgehend. Familienunternehmen weisen eine geringere Fremdkapitalquote auf als Nicht-Familienunternehmen. Obwohl man aufgrund theoretischer Überlegungen davon ausgehen kann, dass alle drei Komponenten eines Familienunternehmens einen negativen Einfluss auf die Höhe der Verschuldung

[591] Zum *matching*-Verfahren mittels *propensity score* vgl. weiterführend ebenfalls die Arbeiten von Rosenbaum und Rubin (1983), Heckman et al. (1998) oder Todd (2008).

haben sollten, führt tatsächlich jedoch nur die Komponente Familienführung zu einer statistisch signifikanten Reduzierung der Unternehmensverschuldung. Wenn man davon ausgeht, dass in Deutschland vor allem der Vorstand für die operative Unternehmensführung zuständig ist, überrascht dieses Ergebnis jedoch nicht unbedingt. Darüber hinaus scheint sich die Fremdkapitalquote zu reduzieren, wenn der Unternehmensgründer (oder in einer erweiterten Analyse ein Familienmitglied im Allgemeinen) als Vorstandsvorsitzender tätig ist. Letztlich ergibt sich ein besonders hoher (negativer) Einfluss auf die Fremdkapitalquote, wenn die Gründerfamilie zeitgleich Großaktionär ist und eine aktive Rolle im Vorstand wahrnimmt. Dies ist ein starkes Indiz dafür, dass die disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals in solchen Situation – wenn man davon ausgehen kann, dass die Agency-Kosten aufgrund des Eigentümer-Manager-Konflikts besonders gering sind – von niedriger Bedeutung sind. Insofern ist es nahe liegend, dass die Agency-Kosten ein wichtiger Erklärungsfaktor für die unterschiedliche Kapitalstrukturpolitik sind.

Die Ergebnisse sind konsistent mit den Resultaten der Untersuchung von Mishra und McConaughy (1999), jedoch nicht mit den Studien von Anderson und Reeb (2003b) und Ellul (2008). Allerdings sind die vorgelegten empirischen Befunde sehr robust. Dies spricht dafür, dass Familienunternehmen in einem kontinentaleuropäischen Land wie Deutschland eine geringere Fremdkapitalquote aufweisen. Die vorliegende Untersuchung trägt damit zur Klärung einer Forschungsfrage mit bisher inkonsistenten Resultaten bei.

Die Interpretation dieser sehr robusten Ergebnisse ist jedoch nicht eindeutig, da es zahlreiche Gründe für die beobachteten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen geben kann. Neben der oben dargestellten Erklärung über Prinzipal-Agenten-Konflikte könnten Familienunternehmen auch – bedingt durch unterschiedliche Risikoeinstellungen – eine andere Zielkapitalstruktur verfolgen als Nicht-Familienunternehmen. Wenn man davon ausgeht, dass Hausbanken in einem bankorientierten Finanzsystem über *financial covenants* oder die Besetzung von Aufsichtsratsmandaten einen großen Einfluss auf die Unternehmenspolitik ausüben, könnten Familienunternehmen allerdings auch bemüht sein, deren Einfluss gering zu halten.[592] Dies würde es den Gründerfamilien erlauben, die Kontrolle über das Familien-

[592] Dieser Argumentation liegt die Annahme zugrunde, dass sich Banken umso stärker in der Unternehmenskontrolle engagieren, je höher ihr Ausfallrisiko ist. Dieses Ausfallrisiko sollte c.p. mit einer höheren Fremdkapitalquote zunehmen. Daraus könnte sich aus der Perspektive der Gründerfa-

unternehmen zu behalten.[593] Alternativ könnte es natürlich auch sein, dass Familienunternehmen aufgrund eines stärkeren Innenfinanzierungspotenzials weniger auf externes Kapital angewiesen sind als Nicht-Familienunternehmen oder aber Finanzierungsrestriktionen unterliegen. Dies würde implizieren, dass Familienunternehmen deshalb eine geringere Fremdkapitalquote haben, weil ihr Zugang zum Markt für Fremdkapital limitiert ist. Obwohl die Resultate der vorliegenden Analyse sehr robust sind, ist es nicht eindeutig möglich, zwischen diesen unterschiedlichen Erklärungen zu diskriminieren. Die Tatsache, dass die Koeffizienten in den Regressionsanalysen betragsmäßig bei dem Interaktionsterm aus Familieneigentum und einer Vorstandsbeteiligung besonders groß sind, deutet jedoch stark darauf hin, dass Kapitalstrukturentscheidungen in Verbindung stehen zu den Prinzipal-Agenten-Konflikten zwischen Aktionären und Management. Wenn diese Konflikte nicht bedeutsam sind, ergibt sich ein geringerer Bedarf für die disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals im Sinn von Jensen (1986).

6.7 Einschränkungen der empirischen Ergebnisse

Nachdem die Ergebnisse der vorliegenden Studie präsentiert wurden, sollen nun kurz die Einschränkungen bzw. Probleme diskutiert werden. Börsch-Supan und Köke (2002) fassen in ihrem Artikel existierende Studien zur Corporate Governance in Deutschland zusammen und identifizieren vier grundlegende ökonometrische Probleme in diesen Untersuchungen: Endogenität (oder umgekehrte Kausalität), Verzerrungen aufgrund der Stichprobenzusammensetzung (*sample selection issues*), ausgelassene oder unvollständige Variablen und Messfehler.[594] Zunächst sollen diese vier Dimensionen diskutiert werden, bevor anschließend weitere Problemfelder aus einer konzeptionellen Sichtweise erläutert werden.

---

milie das Motiv ergeben, die Fremdkapitalquote ihres Familienunternehmens möglichst gering zu halten.

[593] In diese Richtung argumentieren auch Mishra und McConaughy (1999) bei der Interpretation ihrer Ergebnisse. Ellul (2008) argumentiert genau gegensätzlich: Er führt aus, dass Familienaktionäre Fremdkapital gegenüber Eigenkapital bevorzugen, um eine Verwässerung ihrer Stimmrechtsanteile durch die Emission von Eigenkapital zu vermeiden. Prinzipiell könnten beide Argumentationslinien zutreffend sein. Möglicherweise spielt das Monitoring durch die Gläubiger in einem bankorientierten Finanzsystem c.p. allerdings eine größere Rolle als in einem marktorientierten Finanzsystem. Vgl. Mishra und McConaughy (1999), S. 53 bzw. Ellul (2008), S. 2.

[594] Vgl. Börsch-Supan und Köke (2002), S. 295-326.

Das Endogenitätsproblem und potenzielle Lösungsmöglichkeiten wurden bereits in Kapitel 4.1 und 6.6.3 ausführlich erläutert. Es sollte aus folgenden Gründen im Zusammenhang mit der vorliegenden Untersuchung von untergeordneter Bedeutung sein: (i) Zunächst lässt sich die relativ geringe Dimension des Endogenitätsproblems im Kontext von Familienunternehmen durch einen Vergleich mit den in Kapitel 2 ausführlich dargestellten Konzepten des *insider* bzw. *managerial ownership* demonstrieren. Im Fall von *insider ownership* ist die Kausalität zwischen der Eigentümerstruktur und der abhängigen Variable (d.h. einer Kennzahl für eine unternehmerische Entscheidung oder für den Unternehmenserfolg) immer unklar: Hat sich die Unternehmenspolitik und die Unternehmensperformance in der Vergangenheit so entwickelt, weil Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder durch Eigentumsanteile incentiviert sind oder haben Vorstände und Aufsichtsräte nur in solche Unternehmen investiert, die sich durch eine erfolgreiche Unternehmenspolitik und -performance ausgezeichnet haben? Im Kontext von Familienunternehmen ist dieses Kausalitätsproblem – zumindest wenn man auf eine Definition des Familienunternehmens unter Bezugnahme auf die Gründerfamilie abstellt – jedoch stark eingeschränkt. Die Gründerfamilie hat zunächst das Unternehmen durch die Gründung der Gesellschaft ins Leben gerufen und während des Lebenszyklus bis hin zur aktuellen Untersuchungsperiode alle wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen mitbestimmt. Sie kann sich daher nicht nachträglich in „besonders gute Unternehmen" eingekauft haben. Allerdings bleibt ein Kausalitätsproblem bestehen: Es kann durchaus sein, dass die Gründerfamilie sich aufgrund ihrer überlegenen Informationslage über die zukünftige Unternehmensentwicklung zu einem Zeitpunkt für einen Ausstieg aus dem Familienunternehmen entscheidet, zu dem mit einer schlechten zukünftigen Unternehmenspolitik bzw. finanziellen Performance zu rechnen ist.[595] Sofern dies der Fall ist, könnte das zu einer Verzerrung der Ergebnisse durch Endogenität führen. Zwei Verfahren sollen diese Bedenken jedoch reduzieren. (ii) Die Panelstruktur der vorliegenden Stichprobe erlaubt den Einsatz zeitlich verzögerter Variablen. Dadurch ist klar, dass die Eigentümer- bzw. Organstruktur von heute die Kapitalstruktur sowie die Investitions- und Diversifikationsniveaus von morgen bestimmt und nicht umgekehrt. (iii) Letztlich erlaubt die Panelstruktur auch die Identifikation von „Wechslern" von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen. Der Einsatz eines *propensity-score*-basierten Matchingverfahrens erlaubt hier – zumindest im Rahmen der Kapitalstruktur – die Anwendung eines weiteren Verfah-

[595] Vgl. Villalonga und Amit (2006), S. 410 oder Fahlenbrach (2007), S. 6.

rens zur Kontrolle von Endogenitätsproblemen.[596] Letztlich lassen die insgesamt sehr konsistenten Ergebnisse darauf schließen, dass Endogenitäts- und Kausalitätsprobleme in diesem Zusammenhang von untergeordneter Bedeutung sind.

Diese Schlussfolgerung ist konsistent mit Argumenten in der Literatur, dass das Endogenitätsproblem der Eigentümerstruktur im Kontext des deutschen Kapitalmarkts weniger bedeutsam ist als im Kontext angelsächsischer Kapitalmärkte. Sowohl Edwards und Nibler (2000) als auch Kaserer und Moldenhauer (2008) argumentieren, dass die Aktionärsstrukturen in Deutschland – anders als in den USA und Großbritannien – zumindest bis vor kurzem kaum durch aktienorientierte Vergütung beeinflusst wurden. Im Vergleich zu den angelsächsischen Kapitalmärkten bleiben die Eigentümerstrukturen daher im Zeitverlauf relativ konstant und unterliegen keinen großen Veränderungen. Nach der Argumentation von Edwards und Nibler (2000) bzw. Kaserer und Moldenhauer (2008) trägt dies dazu bei, dass das Endogenitätsproblem im deutschen Corporate-Governance-Kontext nicht so stark ausgeprägt ist wie auf angelsächsischen Kapitalmärkten.[597]

Bezüglich der Stichprobenzusammensetzung wurden drei Problemkreise identifiziert: Erstens ist die Untersuchung auf eine bestimmte Stichprobe, nämlich im CDAX notierte Nicht-Finanzunternehmen im Zeitraum 1995 bis 2006, beschränkt. Das führt dazu, dass bestimmte Unternehmensgruppen von der Untersuchung ausgeschlossen werden: Private (d.h. nicht börsennotierte) Unternehmen, börsennotierte Finanzunternehmen und sehr kleine börsennotierte Unternehmen (die im Freiverkehr notiert sind). Zweitens können die Ergebnisse dadurch beeinflusst sein, dass sich die Stichprobenzusammensetzung durch die ungewöhnlich hohe Anzahl an Börsengängen in den Jahren 1998 bis 2000 stark verändert hat. Dies ist unter Umständen dann der Fall, wenn die neu hinzukommenden Technologieunternehmen deutlich andere Charakteristika aufweisen (z.B. hinsichtlich Branchenverteilung, Unternehmensgröße, Profitabilität etc.) als die schon etablierten Unternehmen aus traditionellen Branchen. Drittens kann es

[596] Für die Analyse der Diversifikationsentscheidungen bzw. der Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte ist die Anzahl der Wechsler von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen aufgrund der kleineren Datensätze B und C zu klein, um ein *propensity-score-based-matching* zur Kontrolle von Endogenitätsproblemen einzusetzen. Investitionen in Sachanlagen hängen zu sehr von kurzfristigen Marktschwankungen ab, um verlässlich kausale Effekte auf einen Ausstieg der Gründerfamilie zurückzuführen. Daher ist dieses Verfahren lediglich bei der Analyse der Kapitalstrukturentscheidungen sinnvoll.

[597] Vgl. Edwards und Nibler (2000), S. 252 bzw. Kaserer und Moldenhauer (2008), S. 32 f.

sein, dass die sog. Panelmortalität (*panel attrition*) einen Einfluss auf die Ergebnisse hat. Unter *panel attrition* versteht man im Kontext von Längsschnittanalysen, die sich zu mehreren Zeitpunkten auf dieselben Untersuchungseinheiten beziehen, den zeitweiligen oder permanenten Ausfall von Beobachtungen. Dies bedeutet, dass nicht für alle Unternehmen der Stichprobe in jedem Jahr eine Beobachtung zur Verfügung steht. Vielmehr gibt es unterschiedliche Gründe, warum für manche Unternehmen keine vollständige Datenhistorie vorliegt (z.B. eine Insolvenz, ein Delisting, eine Fusion oder ein Börsengang während der Untersuchungsperiode). Es handelt sich bei der vorliegenden Stichprobe also nicht um ein *balanced panel*, sondern um ein *unbalanced panel*.[598]

(i) Der Ausschluss von Finanzunternehmen und Unternehmen im Freiverkehr ist unproblematisch. Finanzunternehmen haben eine andere Bilanzstruktur als Nicht-Finanzunternehmen und werden deshalb in der Kapitalmarktforschung bei solchen empirischen Untersuchungen in der Regel ausgeschlossen. Nachdem sich das Geschäftsmodell der Finanzunternehmen auch signifikant vom Geschäftsmodell der Nicht-Finanzunternehmen unterscheidet, ist darüber hinaus davon auszugehen, dass nicht unbedingt die gleichen Faktoren die Unternehmenspolitik in den beiden Gruppen beeinflussen. Hinsichtlich der Abdeckung der Stichprobe sollte es keine Einschränkungen geben. Der CDAX deckt als breitester deutscher Aktienindex rund 95% der gesamten Marktkapitalisierung in Deutschland sowie ein breites Branchenspektrum ab.[599] Das Spektrum der untersuchten Unternehmen deckt weiterhin große wie kleine börsennotierte Unternehmen ab und ist z.B. wesentlich breiter als Untersuchungen von Familienunternehmen in den USA, die sich zumeist auf den S&P 500 und damit ausschließlich auf die größeren börsennotierten Unternehmen konzentrieren. Eine Einschränkung besteht sicherlich darin, dass ausschließlich börsennotierte Familienunternehmen untersucht werden. Insofern ist nicht klar, ob sich die Ergebnisse vollständig auf die gro-

---

[598] Vgl. zum Problem der Panelmortalität z.B. Engel und Reinecke (1994), S. 253-316 bzw. Wooldridge (2002), S. 585-589.

[599] Diese Aussage bezieht sich auf das Jahr 2006, in dem der CDAX rund 60% aller in Deutschland notierten Aktien und rund 95% der Marktkapitalisierung repräsentiert hat. Die Angaben zur Gesamtzahl der in Deutschland notierten Aktien ist dabei dem DAI-Factbook 2009 entnommen, die gesamte Marktkapitalisierung des deutschen Kapitalmarkts basiert auf Angaben der Deutschen Bundesbank und die Marktkapitalisierung des CDAX auf Angaben der Deutschen Börse. Für die Jahre 1995 bis 2005 sind diese Angaben nicht vorhanden. Grundsätzlich kann man aber davon ausgehen, dass die Repräsentativität des CDAX für den deutschen Kapitalmarkt in diesem Zeitraum ähnlich hoch war.

ße Anzahl nicht börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland übertragen lassen.

(ii) Die Veränderung der Stichprobenzusammensetzung durch den Boom der Technologiebörse „Neuer Markt" wurde in allen Untersuchungen mit der gesamten Stichprobe in den Robustheitstests berücksichtigt. Dabei hat sich gezeigt, dass die Stichprobenzusammensetzung keinen Einfluss auf die Kapitalstrukturentscheidungen hat. Bezüglich der Investitionen in Sachanlagen zeigt sich allerdings, dass die beobachteten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen ausschließlich in der Teilstichprobe der technologieintensiven CDAX-Unternehmen vorkommt, die ihren Börsengang zwischen 1998 und 2000 hat. Bezüglich der Teilstichprobe der etablierten börsennotierten Unternehmen lassen sich dagegen keine Unterschiede zwischen den beiden Gruppen feststellen.

(iii) Das Problem der *panel attrition* sollte nur dann eine Rolle spielen, wenn es durch den Ein- und vor allem durch den Austritt von Unternehmen in die Stichprobe bzw. aus der Stichprobe zu systematischen Verzerrungen kommt, d.h. wenn z.B. überwiegend Familienunternehmen austreten. Dies ist jedoch nicht der Fall.[600] Insofern stellt die *panel attrition* kein gravierendes Problem dar.

Das Problem ausgelassener oder unvollständiger Variablen wurde zum Teil bereits erläutert. Bezüglich der im Rahmen der empirischen Analyse verwendeten Informationen kann es natürlich sein, dass die Datenqualität externer Datenbanken (wie z.B. der Worldscopedatenbank) die Ergebnisse beeinflusst.[601]

Im Hinblick auf die Familienunternehmen gibt es darüber hinaus durchaus interessante Charakteristika, die man nicht direkt beobachten kann. Wie in Kapitel 4 an unterschiedlichen Stellen erläutert, kann man davon ausgehen, dass Gründerfamilien einen großen Anteil ihres privaten Vermögens in das Familienunternehmen investieren. Dies könnte wiederum deren Risikoeinstellung und damit die finanzpolitischen Entscheidungen in Familienunternehmen beeinflussen. Es wäre sicherlich interessant, den Einfluss der Portfoliodiversifikation von Familienaktionären auf die Unternehmenspolitik

---

[600] Konkret waren – wenn man alle Austritte aus der Stichprobe während des ganzen Untersuchungszeitraums von 1995 bis 2006 betrachtet (exklusive Delistings von Vorzugsaktien) – in dem Jahr vor ihrem Austritt rund 33% der ausgeschiedenen Unternehmen Familienunternehmen und 66% Nicht-Familienunternehmen.

[601] In diesem Zusammenhang ist z.B. auch ein Problem, dass nicht für alle Unternehmensjahre vollständige Bilanzdaten aus der Worldscope-Datenbank vorliegen.

direkt zu messen. Allerdings sind darüber keine genauen Angaben erhältlich, so dass man lediglich aufgrund der Befunde anderer empirischer Studien davon ausgehen kann, dass deutsche Familienaktionäre ähnlich schlecht diversifiziert sind wie schwedische oder amerikanische Familienaktionäre.[602]

Außerdem gibt es darüber hinaus natürlich ausgelassene Corporate-Governance-Variablen, die für den Zeitraum der Erhebung (zumindest nicht in ausreichender Qualität) zur Verfügung stehen: Informationen zur individualisierten Vorstandsvergütung, Informationen zum Produktwettbewerb und Informationen zur Historie der Übernahmeaktivitäten. Dabei kann es durchaus sein, dass einige dieser Corporate-Governance-Mechanismen Substitute zur Eigentümer- und Organstruktur darstellen. Dem Markt für Unternehmenskontrolle wird allerdings in Deutschland eine relativ geringe Bedeutung zugeschrieben.[603] Gerade die Vorstandsvergütung wird jedoch in diesem Zusammenhang immer als ein Substitut zur Eigentümerstruktur gesehen, um das Management im Sinn der Aktionäre zu incentivieren. Leider liegt die Vorstandsvergütung für die vorliegende Untersuchungsperiode (zumindest bis zum Jahr 2005) – wenn überhaupt – nur aggregiert für den Gesamtvorstand vor. Aufgrund mangelnder Verfügbarkeit von Angaben zur individualisierten Vorstandsvergütung kann sie daher nicht berücksichtigt werden. Allerdings zeigen aktuelle Untersuchungen, dass aktienkursorientierten Langfristincentives in Deutschland im Vergleich zu angelsächsischen Ländern eine relativ geringe Bedeutung zukommt. Erstens sind Aktienoptionen als langfristige Incentives in Deutschland erst seit etwas mehr als zehn Jahren gebräuchlich.[604] Man kann daher davon ausgehen, dass die Bedeutung der aktienorientierten Vergütung als Corporate-Governance-Substitut zur Eigentümerstruktur gerade in den ersten Jahren der vorliegenden Untersuchung von relativ geringer Bedeutung ist. Zweitens stellen Rapp et al. (2008) fest, dass selbst im Jahr 2006 nur 37,4% der deutschen Prime-Standard-Unternehmen Aktienoptionsprogramme nutzen. Die Bedeutung der Aktienoptionsprogramme ist in diesen Unternehmen darüber hinaus mit einem durchschnittlichen Anteil von 23% an der Gesamtvergütung des Vorstands relativ gering. Weiterhin zeigt die Analyse, dass Aktienoptionsprogramme vor allem in den größeren Unternehmen

---

[602] Zur geringen Portfoliodiversifikation schwedischer und amerikanischer Familienaktionäre vgl. Anderson et al. (2003), S. 69 bzw. Holmen et al. (2007), S. 1477.

[603] Vgl. Kapitel 3.4

[604] Unter den ersten deutschen Unternehmen, die Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil verwendet haben, waren die Deutsche Bank, Daimler Benz und Henkel. Vgl. Bernhardt (1999), S. 131 f.

vorkommen. Immerhin haben 83% der DAX-Unternehmen Aktienoptionsprogramme implementiert. Dagegen sind Aktienoptionsprogramme in den kleineren Unternehmen des MDAX, SDAX und TecDAX weniger gebräuchlich.[605] Daher ist davon auszugehen, dass Aktienoptionsprogramme bei Unternehmen im General Standard tendenziell weniger stark verbreitet sind.

Zusammenfassend kann man also festhalten, dass langfristige, an der Entwicklung des Aktienkurses orientierte Vergütungsbestandteile als Substitut für die Anreizwirkung der Eigentümerstruktur in Deutschland zumindest während der vorliegenden Untersuchungsperiode (noch) von untergeordneter Bedeutung sind.

Drittens wurde in dieser Untersuchung die Panelstruktur der Daten genutzt, um mittels *firm-fixed-effects*-Modellen zumindest den Einfluss solcher ausgelassener Variablen zu kontrollieren, die unbeobachtbar und zeitkonstant sind.[606]

Messfehler können ebenfalls zu verzerrten Ergebnissen führen. Messfehler können sich z.B. im Zusammenhang mit der Erhebung von Eigentümerstrukturen ergeben: (i) Erstens besteht de jure lediglich die Pflicht, Eigentumsanteile an die BaFin bzw. das börsennotierte Unternehmen selbst zu melden, sofern die gesetzlichen Meldeschwellen (in der Untersuchungsperiode 5%, 10%, 25% und 50%) überschritten worden sind. Für die vorliegende Untersuchungsperiode hat dies zur Konsequenz, dass für einen Aktionär keine Meldepflicht besteht, wenn er seinen Anteil von 25,1% auf beispielsweise 49,9% erhöht (obwohl dies gerade unter Berücksichtigung der relativ geringen Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen in Deutschland durchaus Konsequenzen für die Unternehmenspolitik haben kann). Schließlich entstehen Messfehler dadurch, dass es sicherlich Aktionäre und Unternehmen gibt, die freiwillig solche nicht-meldepflichtigen Veränderungen in der Eigentümerstruktur zumelden, während dies andere nicht tun. Weiterhin kann sich ein (kleiner) Messfehler dadurch ergeben, dass lediglich sehr große Eigentumsanteile von strategischen Investoren und Finanzinvestoren (ab 50%) bis zum *ultimate owner* zurückverfolgt worden sind. Dadurch kann es sein, dass der Einfluss von Pyramidenstrukturen tendenziell unterschätzt wird. Trotzdem ist davon auszugehen, dass die Familienunternehmen im Sinn der vorliegenden Definition weitgehend erfasst wurden. Daher ist der aus dieser *ultimate-ownership*-Problematik entstehende Messfehler im Zusammenhang mit der untersuchten Fragestellung eher

[605] Vgl. Rapp et al. (2008b), S. 13.

[606] Vgl. die ausführliche Erläuterung zu *firm-fixed-effects*-Modellen in Kapitel 4.1 bzw. 6.6.3.

gering. Außerdem wurde versucht, Messfehler bezüglich der Eigentümerstrukturen dadurch gering zu halten, dass nicht nur auf eine Quelle abgestellt wurde, sondern zusätzlich zum Hoppenstedt Aktienführer unterschiedliche Quellen (Commerzbank „Wer gehört zu wem", Datenbank Amadeus vom Bureau van Dijk und die *Director-Dealings*-Datenbank von der BaFin, Recherche in Geschäftsberichten, Internetrecherche) zur Validierung und Plausibilisierung der Daten verwendet wurden. Weiterhin bleibt unklar, inwieweit die bestehenden Offenlegungspflichten tatsächlich vollzogen werden (d.h. wie gut die de facto Umsetzung der rechtlichen Regelungen tatsächlich ist) und ob die Übertragung der Geschäftsberichte in Datenbanken immer fehlerfrei abläuft.

Neben diesen ökonometrischen Problemen gibt es darüber hinaus einige konzeptionelle Einschränkungen: In der vorliegenden Arbeit beschränkt sich die Definition von Familienunternehmen auf solche Unternehmen, die unter dem Einfluss der Gründerfamilie stehen. Eine solche Definition schließt systematisch Familienunternehmen aus, die unter dem Einfluss anderer Familien stehen (wie z.B. die in der Presse häufig zitierten Fälle BMW und Altana unter dem Einfluss der Familie Quandt). In Kapitel 2 wurde jedoch bereits ausführlich dargestellt, dass die Gründerfamilie besonders gut geeignet erscheint, typische Charakteristika von Familienunternehmen wie etwa Langfristigkeit, Risikoaversion, Einheit von Eigentum und Kontrolle (die zumindest teilweise vorliegt, wenn Familienaktionäre an der Unternehmensführung beteiligt sind) zu operationalisieren. Außerdem zeigt gerade das Beispiel der Familie Quandt und Altana, dass sich solche Familieninvestoren, die das Unternehmen nicht gegründet haben, manchmal eher wie Investoren mit finanziellen Motiven verhalten als wie typische Familienunternehmer.[607]

Die theoretische Argumentation der vorliegenden Untersuchung fokussiert sehr stark auf den Agency-Konflikt I (zwischen Manager und Aktionär). Sie stellt heraus, dass davon auszugehen ist, dass aus verschiedenen Gründen (Kontrolle durch Familienaktionäre, Übernahme der Kontrollfunktion im Aufsichtsrat, Beteiligung an der Unternehmensführung) dieser Konflikt in Familienunternehmen deutlich schwächer ausgeprägt ist als in Nicht-Familienunternehmen. Dabei bleiben weitere Agency-Konflikte

[607] Vgl. hierzu die Erläuterungen in Kapitel 2.3.

(z.B. Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären[608] und zwischen Eigentümern und Gläubigern sowie Agency-Kosten aufgrund der negativen Wirkung von Altruismus) weitgehend unberücksichtigt, obwohl sie – wenn man das gesamte Niveau der Agency-Kosten in Familienunternehmen bestimmen will – sicherlich nicht zu vernachlässigen sind.[609]

Verschiedene Robustheitstests belegen, dass die vorliegenden Ergebnisse mehrheitlich relativ robust gegenüber unterschiedlichen Problemkreisen, wie Fehlspezifikation, unterschiedlichen Methoden, nicht-linearen Größeneffekten oder dem Einfluss von *insider ownership* sind. Trotz dieser robusten empirischen Befunde bleibt die Interpretation dieser Ergebnisse komplex. Zum Beispiel bleiben letztlich einige unterschiedliche Erklärungen für die Ergebnisse zu den Kapitalstruktur- und Investitionsentscheidungen,[610] zwischen denen im Rahmen der vorliegenden Analyse nicht eindeutig diskriminiert werden kann.

Die vorliegende Untersuchung nutzt eine in der Literatur anerkannte Definition zur Abgrenzung von börsennotierten Familienunternehmen. Die Ausführungen in Kapitel 2 haben jedoch gezeigt, dass die Definition von Familienunternehmen ein komplexes Problem darstellt, da Familienunternehmen selbst heterogen sind. Dieser Heterogenität wurde in der vorliegenden Arbeit auf unterschiedliche Weise Rechnung getragen: Neben den Unterschieden zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen wurde der Einfluss unterschiedlicher Komponenten eines Familienunternehmens (Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung) auf die Unternehmenspolitik untersucht. Weiterhin wurde bezüglich der Kapitalstruktur und den Investitionen in Sachanlagen analysiert, ob es für die Unterneh-

---

[608] Ob in Deutschland aufgrund der konzentrierten Eigentümerstrukturen ein stark ausgeprägter Konflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären existiert, ist in der Literatur umstritten. Edwards und Weichenrieder (2004) schließen aus ihrer Analyse, dass der positive Effekt konzentrierter Eigentumsanteile, der sich in einer besseren Kontrolle des Managements manifestiert, für Minderheitsaktionäre in der Regel mindestens so groß ist wie das dadurch entstehende Ausbeutungspotenzial und evtl. vorhandene private Kontrollrenditen. Zu einer gegenteiligen Ansicht kommt dagegen der Artikel von Ehrhardt und Nowak (2003). Die Autoren zeigen, dass in Deutschland vor allem Familienunternehmen in der jüngeren Vergangenheit entgegen dem bestehenden Trend bereit sind, eine Trennung von Stimm- und Cash-Flow-Rechten durch Vorzugsaktien beizubehalten. Sie werten dies als Indiz für die Sicherung privater Kontrollrenditen durch die dominierenden Aktionäre. Vgl. hierzu Edwards und Weichenrieder (2004), S. 143 bzw. Ehrhardt und Nowak (2003), S.375.

[609] Vgl. Chrisman et al. (2004), S. 339 f.

[610] Vgl. hierzu die Ausführungen in den Kapiteln 6.6.1 und 6.6.3.

menspolitik von Bedeutung ist, ob der Unternehmensgründer Vorstandsvorsitzender ist oder aber die Gründerfamilie gleichzeitig Großaktionär ist und an der Unternehmensführung aktiv teilnimmt. Dem potenziellen Einfluss unterschiedlicher Familiengenerationen wurde durch die Kontrolle für das Unternehmensalter approximativ Rechnung getragen. Darüber hinaus gibt es jedoch zahlreiche weitere Möglichkeiten, wie man die Heterogenität von Familienunternehmen in einer Untersuchung der Unternehmenspolitik ggf. noch besser berücksichtigen kann. Denkbar wäre z.B. die Anwendung weiterer Definitionen von Familienunternehmen, die hinsichtlich der Komponente Familieneigentum variieren. Dieses Vorgehen würde erlauben, Familienunternehmen – je nach Definition – restriktiver oder weniger restriktiv abzugrenzen.[611] Eine weitere Möglichkeit könnte darin bestehen, den Familieneinfluss auf einer kontinuierlichen Skala, wie z.B. den in Kapitel 2 dargestellten Konzepten des „Substantial Family Influence Index" oder „F-PEC-Scale", zu messen.[612] Schließlich hat die Arbeit von Miller et al. (2007) in einer Untersuchung zur Unternehmensperformance von Nicht-Finanzunternehmen in den USA gezeigt, dass es insbesondere sinnvoll sein kann, zwischen Unternehmen zu unterscheiden, in denen ausschließlich der Unternehmensgründer als Aktionär und/oder Manager aktiv ist (sog. *lone founder firms*) und „echten" Familienunternehmen, in denen entweder mehrere Familienmitglieder gleichzeitig involviert sind und/oder mindestens bereits eine Unternehmensnachfolge stattgefunden hat (d.h. das Unternehmen befindet sich mindestens in der zweiten Familiengeneration).[613]

---

[611] Vgl. dazu beispielsweise die Dissertation von Block (2009). Der Autor verwendet in seiner Arbeit insgesamt sechs unterschiedliche Definitionen von Familienunternehmen, wobei einige davon enge Abgrenzungen und andere weitere Abgrenzungen darstellen. Je nach angewendeter Definition stellt sich ein unterschiedlich großer Stichprobenanteil an Familienunternehmen ein. Vgl. zu den verwendeten Definitionen Block (2009), S. 18.

[612] In der Studie von Achleitner et al. (2009b) wird bereits ein modifizierter SFI in Anlehnung an Klein (2000, 2004) verwendet. Die Autoren tragen den weniger konzentrierten Eigentümerstrukturen börsennotierter Unternehmen Rechnung und setzen die ursprüngliche Schwelle des SFI von 1 auf 0,5 herab. Dabei kann gezeigt werden, dass unter Anwendung dieses SFI_{mod} noch ein Drittel aller börsennotierten Unternehmen in Deutschland als Familienunternehmen zu bezeichnen sind. Vgl. Achleitner et al. (2009b), S. 38 f.

[613] Vgl. Miller et al. (2007), S. 831.

7 Schlussbetrachtung

7.1 Zusammenfassung der Hauptergebnisse

Die vorliegende Arbeit untersucht, inwiefern die Eigentümer- und Organstrukturen börsennotierter Unternehmen in Deutschland einen Einfluss auf die Unternehmenspolitik haben. Hierbei wurden im theoretischen Teil der Arbeit auf der Basis einer umfangreichen Literaturanalyse testbare Hypothesen für die empirische Untersuchung hergeleitet. Im empirischen Teil der Arbeit wurde dann die Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen börsennotierter Unternehmen in Deutschland im Zeitraum 1995 bis 2006 dargestellt. Schließlich liegt ein besonderer Fokus der Untersuchung auf der Analyse von Unterschieden zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen. Konkret wurden folgende unternehmerische Entscheidungen beleuchtet: (i) Investitionsentscheidungen (in Sachanlagen und Forschungs- und Entwicklungsprojekte), (ii) Entscheidungen zur Geschäftsfelddiversifikation und (iii) Kapitalstrukturentscheidungen. Die folgenden Zusammenfassungen sollen den Gedankengang und die wesentlichen Ergebnisse der theoretischen und empirischen Untersuchung zusammenfassen.

7.1.1 Ergebnisse aus der theoretischen Analyse

Die wissenschaftliche Forschung zu börsennotierten Unternehmen wird seit Jahrzehnten durch die Berle/Means-Hypothese, dass Publikumsgesellschaften durch eine Trennung von Eigentum und Kontrolle charakterisiert sind, dominiert. Aufgrund dieser Trennung hat der angestellte Manager Anreize, sich entgegen den Interessen der Eigentümer (Aktionäre) opportunistisch zu verhalten und seinen eigenen Nutzen zu optimieren. Aus der Perspektive der Kapitalgeber folgt aus diesem Problem die Notwendigkeit, geeignete Anreiz-, Führungs- und Kontrollstrukturen zu schaffen, also geeignete Corporate-Governance-Strukturen im Unternehmen zu implementieren.

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit börsennotierten Familienunternehmen. Nachdem man lange davon ausgegangen ist, dass typische Publikumsgesellschaften eine atomisierte Aktionärsstruktur aufweisen, ist der Unternehmenstypus der börsennotierten Familienunternehmen in der empirischen Kapitalmarktforschung lange Zeit vernachlässigt worden. Erst großzahlige Untersuchungen der Eigentümerstrukturen

börsennotierter Unternehmen weltweit haben innerhalb der letzten zehn Jahre gezeigt, dass dies zu Unrecht der Fall war. So haben selbst börsennotierte Unternehmen – zumindest außerhalb der angelsächsischen Kapitalmärkte (in den USA und Großbritannien) – in der Regel einen oder mehrere Kontrollaktionäre (häufig handelt es sich hierbei um den Staat oder noch öfter um die Gründerfamilie). Aufbauend auf der Beobachtung, dass solche börsennotierten Familienunternehmen unter bestimmten Voraussetzungen (vor allem wenn sich keine Differenz zwischen Vermögens- und Kontrollrechten der Gründerfamilie ergibt und solange der Unternehmensgründer aktiv im Familienunternehmen involviert ist) eine überlegene finanzielle Performance gegenüber börsennotierten Nicht-Familienunternehmen aufweisen, ist die Untersuchung der Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen als mögliche Erklärung für diese Unterschiede im Unternehmenserfolg der Hauptgegenstand der vorliegenden Untersuchung.

Als theoretischer Bezugsrahmen dienen hierbei im Wesentlichen zwei Theorien: (i) Die Prinzipal-Agenten-Theorie und (ii) die Stewardship-Theorie. Obwohl beide Theoriestränge unterschiedlichen Argumentationen folgen, sind die Implikationen aus beiden Theorien ähnlich: Das Konfliktpotenzial zwischen den Aktionären und dem Management sollte in Familienunternehmen geringer ausgeprägt sein als in Nicht-Familienunternehmen. An dieser Stelle soll nochmals ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass das Gesamtniveau der Agency-Kosten (aus dem Eigentümer-Manager-Konflikt, aus dem Mehrheits-Minderheitsaktionärs-Konflikt, aus den Konflikten zwischen Eigentümern und Gläubigern sowie durch Agency-Kosten aufgrund von Altruismus) in Familienunternehmen trotzdem nicht per se niedriger sein muss als in Nicht-Familienunternehmen. Nachdem die Unternehmenspolitik jedoch maßgeblich durch die Unternehmensführung geprägt wird, steht der Aktionärs-Manager-Konflikt im Hauptinteresse der vorliegenden Betrachtung.

Nach einer umfangreichen Literaturanalyse zum Einfluss der Eigentümerstruktur auf die Unternehmenspolitik (und damit aus einem wesentlich breiteren Blickwinkel, der nicht ausschließlich auf die Gruppe der Familienunternehmen fokussiert) aus einer theoretischen und empirischen Sichtweise (vgl. Kapitel 4) werden Hypothesen für die vorliegende eigene Untersuchung generiert (vgl. Kapitel 5).

7.1.2 Ergebnisse aus der empirischen Analyse

Die eigene empirische Untersuchung basiert im Wesentlichen auf einer Längsschnittanalyse aller Nicht-Finanzunternehmen des breitesten deutschen Aktienindex CDAX in den Jahren 1995 bis 2006 (Datensatz A). Bei einzelnen Determinanten der Unternehmenspolitik wird jedoch aus Gründen der Datenverfügbarkeit bzw. aufgrund erhöhter Anforderungen an die Datenqualität auf Teilstichproben zurückgegriffen. So erfolgt die Analyse der Investitionsentscheidungen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte anhand einer Teilstichprobe aller technologieintensiven Unternehmen für die Jahre 1995 bis 2006 (Datensatz B), während die Untersuchung der Geschäftsfelddiversifikation anhand einer Teilstichprobe der Prime-Standard-Unternehmen in den Jahren 2002 bis 2006 (Datensatz C) durchgeführt wird.

7.1.2.1 Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen

Zunächst zeigt sich, dass die Eigentümerkonzentration in deutschen börsennotierten Unternehmen nach wie vor sehr hoch ist. Im Jahr 2006 hält der größte Aktionär im Durchschnitt 41% der Stimmrechte, die größten drei Aktionäre verfügen zusammen sogar über 52%. Im selben Jahr hält ein Aktionär in 67% aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX zumindest eine Sperrminorität. Trotzdem hat sich die Eigentümerkonzentration im Untersuchungszeitraum deutlich reduziert. So hat sich z.B. der durchschnittliche Streubesitz von rund 32% in 1995 auf rund 44% in 2006 kontinuierlich erhöht. Diese Entwicklung ist auch ein Indiz dafür, dass die seit 2002 existierende Möglichkeit zur steuerfreien Veräußerung von Kapitalbeteiligungen im Unternehmenssektor zu einer schrittweisen Auflösung der „Deutschland-AG“ mit ihren zahlreichen Überkreuzbeteiligungen führt. In diesen Kontext passen auch die Ergebnisse zur Eigentümeridentität: So hat die Bedeutung strategischer Investoren als Haupteigentümer börsennotierter Nicht-Finanzunternehmen zwischen 1995 und 2006 kontinuierlich abgenommen. Während 1995 der durchschnittliche Eigentumsanteil strategischer Investoren noch bei rund 31% lag, ist er bis 2006 sukzessive auf rund 13% zurückgegangen. Die Bedeutung von Unternehmensinsidern sowie von Investoren mit finanziellen Interessen (Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften sowie institutionelle Investoren) hat dagegen während des Untersuchungszeitraums kontinuierlich zugenommen. Überraschenderweise ist der Anteil ausländischer Investoren entgegen

anekdotischer Evidenz aus zahlreichen Pressemitteilungen relativ konstant geblieben.[614]

Eine Analyse der Aktionärsblöcke zeigt, dass Großaktionäre ihre Eigentumsanteile konsequent an den relevanten Kontrollschwellen (Sperrminorität, einfache Mehrheit, qualifizierte Mehrheit) ausrichten. Dieses Ergebnis deutet damit in dieselbe Richtung wie frühere Befunde zur Aktionärsstruktur in Deutschland von Becht und Böhmer (2002).

Die Analyse der Organstruktur zeigt vor allem hinsichtlich der Organgrößen einige interessante Trends: So hat sowohl die durchschnittliche Größe des Vorstands als auch des Aufsichtsrats kontinuierlich abgenommen: Während der Vorstand eines börsennotierten deutschen Unternehmens im CDAX 1995 im Durchschnitt noch 3,79 Mitglieder hatte, bestand er 2006 nur noch aus durchschnittlich 2,76 Mitgliedern. Noch größere Veränderungen zeigen sich hinsichtlich der Aufsichtsratsgröße: Der durchschnittliche Aufsichtsrat hat sich von 10,86 Mitgliedern in 1995 auf durchschnittlich 6,43 Mitglieder in 2006 reduziert (der Median von 12 auf sechs Mitglieder). Entgegen dieses Trends zur Verkleinerung der Organe (der hauptsächlich mit der Tatsache zusammen hängen dürfte, dass im Zuge der hohen Aufnahmefähigkeit des Primärmarktes in den Jahren 1998 bis 2000 zahlreiche kleinere, junge Technologieunternehmen mit kleineren Organen an die Börse gegangen sind) hat der Anteil der an den börsennotierten Unternehmen beteiligten Organmitglieder kontinuierlich zugenommen: Während 1995 durchschnittlich 9,5% (4,26%) der Vorstandsmitglieder (Aufsichtsratsmitglieder) an den CDAX-Unternehmen beteiligt waren, betrug der vergleichbare Anteil 2006 für Vorstand (bzw. Aufsichtsrat) 22,4% (bzw. 9,7%). Diese Entwicklung dürfte ebenfalls mit den durch den *new-economy*-Boom ausgelösten Veränderungen innerhalb der Stichprobenzusammensetzung zusammenhängen. Insgesamt zeigt sich, dass die Sonderphase des Neuen Marktes einen großen Einfluss auf die Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen in Deutschland hat.

[614] Allerdings muss man hierbei einschränkend bedenken, dass ein Anstieg der ausländischen Investoren mit großer Wahrscheinlichkeit vor allem bei den institutionellen Investoren zu beobachten ist, die oftmals Anteile unterhalb der für diese Arbeit relevanten Meldeschwelle von 5% halten. Insofern ist dieses Ergebnis durchaus mit Vorsicht zu interpretieren.

7.1.2.2 Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland

In der Öffentlichkeit werden börsennotierte Unternehmen in der Regel als anonyme Publikumsgesellschaften mit diversifizierter Aktionärsstruktur wahrgenommen. Die vorliegende Untersuchung zeigt jedoch, dass sich in Deutschland von den 660 untersuchten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX zumindest 390 in einem der Jahre als Familienunternehmen qualifizieren. Insgesamt entfallen 2.410 der 5.135 untersuchten Unternehmensjahre (rund 47%) auf Familienunternehmen. Innerhalb dieser Familienunternehmen stellen die Gründerfamilien mit durchschnittlichen Eigentumsanteilen in Höhe von 38% der Stimmrechte (Median 40%) mit Abstand die bedeutenste Aktionärsgruppe dar. Sie unterscheiden sich von anderen Großaktionären vor allem dadurch, dass die Familienmitglieder häufig über Vorstands- und Aufsichtsratsmandate aktiv in die Unternehmensführung bzw. -kontrolle eingreifen. So ist die Gründerfamilie in 69% (40%) aller Familienunternehmen im Vorstand (bzw. Aufsichtsrat) vertreten.

Dieses Ergebnis, dass Familienunternehmen selbst innerhalb der börsennotierten Unternehmen in Deutschland ein bedeutendes Phänomen darstellen, bleibt im Übrigen unverändert, wenn man anstelle der CDAX-Unternehmen nur die Unternehmen im Prime Standard betrachtet, welche die höchsten Transparenzanforderungen erfüllen. Hierzu wurde eine Teilstichprobe von 339 Nicht-Finanzunternehmen im Prime Standard in den Jahren 2002 bis 2006 betrachtet. Von den untersuchten 1.561 Unternehmensjahren entfallen ebenfalls rund 60% (914 Unternehmensjahre) auf Familienunternehmen. 220 der untersuchten Unternehmen qualifizieren sich zumindest in einem Jahr als Familienunternehmen. Auch in diesen tendenziell größeren Familienunternehmen beträgt der durchschnittliche Eigentumsanteil der Gründerfamilie noch rund 33% (Median 34%). Die Gründerfamilie nimmt in 71% (45%) aller Familienunternehmen im Prime Standard ein Vorstandmandat (bzw. Aufsichtsratsmandat) wahr.

Deutschland bietet daher für die empirische Analyse börsennotierter Familienunternehmen aus einer Reihe von Gründen ein ideales Umfeld: Erstens sind Familienaktionäre für den deutschen Kapitalmarkt von großer Bedeutung. Trotz der vergleichsweise restriktiven Definition eines Familienunternehmens (die Gründerfamilie muss mindestens 25% der Stimmrechte kontrollieren und/oder mit einem Familienmitglied im Vorstand bzw. Aufsichtsrat vertreten sein) sind rund 47% der Unternehmensjahrbeobachtungen (bzw. rund 60% der Unternehmen zumindest in einem Jahr) der Gruppe der Familienunternehmen zuzuordnen. Wenn man diese Zahlen z.B. mit den Daten von Anderson und Reeb (2003a) für die USA vergleicht, wird die sehr große Bedeu-

tung von Familienaktionären in Deutschland noch deutlicher: In der Stichprobe von Anderson und Reeb (2003a), die aus den Unternehmen des S&P 500 in den USA besteht, sind trotz einer wesentlich weniger restriktiven Definition von Familienunternehmen (mit einer Eigentumsschwelle von 5% bei einer vergleichbaren Definition aufgrund von Corporate-Governance-Strukturen) lediglich 35% der Stichprobe Familienunternehmen. Der durchschnittliche Eigentumsanteil dieser Gründerfamilien beträgt 18%, während der durchschnittliche Anteil der deutschen Gründerfamilien rund 38% beträgt. Zweitens erlaubt eine Analyse des deutschen Kapitalmarkts einen Vergleich von börsennotierten Familienunternehmen mit einer nahezu gleich großen Kontrollgruppe von Nicht-Familienunternehmen, die entweder eine diversifizierte Aktionärsstruktur aufweisen oder von anderen Blockaktionären kontrolliert werden.

Bereits eine deskriptive Analyse der Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen zeigt deutliche Unterschiede zwischen diesen beiden Gruppen auf: Familienunternehmen sind deutlich kleiner, jünger und haben kleinere Organe als Nicht-Familienunternehmen. Auch hinsichtlich der in dieser Untersuchung betrachteten Determinanten der Unternehmenspolitik ergeben deskriptive Befunde deutliche Unterschiede: Familienunternehmen sind fokussierter auf ihr Kerngeschäftsfeld, haben eine geringere Fremdkapitalquote und höhere Investitionsquoten.

7.1.2.3 Unternehmenspolitik in Familienunternehmen

Bezüglich der Investitionsentscheidungen kann dargestellt werden, dass Familienunternehmen im CDAX höhere Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*) tätigen. Dies gilt unabhängig davon, ob man die Investitionen mit der Bilanzsumme oder den Umsatzerlösen normalisiert. Die Robustheitstests ergeben in diesem Zusammenhang einige Einschränkungen: So ist dieser Effekt ausschließlich bei technologieintensiven Unternehmen, die ihren Börsengang zwischen 1998 und 2000 durchgeführt haben, zu beobachten. Weiterhin tritt er nur in der Gruppe der kleineren Unternehmen auf. Außerdem zeigt sich, dass der Effekt von der Untersuchungsperiode bzw. dem Marktumfeld abhängt. Sofern man die Stichprobe in zwei Teile trennt, tritt der Effekt zwar in den ersten sechs Jahren (zwischen 1995 und 2000) auf, nicht aber in der zweiten Untersuchungshälfte (2001 bis 2006). Dies dürfte damit zusammenhängen, dass sich die Investitionsquoten der beiden Unternehmensgruppen zwar zu Beginn der Untersuchungsperiode deutlich unterscheiden, bis zum Jahr 2006 dann aber konvergieren.

Hierbei scheinen die beobachteten Effekte vor allem durch die Teilnahme der Gründerfamilie an der Unternehmensführung getrieben zu sein. Während Familienführung einen signifikant positiven Einfluss auf die Investitionsintensität für Sachanlagen hat, haben weder Familieneigentum noch die Beteiligung der Gründerfamilie am Aufsichtsrat einen signifikanten Einfluss. Weiterhin ergibt sich ebenfalls kein *founder-CEO*-Effekt, wohl aber ist das Investitionsvolumen immer dann besonders hoch, wenn die Gründerfamilie gleichzeitig Großaktionär ist und ein Mitglied des Vorstands stellt.

Hinsichtlich der Analyse der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (normalisiert mit der Bilanzsumme bzw. der Umsatzerlöse) ergeben sich keine signifikanten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen. Hierbei basiert die Analyse lediglich auf einer Teilstichprobe der CDAX-Unternehmen in technologieintensiven Branchen (Datensatz B).

Allerdings ergibt sich zumindest ein schwach signifikant positiver Einfluss von Familieneigentum auf die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Demgegenüber hat Familienführung und -kontrolle (also die Teilnahme der Familie an der Unternehmensführung über ein Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmandat) keinen Einfluss auf die Investitionsentscheidungen in Forschungs- und Entwicklungsprojekte.[615]

Bezüglich der Diversifikationsentscheidungen wird innerhalb der vorliegenden Untersuchung zwischen einer Diversifikation in angrenzende Geschäftsfelder (z.B. unterschiedliche Geschäftsfelder im produzierenden Bereich, wie Metallprodukte und Baustoffe) und einer Diversifikation in vollkommen unterschiedliche Bereiche (wie z.B. unterschiedliche Geschäftsfelder im Dienstleistungs- und Produktionssektor) differenziert. Aufgrund der hohen Anforderungen an die Datenqualität erfolgt die Analyse anhand einer Teilstichprobe der Prime-Standard-Unternehmen in den Jahren 2002 bis 2006 (Datensatz C). Bezüglich der Investitionen in angrenzende Geschäftsbereiche ergibt sich kein statistisch signifikanter Unterschied zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen. Es zeigt sich jedoch, dass Familienunternehmen sel-

[615] Bei der Analyse der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen sowie der Diversifikationsentscheidungen wurden Familienführung und -kontrolle (d.h. die Beteiligung der Gründerfamilie im Vorstand bzw. Aufsichtsrat) aufgrund der kleineren Stichprobengröße von Datensatz B und C gemeinsam betrachtet. Vgl. ausführlich Kapitel 6.1.

tener in vollkommen unterschiedlichen Geschäftsbereichen agieren als Nicht-Familienunternehmen.[616]

Eine genauere Analyse zum Einfluss der unterschiedlichen Komponenten eines Familienunternehmens auf die Diversifikationsentscheidungen zeigt, dass Familieneigentum und Familienführung bzw. -kontrolle gegensätzliche Effekte haben können: Während Familieneigentum zu Risikoaversion und damit einhergehend zu mehr Diversifikation führt (bezogen auf das Entropy-Maß für *total* and *related diversification*), wirkt sich Familienführung bzw. -kontrolle genau gegenteilig aus. Der Einfluss der Gründerfamilie in der Unternehmensführung führt zu weniger Diversifikation (bezogen auf den Entropy-Index für *total* und *unrelated diversification*). Insofern können die in Kapitel 5.2 dargestellten Hypothesen zur Risikoaversion (Familieneigentum) bzw. zu geringeren Agency-Kosten (Familienkontrolle bzw. -führung) verworfen werden.

Hinsichtlich der Kapitalstrukturentscheidungen zeigt sich, dass Familienunternehmen im CDAX eine deutlich geringere Fremdkapitalquote aufweisen als Nicht-Familienunternehmen. Dieses Ergebnis stellt sich unabhängig von der verwendeten Definition der Fremdkapitalquote und der angewandten Methode (*pooled-OLS*-, *between*-, *within*-Schätzer) ein. Weiterhin ist das Ergebnis robust gegenüber *market-timing*-Aspekten sowie nicht-linearen Größeneffekten und hängt nicht von der Stichprobenzusammensetzung ab. Darüber hinaus zeigen zahlreiche Robustheitstests inklusive eines *matching*-Verfahrens mithilfe eines *propensity scores*, dass es sich um einen echten, sehr robusten und kausalen Effekt von Familienunternehmen handelt.

Weiterhin zeigt die Analyse der Kapitalstrukturentscheidungen, dass die niedrigere Fremdkapitalquote vor allem durch die Komponente Familienführung verursacht wird. Sowohl Familieneigentum als auch die Beteiligung der Gründerfamilie im Aufsichtsrat haben dagegen keinen statistisch signifikanten Einfluss auf Kapitalstrukturentscheidungen. Letztlich zeigt die Analyse mittels eines *matching*-Verfahrens auf Basis eines *propensity scores*, dass das Ausscheiden von Mitgliedern der Gründerfamilie aus dem Vorstand zu einer deutlichen Erhöhung der Fremdkapitalquote führt. Insofern scheint

[616] Darüber hinaus zeigt die Untersuchung von Schmid et al. (2009), dass sich keine Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich dem Niveau der geographischen Diversifikation ergeben. Die Autoren führen dies darauf zurück, dass Internationalisierung in einer globalen Welt unabhängig von der Eigentümer- und Organstruktur eines Unternehmens durch den internationalen Wettbewerbsdruck determiniert wird. Vgl. Schmid et al. (2009), S. 15 f.

es sich hier ebenfalls um einen deutlichen, kausalen Effekt der Familienführung zu handeln.

Schließlich ist die Fremdkapitalquote – in Übereinstimmung mit der Prinzipal-Agenten-Theorie als Haupterklärungsmuster – immer dann besonders niedrig, wenn die Gründerfamilie gleichzeitig als Großaktionär agiert und in der Unternehmensführung (über ein Vorstandsmandat) aktiv eingebunden ist. In einer solchen Konstellation nimmt die Gründerfamilie als Kontrolleur *monitoring*-Aktivitäten wahr und ist darüber hinaus im Vorstand vertreten. Daraus ergeben sich *convergence-of-interest*-Effekte mit den Aktionären. Weiterhin zeigt sich, dass die Beteiligung des Unternehmensgründers im Vorstand des Unternehmens zu einer signifikanten Reduzierung der Unternehmensverschuldung führt (*founder-CEO*-Effekt).

7.2 Implikationen der empirischen Untersuchung

Aus der vorliegenden Arbeit ergeben sich einige Implikationen für den noch jungen Forschungszweig zu (börsennotierten) Familienunternehmen. Darüber hinaus sind die Ergebnisse auch für Entscheidungsträger in der Politik, aber auch für Familienunternehmer selbst von Interesse.

Hohe Bedeutung börsennotierter Familienunternehmen

In erster Linie zeigt die vorliegende Untersuchung, dass Familienunternehmen in Deutschland nicht nur unter den privaten (mittelständischen Unternehmen), sondern selbst innerhalb der Gruppe der börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX ein äußerst relevantes Phänomen darstellen.[617] Über alle Unternehmen der Stichprobe hinweg halten die Gründerfamilien im Durchschnitt rund 18% der Stimmrechte. Sofern man nur die Familienunternehmen betrachtet, erhöht sich der durchschnittliche Eigentumsanteil der Gründerfamilien sogar auf 38%. Damit stellen die Gründerfamilien die bei weitem bedeutendste Aktionärsgruppe börsennotierter deutscher Unternehmen dar.[618] Das zeigt sich auch daran, dass die Gründerfamilien – selbst zu diesem

[617] Zu einem ähnlichen Befund auf Basis einer Stichprobe aller CDAX-Unternehmen von 1998 bis 2008 kommt die Studie von Achleitner et al. (2009b). Vgl. Achleitner et al. (2009b), S. 65-67.

[618] Eine ähnlich bedeutende Aktionärsgruppe stellen die Unternehmensinsider dar. Allerdings gibt es eine hohe Überschneidung zwischen den Aktionärskategorien der Gründerfamilien und der Unter-

fortgeschrittenen Zeitpunkt im Lebenszyklus der Unternehmen, nämlich nach dem Börsengang – immer noch auf rund die Hälfte der börsennotierten Unternehmen einen erheblichen Einfluss ausüben.

Dabei ist die Gruppe der börsennotierten Familienunternehmen selbst heterogen. Sie beinhaltet Familienunternehmen mit einer langen Tradition, wie z.B. Henkel und Familienunternehmen mit einer vergleichsweise kurzen Unternehmenshistorie, wie z.B. SAP. Dementsprechend unterscheiden sich die Familienunternehmen auch danach, welche Familiengeneration und wie viele Familienmitglieder in das Unternehmen involviert sind. Während Henkel in der fünften Familiengeneration ist, befindet sich SAP noch immer in der ersten Familiengeneration. Der Unternehmensgründer Dietmar Hopp nimmt hier immer noch selbst eine Aufsichtsratsfunktion wahr. Weiterhin unterscheiden sich die Familienunternehmen auch darin, wie stark der Einfluss der Gründerfamilie auf das Unternehmen ist. Während die Gründerfamilie in einigen Familienunternehmen lediglich Eigentümer ist, greift sie in anderen Familienunternehmen aktiv in die Unternehmenskontrolle bzw. Unternehmensführung ein. Die vorliegende empirische Analyse belegt, dass dies relativ häufig der Fall ist. So nimmt die Gründerfamilie in rund 70% aller Familienunternehmen im CDAX ein Vorstandsmandat wahr und in 40% aller Familienunternehmen ein Aufsichtsratsmandat. Darüber hinaus zeigt die Analyse, dass Familienunternehmen in bestimmten Branchen überrepräsentiert sind und in anderen unterrepräsentiert.

Unterschiede in der Unternehmenspolitik

Nachdem die empirische Kapitalmarktforschung lange Zeit durch das von Berle und Means (1932) geprägte Bild der Publikumsgesellschaften mit atomisierter Eigentümerstruktur geprägt war, ist die systematische Analyse börsennotierter Familienunternehmen noch ein vergleichsweise junges Forschungsgebiet. Die Mehrheit der bisherigen Untersuchungen hat sich in den letzten zehn Jahren den Unterschieden in der (finanziellen und operativen) Performance gewidmet, ohne hierfür jedoch Gründe in der Unternehmenspolitik zu untersuchen. Die vorliegende Arbeit zeigt jedoch, dass sich börsennotierte Familienunternehmen (zumindest in Deutschland) nicht nur hinsichtlich

nehmensinsider. Vgl. Kapitel 2.1 zu einer Abgrenzung. Vor allem in den ersten Jahren der Untersuchung haben darüber hinaus auch strategische Investoren eine ähnlich bedeutende Aktionärsgruppe dargestellt.

der Unternehmensperformance,[619] sondern auch in unterschiedlichen Dimensionen der Unternehmenspolitik wesentlich von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden. Hierbei scheinen sich typische Charakteristika von Familienunternehmen – wie etwa das geringere Niveau an Prinzipal-Agenten-Konflikten zwischen Aktionären und Unternehmensführung, langfristige Orientierung und Risikoaversion – tatsächlich auf unternehmerische Entscheidungen auszuwirken. Diese Unterschiede in der Unternehmenspolitik (z.B. bezüglich Kapitalstruktur-, Diversifikations- und Investitionsentscheidungen) können unter Umständen zur Erklärung der beobachteten Unterschiede im Unternehmenserfolg beitragen. Wenn man z.B. die empirischen Befunde zur Existenz von Konglomeratsabschlägen einbezieht,[620] könnte die größere Fokussierung auf wenige Kerngeschäftsfelder zur Erklärung von Performanceunterschieden beitragen. Den Zusammenhang zwischen Eigentümer- und Organstruktur, unternehmerischen Entscheidungen und der finanziellen Performance noch stärker herzustellen, ist sicherlich ein viel versprechendes Feld für die zukünftige Forschung.

Einfluss von Familieneigentum, Familienkontrolle und Familienführung

Bisherige Forschungsarbeiten zu börsennotierten Familienunternehmen haben bisher hauptsächlich Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen analysiert. Der Einfluss der Gründerfamilie auf ein Unternehmen kann jedoch vielfältig sein. Die Gründerfamilie kann ein Großaktionär sein, das professionelle, familienexterne Management über ein Aufsichtsratsmandat kontrollieren oder über ein Vorstandsmandat selbst aktiv in die Unternehmenspolitik eingreifen.

Die vorliegende Untersuchung geht in den vorgenommenen Analysen genau auf den unterschiedlichen Einfluss dieser Komponenten ein. Hierbei ist zunächst nicht überraschend, dass der direkte Einfluss der Gründerfamilie über eine Beteiligung an der Unternehmensführung einen sehr starken Einfluss hat – nahezu unabhängig von der untersuchten Dimension der Unternehmenspolitik.

Dagegen ist überraschend, dass die Komponenten Familieneigentum und Familienkontrolle bzw. -führung auf manche unternehmerischen Entscheidungen sogar gegensätz-

---

[619] Diese Feststellung zu den Performanceunterschieden bezieht sich im Allgemeinen auf die vorgenommene Literaturanalyse und im Speziellen für Deutschland vor allem auf die Arbeiten von Jaskiewicz (2006), Andres (2008b) und Leiber (2008).

[620] Vgl. hierzu Kapitel 4.1.

liche Auswirkungen haben können. Demnach führt Familieneigentum aufgrund der damit verbundenen Risikoaversion tendenziell zu mehr Diversifikation, während Familienführung und -kontrolle aufgrund der damit einhergehenden Reduzierung der Prinzipal-Agenten-Konflikte zu weniger Diversifikation führt.[621] In jedem Fall sollte man – auf Basis der vorliegenden Ergebnisse – in zukünftigen Untersuchungen den Einfluss der unterschiedlichen Komponenten separat analysieren. Im Prinzip könnte man die Ergebnisse der eigenen Untersuchung auch als ein Plädoyer weg von einer dichotomen Definition hin zu einer kontinuierlichen Definition eines Familienunternehmens deuten. Eine solche Definition sollte das Ziel haben, den Einfluss der Gründerfamilie möglichst genau zu messen.[622]

Familienaktionäre unterscheiden sich von anderen Großaktionären und *insider ownership*

In der vorliegenden Untersuchung wird nicht nur der Einfluss von Familienaktionären auf die Unternehmenspolitik analysiert, sondern auch der Einfluss anderer Großaktionäre (wie etwa strategische Investoren, Banken, Versicherungen und andere Finanzdienstleister sowie sonstige Privatinvestoren). Hierbei zeigt sich, dass andere Großeigentümer einen deutlich geringeren Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen haben als Familienaktionäre. Dieses Ergebnis ist robust – unabhängig davon, ob der Einfluss dieser Großaktionäre mittels ihrer kumulierten Stimmrechte gemessen wird oder ob man anstelle der Eigentumsanteile z.B. die Anzahl der Blockaktionäre als Kontrollgröße verwendet. Das lässt darauf schließen, dass sich Familienaktionäre wesentlich von anderen Blockaktionären unterscheiden, insbesondere dahingehend, dass sie durch die Beteiligung der Familienmitglieder an der Unternehmensführung häufig aktiv Einfluss auf das Unternehmen ausüben.

[621] Vgl. hierzu im Detail Kapitel 6.6.2.

[622] Vgl. hierzu die ausführliche Diskussion zur Definition eines Familienunternehmens in Kapitel 2.

Börsengang von Familienunternehmen als Alternative für die Unternehmensfinanzierung und Nachfolgeregelung

Zahlreiche Untersuchungen haben gezeigt, dass die Unternehmensnachfolge ein besonders kritisches Ereignis für den Erfolg von Familienunternehmen darstellt.[623] Nach aktuellen Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn ist der Bedarf an Nachfolgelösungen innerhalb der größeren mittelständischen Familienunternehmen mit Umsatzerlösen von mindestens 500.000 Euro in Deutschland erheblich. So soll die Suche nach einer geeigneten Unternehmensnachfolge allein zwischen 2004 und 2009 rund 80.000 Familienunternehmen einer solchen Größenordnung betroffen haben.[624]

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass es Gründerfamilien durchaus erfolgreich gelingt, auch nach einem Börsengang – zum Teil über Generationen hinweg – erfolgreich Einfluss auf das Familienunternehmen zu behalten. Insofern kann der Börsengang durchaus eine Alternative für die Unternehmensnachfolge in großen, kapitalmarktfähigen Familienunternehmen darstellen. Die Unternehmensgründer können auch in börsennotierten Gesellschaften selbst weiterhin maßgeblich Einfluss auf die Unternehmenspolitik ausüben und sich gleichzeitig, z.B. durch einen Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat, schrittweise aus dem operativen Tagesgeschäft zurückziehen. Dabei besteht die Möglichkeit, Nachkommen oder Verwandte in den Vorstand des Familienunternehmens zu integrieren. So kann die Gründerfamilie nicht nur in die Unternehmenskontrolle, sondern auch in die Unternehmensführung weiterhin aktiv eingebunden bleiben und wichtige unternehmenspolitische Entscheidungen mitbestimmen. Darüber hinaus bietet der Börsengang eine hervorragende Möglichkeit, die Eigenkapitalbasis zu stärken und zukünftiges Wachstum und Innovationen zu finanzieren.[625]

---

[623] Vgl. hierzu den Literaturüberblick in Kapitel 4.1.

[624] Vgl. hierzu Schlömer et al. (2008), S. 155.

[625] Kaserer und Lenz (2009) argumentieren, dass eine gute Eigenkapitalausstattung der Wachstums- und Innovationsfinanzierung dient und zusätzlich Insolvenzschutz bietet. Um dies zu belegen, analysieren die Autoren Unternehmen, die zwischen den Jahren 2004 und 2006 einen Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse durchgeführt haben und beziehen die beiden Jahre vor und nach dem Börsengang in ihre Analyse ein. Sie legen dar, dass die durch den Börsengang aufgenommen Mittel massiv zur Finanzierung zukünftigen Wachstums und zur Stärkung der Eigenkapitalbasis verwendet wurden. Beispielsweise haben sich das Investitionsvolumen, die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie für Akquisitionen der rund 100 betrachteten Unternehmen nach dem Börsengang genauso erhöht wie die gesamten Umsatzerlöse, die Auslandsumsätze sowie die Anzahl der Mitarbeiter. Schließlich hat der Börsengang auch die Eigenkapitalquote und damit den

Die Anzahl der Börsengänge war in den letzten Jahren in Deutschland allerdings vergleichsweise gering. Angesichts der Existenz zahlreicher privater großer, börsenfähiger Familienunternehmen in Deutschland zeigt dies,[626] dass viele Familienunternehmer einem Börsengang nach wie vor mit Skepsis gegenüber stehen. Neben dem bereits erläuterten Aspekt, dass damit eine interessante Alternative zur Regelung der Unternehmensnachfolge sowie zur Wachstums- und Innovationsfinanzierung weitgehend unbeachtet bleibt, hat dies erhebliche Konsequenzen für die Weiterentwicklung organisierter Kapitalmärkte in Deutschland. Nach dem Boom der Technologiebörsen in den Jahren 1998 bis 2000 stagniert nämlich – wie die geringe Anzahl an IPOs in den letzten Jahren zeigt – die Entwicklung des Primärmarkts für Eigenkapital in Deutschland, obwohl dies auf Basis eines internationalen Vergleichs nicht auf eine mangelnde Attraktivität der Börsenstrukturen zurückzuführen sein dürfte.[627] Die Gründe dafür, dass der organisierte Markt für Eigenkapital in Deutschland nach wie vor unterentwickelt ist, können natürlich vielfältig sein: Es könnte daran liegen, dass das Angebot an Kapital oder die Nachfrage nach Kapital zu gering ist. Schließlich könnte es auch sein, dass die institutionellen Rahmenbedingungen eine weitere Entwicklung des Kapitalmarkts behindern.

Sofern die Unterentwicklung des Kapitalmarkts mit der Nachfrage verbunden ist,[628] könnten Familienunternehmer für wertvollen Nachschub an börsenfähigen Unternehmen sorgen. Die Bereitschaft der Gründer- bzw. Unternehmerfamilie, im Zuge eines Börsengangs einen Teil ihres Einflusses abzugeben und Unternehmensinformationen einem breitem Publikum an Kapitalanlegern zur Verfügung zu stellen, ist aber eine

---

Finanzierungsspielraum der analysierten Unternehmen erhöht. Dies hängt damit zusammen, dass in der Hälfte aller Börsengänge eine massive Kapitalerhöhung stattgefunden hat: Bei 50% der IPOs betrug der Anteil junger Aktien mindestens 80% am Platzierungsvolumen. Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 85-100.

[626] Laut einer Untersuchung des Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) in Bonn haben die 500 größten deutschen Familienunternehmen im Jahr 2005 allein 11% der Umsatzerlöse aller deutschen Unternehmen erwirtschaftet und 9% aller Arbeitnehmer beschäftigt. Aus der vom IfM veröffentlichten Liste dieser 500 größten Familienunternehmen in Deutschland ist bisher lediglich ein geringer Anteil börsennotiert. Dies unterstreicht das ausgeprägte Kapitalmarktpotenzial großer Familienunternehmen in Deutschland. Vgl. Wallau et al. (2007), S. 40. Die Liste der 500 größten Familienunternehmen ist auf der Homepage der Stiftung Familienunternehmen zum Download verfügbar (www.familienunternehmen.de).

[627] Vgl. Kaserer und Schiereck (2006, 2007, 2008).

[628] Zum Beispiel zeigen Kaserer und Lenz (2009), dass in anderen Ländern – wie etwa Japan und Großbritannien – gerade der Primärmarkt für kleine und mittlere Unternehmen in den letzten Jahren deutlich stärker gewachsen ist als in Deutschland. Vgl. Kaserer und Lenz (2009), S. 39.

Conditio sine qua non für die Unternehmensfinanzierung von Familienunternehmen über die Börse. Nur wenn diese Bereitschaft vorhanden ist, können große, börsenfähige Familienunternehmen in Zukunft helfen, die kontinentaleuropäische Finanzierungskultur in Deutschland, die traditionell durch langjährige Hausbankenbeziehungen geprägt ist, ggf. in den nächsten Jahren erfolgreich durch Elemente eines marktorientierten Finanzsystems zu ergänzen. In diesem Sinn könnten Familienunternehmen auf der Nachfrageseite zumindest dazu beitragen, die Unterentwicklung des organisierten Markts für Eigenkapital in Deutschland schrittweise zu beseitigen.

Berücksichtigung dieser Bedeutung in der Corporate Governance

Wie in Kapitel 3.4 ausführlich erläutert, hat sich in den letzten 15 Jahren eine umfangreiche Diskussion zur Ausgestaltung der Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen entwickelt. Die in diesen Prozess involvierten Parteien, allen voran die Mitglieder der Regierungskommission Corporate Governance, aber auch die politischen Entscheidungsträger selbst, sollten sich der hohen Bedeutung börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland bewusst sein. Die Ergebnisse dieser Arbeit zeigen sehr deutlich, dass es für Gründerfamilien von erheblicher Bedeutung ist, über die Eigentumsanteile hinausgehende, effektive Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmenspolitik zu haben (z.B. in Form von Vorstands- und Aufsichtsratsmandaten). Deshalb ist durchaus kritisch zu hinterfragen, ob für Familienunternehmen immer die gleichen gesetzlichen Regelungen greifen sollten wie für Nicht-Familienunternehmen. Ein Beispiel soll dies erläutern: Im Allgemeinen gilt es als ein Zeichen von schlechter Corporate Governance, wenn der Vorstandsvorsitzende im Anschluss an seine Amtszeit direkt in den Aufsichtsrat des Unternehmens wechselt oder sogar den Vorsitz dieses Gremiums übernimmt.[629] Erstens wird er kein Interesse daran haben, als Kontrolleur Fehler aufzudecken, die ggf. noch in seine eigene Verantwortung als Vorstandsvorsitzender fallen. Zweitens steht er ggf. einem Nachfolger, den er unter Umständen selbst aufgebaut oder zumindest mitausgesucht hat, ggf. weniger kritisch gegenüber als externe Aufsichtsratsmitglieder (bzw. -vorsitzende). Das neue, im Juni 2009 verab-

[629] Diese Praxis war in den Jahren 1995 bis 2004 vor allem bei den DAX-Unternehmen sehr gebräuchlich. Dort wechselten ehemalige Vorstandsvorsitzende in mehr als der Hälfte aller Fälle direkt auf den Posten des Aufsichtsratsvorsitzenden. Bei den DAX 100-Unternehmen ist dieses Phänomen in dem Zehn-Jahres-Zeitraum immerhin noch in einem Drittel der Fälle aufgetreten. Vgl. Bresser und Thiele (2008), S. 186.

schiedete, „Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)“ sieht daher durch eine Ergänzung des § 100 II AktG prinzipiell eine zweijährige Karenzzeit für den Wechsel von Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat börsennotierter Unternehmen vor. Es kann daher also in Zukunft niemand ein Aufsichtsratsmandat übernehmen, der in den letzten zwei Jahren ein Vorstandsmandat in derselben börsennotierten Gesellschaft innehatte.

Im Kontext von Familienunternehmen mag ein direkter Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat allerdings durchaus sinnvoll sein. Erstens erlaubt es ein solcher Wechsel der Gründerfamilie, weiterhin wichtige unternehmerische Entscheidungen mitzubestimmen und nachfolgende Manager besser zu überwachen. Zweitens stellt ein solcher Wechsel für Mitglieder der Gründerfamilie eine Möglichkeit dar, die Unternehmensnachfolge schrittweise zu regeln ohne jedoch „von heute auf morgen“ vollkommen an Einfluss zu verlieren. Diesen beiden Aspekten trägt das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) Rechnung: Der neu einzufügende § 100 II S. 1 Nr. 4 des AktG sieht eine Ausnahme für solche Aufsichtsratsmitglieder vor, die auf Vorschlag von Aktionären gewählt werden, die mehr als 25% der Stimmrechte der Gesellschaft halten. Dieser Ausnahmetatbestand für einen Wechsel eines dominierenden Eigentümers vom Vorstand in den Aufsichtsrat kommt sicherlich insbesondere börsennotierten Familienunternehmen zugute.[630]

Relevanz der Eigentümer- und Organstruktur (*ownership and board structure matter*s)

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass die Eigentümer- und Organstruktur einen erheblichen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen börsennotierter Unternehmen hat („*ownership and board structure matters*“). Andere Untersuchungen argumentieren darüber hinaus, dass die Eigentümer- und Organstruktur letztlich auch den Unternehmenserfolg beeinflusst. Aus diesem Grund spricht aus einer regulatorischen

[630] Der genaue Wortlaut der einzufügenden Nr. 4 in § 100 II S. 1 AktG lautet: [Mitglied des Aufsichtsrats kann nicht sein, wer] in den letzten zwei Jahren Vorstandsmitglied derselben börsennotierten Gesellschaft war, es sei denn, seine Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären, die mehr als 25 Prozent der Stimmrechte an der Gesellschaft halten. Vgl. Clifford Chance (2009), S. 3. Zur Diskussion dieses Sachverhaltes in der Tagespresse vgl. unter anderem Grabitz (2009) in Die Welt vom 18. Mai.

Perspektive viel dafür, Regelungen zu schaffen, die Anlegern diesen wichtigen Aspekt der Corporate Governance möglichst transparent machen.

Dem hat der Gesetzgeber in den letzten Jahren bereits Rechnung getragen: Erstens hat er dafür gesorgt, dass mit dem Jahr 2007 durch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG) zum einen die initiale Meldeschwelle für Eigentumsanteile von 5% auf 3% reduziert wurde. Zum anderen existieren durch das TUG mittlerweile zahlreiche Meldeschwellen bei 5, 10, 15, 20, 25, 30 und 50%, anhand derer man Veränderungen in den Eigentumsanteilen bedeutender Aktionäre besser nachvollziehen kann als früher. Zweitens hat der Gesetzgeber darüber hinaus dafür gesorgt, dass nicht nur die Transparenz über die Entwicklung der Eigentümerstruktur, sondern auch über andere Incentivierungsmechanismen verbessert wurde. So hat der Gesetzgeber durch die Einführung des Vorstands-Offenlegungsvergütungsgesetzes (VorstOG) im Jahr 2005 bewirkt, dass börsennotierte Unternehmen die Vergütungsstrukturen ihrer Vorstandsmitglieder detailliert und individualisiert offen legen müssen. Ergänzende Regelungen – auch unter Berücksichtigung der Erfahrungen aus der Finanzkrise – hat der Gesetzgeber mit dem aktuell diskutierten Gesetzesentwurf zum „Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)“ auf den Weg gebracht.[631]

Investoren in Familienunternehmen

Damit es gelingt, Familienunternehmer zunehmend von einem Börsengang als alternative Form der Unternehmensfinanzierung und -nachfolge zu überzeugen, ist die Wahrnehmung eigentümergeführter Unternehmen an organisierten Kapitalmärkten entscheidend. In den letzten Jahren haben sich daher vermehrt Aktienindizes etabliert, welche die Performance von eigentümergeführten Unternehmen bzw. Familienunternehmen abbilden. Beispiele dafür sind der German Entrepreneurial Index (GEX), lange Zeit auch der Swiss Entrepreneurial Index (SEX) oder in letzter Zeit der sog. HA-Fix bzw. der Credit Suisse Family Index. Diese Style-Indizes bilden die Performance eigentümergeführter börsennotierter Unternehmen ab und erfüllen eine wichtige Informations- und Benchmarkfunktion für Familienunternehmer, Venture-Capital- und

[631] Vgl. hierzu das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG) bzw. die einschlägige Richtlinie der Europäischen Union 2004/109/EG, das Vorstands-Offenlegungsvergütungsgesetz (VorstOG) sowie die Formulierungshilfe zum RegE Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG).

Private-Equity-Gesellschaften sowie andere Investoren.[632] Nachdem – wenn auch in bisher geringem Umfang – Finanzprodukte auf diese Indizes eingeführt und gehandelt wurden, zeigt dies, dass durchaus Investoreninteresse an dieser Unternehmensgruppe besteht. Die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit können dazu beitragen, solchen Investoren ein besseres Verständnis dieser volkswirtschaftlich bedeutenden Unternehmensgruppe der Familienunternehmen zu vermitteln.

7.3 Ausblick und weiterer Forschungsbedarf

Das interdisziplinäre Forschungsfeld zu (börsennotierten) Familienunternehmen ist nach wie vor jung und bietet daher in Zukunft genügend Raum für weitere (theoretische und empirische) Analysen, die an der eigenen Untersuchung anschließen können. Einige der offenen Forschungsfragen sollen hier ausblicksartig skizziert werden.

Die vorliegende Untersuchung basiert z.B. auf der Annahme, dass die Gründerfamilie regelmäßig einen signifikanten Anteil des Familienvermögens in das Familienunternehmen investiert und daher ein undiversifizierter Investor ist. Daraus kann man folgern, dass die Gründerfamilien den idiosynkratischen Risiken ihrer Unternehmen in besonderem Maß ausgesetzt sind. Sicherlich würde es zur theoretischen Untermauerung dieser häufig gewählten Argumentation beitragen, wenn zukünftige Forschungsarbeiten diesen Gedanken der Risikoaversion von Unternehmerfamilien aufgreifen und mittels detaillierter Daten zur Portfoliodiversifikation der Gründerfamilien auch für Deutschland empirisch belegen könnten.

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit börsennotierten Familienunternehmen. Obwohl man vermuten kann, dass private Familienunternehmen ihre Unternehmenspolitik ähnlich gestalten, ist letztlich unklar, ob man die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit auf private Familienunternehmen übertragen kann. Eine natürliche Erweiterung besteht daher in der Übertragung der hier untersuchten Dimensionen der Unternehmenspolitik auf das Feld der privaten Familienunternehmen (in Deutschland).

Weiterhin bedient sich die vorliegende Untersuchung einer in der Literatur üblichen Definition eines Familienunternehmens, die auf den Eigentumsanteil der Gründerfamilie und deren Beteiligung an der Unternehmensführung abzielt (*founding-family-*

[632] Vgl. zur Bedeutung von Style-Indizes zur Wahrnehmung eigentümergeführter Unternehmen an öffentlichen Kapitalmärkten z.B. Achleitner und Ampenberger (2006).

Konzept). Eine ebenso etablierte Definition bedient sich dagegen des *ultimate-ownership*-Konzepts. Demnach kann man ein Unternehmen als ein Familienunternehmen bezeichnen, wenn eine Familie (z.B. unter Einsatz von Pyramidenstrukturen oder unterschiedlichen Aktiengattungen) einen bestimmten Stimmrechtsanteil des Unternehmens (z.B. 10% oder 20%) alleine kontrolliert. Es wäre sicherlich interessant zu überprüfen, ob die Ergebnisse dieser Untersuchungen auch unter Verwendung einer *ultimate-ownership*-Definition konstant bleiben. Ein solcher Vergleich, inwieweit die beiden wesentlichen Definitionen im Kontext börsennotierter Familienunternehmen zu gleichen Implikationen führen, liegt bisher weder für Deutschland noch für andere Länder vor.

Nahe liegend ist es ebenfalls, die Untersuchung auf eine Analyse anderer Dimensionen der Unternehmenspolitik, wie etwa der Übernahme gesellschaftlicher und sozialer Verantwortung (*corporate social responsibility*), Personalpolitik oder Vergütungsstrukturen, auszuweiten.

Die vorliegende Untersuchung zeigt sehr deutlich, dass sich Familienunternehmen in wesentlichen Aspekten der Unternehmenspolitik sehr stark von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden. Obwohl diese Ergebnisse sehr robust sind, fällt die Interpretation nicht immer leicht. Die Ergänzung des empirischen Designs – das bisher allein auf einer quantitativen Analyse von Sekundärdaten beruht – um qualitative Elemente und die Erhebung von Primärdaten (z.B. mittels einer schriftlichen Befragung, Experteninterviews oder Fallstudien) könnte sicherlich zu einer noch besseren Interpretation der vorliegenden empirischen Befunde beitragen.

Eine spannende Frage – der man allerdings erst in einiger Zeit sinnvoll nachgehen kann – ist gewiss, ob die beobachteten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen dazu beitragen können, dass Familienunternehmen aufgrund ihrer Kontinuität, langfristigen Orientierung und unterschiedlichen Risikoeinstellung ggf. besser durch die aktuelle und andauernde (Finanz)Krise steuern können. Zumindest sollte ihnen ihre durchschnittlich bessere Eigenkapitalausstattung dabei behilflich sein.

Unabhängig vom Forschungsfeld der Familienunternehmen gilt es in Zukunft, ein noch besseres Verständnis nicht nur zur Funktionsweise einzelner Corporate-Governance-Mechanismen aufzubauen, sondern auch die Interaktion dieser Mecha-

nismen besser zu verstehen.[633] Die vorliegende Untersuchung bezieht sich in dieser Hinsicht hauptsächlich auf einen Corporate-Governance-Mechanismus: die Eigentümer- und Organstruktur. Zielsetzung zukünftiger Forschung im Bereich Corporate Governance sollte es daher sein, das in Kapitel 3.3 dargestellte Spektrum der Corporate-Governance-Mechanismen in seiner Gänze noch stärker zu berücksichtigen. Dabei ist es unerlässlich, das Zusammenspiel einzelner Mechanismen detailliert zu analysieren. In diesem Sinn ist es sinnvoll, eine Untersuchung der Eigentümer- und Organstruktur um andere wichtige Aspekte wie etwa Übernahmeaktivitäten, Vergütungselemente oder den Wettbewerb auf dem Markt für Manager bzw. auf den Produktmärkten zu

[633] Vgl. hierzu auch Agrawal und Knoeber (1996), S. 380-382.

Anhang

A Entwicklung der Eigentümer- und Organstrukturen[634]

Tabelle 42: Robustheitstest zur Eigentümerkonzentration
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Eigentümerkonzentration aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX (Datensatz A) von 1995 bis 2006. Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, deren Börsengang vor dem Jahr 1998 stattgefunden hat. Dabei wird für jedes Jahr und jedes Maß zur Eigentümerkonzentration das arithmetische Mittel (und der Median) angegeben. Als Maße für Eigentümerkonzentration dienen der Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs (C1), der kumulierte Stimmrechtsanteil der drei größten Aktionäre (C3), ein Herfindahl-Index der Stimmrechtsanteile sowie der Streubesitz.

Jahr	N	C1	C3	Herfindahl	Streubesitz
1995	230	0,5511	0,6647	0,3867	0,3201
		(0,5162)	(0,7000)	(0,3250)	(0,2853)
1996	235	0,5402	0,6507	0,3763	0,3331
		(0,5295)	(0,6900)	(0,3130)	(0,2857)
1997	250	0,5543	0,6507	0,3865	0,3366
		(0,5610)	(0,6765)	(0,3465)	(0,2951)
1998	250	0,5667	0,6567	0,4058	0,3289
		(0,5630)	(0,6850)	(0,3500)	(0,2837)
1999	253	0,5615	0,6533	0,3991	0,3323
		(0,5600)	(0,6775)	(0,3435)	(0,2820)
2000	253	0,5798	0,6716	0,4247	0,3124
		(0,5941)	(0,7010)	(0,3600)	(0,2576)
2001	246	0,5776	0,6685	0,4244	0,3183
		(0,5500)	(0,7065)	(0,3340)	(0,2631)
2002	230	0,5472	0,6704	0,4002	0,3004
		(0,3770)	(0,7150)	(0,2900)	(0,2571)
2003	211	0,5190	0,6495	0,3748	0,3158
		(0,5000)	(0,6810)	(0,2730)	(0,2648)

[634] Die Robustheitstests in diesem Abschnitt zeigen die Entwicklung der Eigentümer- und Organstruktur für solche Nicht-Finanzunternehmen des CDAX, die ihren Börsengang bereits vor dem Jahr 1998 hatten. Es handelt sich also um eine Gruppe etablierter CDAX-Unternehmen aus weniger technologieintensiven Branchen. Überraschend ist, dass die Anzahl der Beobachtungen in manchen Fällen auch nach 1998 noch zunimmt (obwohl per Definition der Teilstichprobe keine Zugänge durch Börsengänge mehr auftreten können). Dies liegt an der Datenqualität des Hoppenstedt Aktienführer. In den älteren Ausgaben finden sich nämlich zu sehr wenigen Unternehmen noch keine vollständigen Angaben. Dieses Phänomen ist für die Zunahme der Beobachtungen verantwortlich. In den jüngeren Ausgaben des Hoppenstedt Aktienführer tritt dieses Problem nicht mehr auf.

Fortsetzung Tabelle 42: Robustheitstest zur Eigentümerkonzentration
Quelle: Eigene Darstellung

Jahr	N	C1	C3	Herfindahl	Streubesitz
2004	201	0,5162 (0,5000)	0,6401 (0,6720)	0,3722 (0,2700)	0,3261 (0,2668)
2005	189	0,4829 (0,4701)	0,6005 (0,6460)	0,3271 (0,2540)	0,3581 (0,3000)
2006	178	0,4627 (0,4510)	0,5757 (0,6070)	0,3052 (0,2275)	0,3949 (0,3415)

Tabelle 43: Robustheitstest zu den Blockaktionären
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Blockaktionäre (mit einem Stimmrechtsanteil von mindestens 5%) für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX während der Untersuchungsperiode von 1995 bis 2006. Dabei werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, deren Börsengang vor dem Jahr 1998 stattgefunden hat. Für jedes Jahr wird die Anzahl der Unternehmen in der Stichprobe (bzw. deren relativer Anteil in Klammern) mit 0, 1, 2, 3, 4, 5 oder mehr als 5 Blockaktionären wiedergegeben. N bezeichnet die Anzahl der betrachteten Unternehmen im jeweiligen Jahr.

Jahr	N	0	1	2	3	4	5	mehr als 5
1995	230	2 (0,01)	118 (0,51)	56 (0,24)	28 (0,12)	17 (0,07)	4 (0,02)	5 (0,02)
1996	235	3 (0,01)	119 (0,51)	56 (0,24)	31 (0,13)	16 (0,07)	5 (0,02)	5 (0,02)
1997	250	5 (0,02)	132 (0,53)	58 (0,23)	36 (0,14)	9 (0,04)	7 (0,03)	3 (0,01)
1998	256	6 (0,02)	143 (0,56)	52 (0,2)	33 (0,13)	11 (0,04)	7 (0,03)	4 (0,02)
1999	260	7 (0,03)	148 (0,57)	42 (0,16)	39 (0,15)	12 (0,05)	10 (0,04)	2 (0,01)
2000	253	7 (0,03)	131 (0,52)	52 (0,21)	40 (0,16)	13 (0,05)	8 (0,03)	2 (0,01)
2001	246	7 (0,03)	121 (0,49)	63 (0,26)	34 (0,14)	13 (0,05)	6 (0,02)	2 (0,01)
2002	230	4 (0,02)	89 (0,39)	50 (0,22)	50 (0,22)	21 (0,09)	8 (0,03)	8 (0,03)
2003	211	1 (0,00)	82 (0,39)	50 (0,24)	43 (0,2)	18 (0,09)	8 (0,04)	9 (0,04)
2004	201	2 (0,01)	77 (0,38)	53 (0,26)	31 (0,15)	21 (0,1)	8 (0,04)	9 (0,04)
2005	189	7 (0,04)	58 (0,31)	46 (0,24)	37 (0,2)	21 (0,11)	13 (0,07)	7 (0,04)
2006	178	7 (0,04)	58 (0,33)	49 (0,28)	29 (0,16)	23 (0,13)	8 (0,04)	4 (0,02)

Tabelle 44: Robustheitstest zu den Kontrollschwellen
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle stellt dar, wie viele Nicht-Finanzunternehmen des CDAX (Panel A) während der Untersuchungsperiode Aktionäre entlang relevanter Kontrollschwellen haben. Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, deren Börsengang vor dem Jahr 1998 stattgefunden hat. Für jedes Jahr werden die Anzahl der Unternehmen (bzw. deren relativer Anteil in der Stichprobe) dargestellt, in denen ein Aktionär eine qualifizierte Mehrheit, eine einfache Mehrheit, eine Sperrminorität oder zumindest 5% der Stimmrechte hält.

Jahr	N	Qualifizierte Mehrheit	Einfache Mehrheit	Sperrminorität	5%-Stimmrechtsblock
1995	230	63	150	203	228
		(0,27)	(0,65)	(0,88)	(0,99)
1996	235	62	146	204	232
		(0,26)	(0,62)	(0,87)	(0,99)
1997	250	72	164	214	245
		(0,29)	(0,66)	(0,86)	(0,98)
1998	256	83	167	219	256
		(0,32)	(0,65)	(0,86)	(1,00)
1999	260	85	159	225	260
		(0,33)	(0,61)	(0,87)	(1,00)
2000	253	88	156	219	253
		(0,35)	(0,62)	(0,87)	(1,00)
2001	246	87	148	212	246
		(0,35)	(0,6)	(0,86)	(1,00)
2002	230	74	129	193	230
		(0,32)	(0,56)	(0,84)	(1,00)
2003	211	58	110	168	211
		(0,27)	(0,52)	(0,8)	(1,00)
2004	201	61	106	159	201
		(0,3)	(0,53)	(0,79)	(1,00)
2005	189	51	96	145	189
		(0,27)	(0,51)	(0,77)	(1,00)
2006	178	42	88	135	178
		(0,24)	(0,49)	(0,76)	(1,00)

Tabelle 45: Robustheitstest zur Eigentümerstruktur (Stimmrechte)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle stellt die Entwicklung der Aktionärsstrukturen (anhand der Stimmrechte) der Nicht-Finanzunternehmen im CDAX von 1995 bis 2006 dar. Es werden dabei nur solche Unternehmen einbezogen, deren Börsengang vor dem Jahr 1998 stattgefunden hat. Die Summe der einzelnen Aktionärskategorien (ohne den Eigentumsanteilen der ausländischen Investoren) beträgt 100%, wobei sich rundungsbedingt minimale Differenzen ergeben können. Alle Angaben sind in Prozent.

Jahr	N	Vorstand	Aufsichts-rat	strategische Investoren	Banken	Versicher-ungen	VC und PE	Stiftungen	Institutionelle Investoren	Privat-investoren	Sonstige	Streubesitz	Ausländische Investoren
1995	230	10,32%	9,20%	31,17%	3,74%	1,36%	2,19%	0,44%	1,28%	4,58%	3,70%	32,01%	10,16%
1996	235	10,18%	9,70%	28,88%	3,76%	1,47%	1,69%	0,33%	1,62%	5,38%	3,72%	33,30%	9,36%
1997	250	12,28%	8,21%	28,39%	2,86%	1,36%	2,11%	0,38%	1,79%	5,20%	3,75%	33,66%	10,31%
1998	256	11,71%	8,32%	30,12%	2,83%	1,20%	2,13%	0,06%	1,66%	5,38%	3,69%	32,87%	11,17%
1999	260	10,65%	9,26%	30,30%	2,22%	1,09%	1,78%	0,14%	2,27%	5,38%	3,65%	33,22%	8,56%
2000	253	9,29%	10,84%	29,03%	2,85%	1,07%	3,80%	0,13%	2,73%	5,35%	3,66%	31,24%	6,93%
2001	246	9,59%	10,84%	29,38%	2,74%	1,07%	3,38%	0,14%	2,51%	5,25%	3,24%	31,83%	7,44%
2002	230	9,11%	10,82%	27,82%	3,40%	1,34%	3,44%	0,60%	3,99%	6,29%	3,14%	30,04%	8,87%
2003	211	9,09%	11,55%	25,85%	3,49%	1,40%	3,43%	0,72%	4,53%	5,60%	2,74%	31,57%	9,21%
2004	201	8,58%	11,68%	23,97%	3,02%	1,26%	4,38%	0,46%	4,84%	6,21%	2,98%	32,61%	10,70%
2005	189	8,93%	11,93%	21,74%	2,44%	1,07%	3,68%	0,52%	5,72%	4,94%	3,20%	35,82%	9,88%
2006	178	9,75%	11,89%	19,07%	1,71%	0,78%	3,66%	0,69%	5,25%	4,64%	3,07%	39,50%	9,98%

Tabelle 46: Entwicklung der Eigentümerstruktur (Vermögensrechte)
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle stellt die Entwicklung der Aktionärsstrukturen (anhand der Vermögensrechte) für alle Nicht-Finanzunternehmen im CDAX von 1995 bis 2006 dar. Die Summe der einzelnen Aktionärskategorien (ohne den Eigentumsanteilen der ausländischen Investoren) beträgt 100%, wobei sich rundungsbedingt minimale Differenzen ergeben können. Alle Angaben sind in Prozent.

Jahr	N	Vorstand	Aufsichtsrat	strategische Investoren	Banken	Versicher-ungen	VC und PE	Stiftungen	Institutionelle Investoren	Privat-investoren	Sonstige	Streubesitz	Ausländische Investoren
1995	230	9,11%	8,45%	29,67%	3,76%	1,31%	2,04%	0,44%	1,31%	3,33%	3,61%	37,00%	9,69%
1996	235	9,15%	8,80%	27,76%	3,76%	1,42%	1,50%	0,33%	1,56%	3,51%	3,76%	38,44%	8,97%
1997	250	11,13%	7,39%	27,05%	2,83%	1,32%	2,07%	0,38%	1,73%	3,86%	3,78%	38,46%	9,69%
1998	312	15,13%	7,37%	24,61%	2,34%	0,98%	2,89%	0,04%	1,48%	3,14%	3,23%	38,78%	10,74%
1999	430	19,19%	7,37%	20,67%	1,42%	0,72%	2,98%	0,37%	1,94%	3,43%	2,75%	39,06%	8,31%
2000	566	20,07%	8,23%	17,85%	1,57%	0,49%	4,17%	0,28%	2,24%	3,49%	3,18%	38,41%	6,70%
2001	568	18,82%	8,25%	17,71%	1,51%	0,54%	3,77%	0,28%	2,08%	2,94%	2,70%	41,39%	7,27%
2002	542	15,95%	8,04%	17,84%	2,01%	0,79%	3,57%	0,43%	3,37%	3,08%	2,50%	42,40%	8,68%
2003	514	15,83%	8,85%	17,09%	2,09%	0,74%	3,67%	0,40%	3,53%	2,94%	2,42%	42,47%	9,02%
2004	500	14,23%	9,15%	16,39%	1,93%	0,58%	4,23%	0,33%	3,61%	3,06%	2,15%	44,34%	10,47%
2005	494	12,78%	8,98%	15,09%	1,65%	0,49%	4,37%	0,48%	4,73%	2,58%	2,03%	46,82%	9,61%
2006	494	12,99%	8,76%	12,76%	1,34%	0,44%	5,23%	0,59%	4,99%	2,35%	1,81%	48,72%	9,66%

Tabelle 47: Robustheitstest zur Vorstandsentwicklung
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Vorstandsgröße für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006. Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die ihren Börsengang vor dem Jahr 1998 hatten. Dabei wird für jedes Jahr das arithmetische Mittel (bzw. der Median) der Vorstandsgröße angegeben. Darüber hinaus zeigt die Tabelle den relativen Anteil der am Unternehmen mit Eigenkapital beteiligten Vorstandsmitglieder.

Jahr	N	Vortand	N	Anteil beteiligter Vorstandsmitglieder
1995	230	3,79 (3)	230	0,0950
1996	235	3,62 (3)	235	0,0969
1997	250	3,56 (3)	249	0,1233
1998	256	3,52 (3)	255	0,1249
1999	260	3,53 (3)	256	0,1098
2000	253	3,47 (3)	250	0,0972
2001	246	3,42 (3)	242	0,0931
2002	230	3,50 (3)	225	0,0882
2003	211	3,39 (3)	205	0,1007
2004	201	3,31 (3)	195	0,0874
2005	189	3,30 (3)	184	0,0938
2006	178	3,29 (3)	175	0,1031

Tabelle 48: Robustheitstest zur Aufsichtsratsentwicklung
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Aufsichtsratsgröße für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006. Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, deren Börsengang vor dem Jahr 1998 stattgefunden hat. Dabei wird für jedes Jahr das arithmetische Mittel (bzw. der Median) der Aufsichtsratsgröße angegeben. Darüber hinaus zeigt die Tabelle den relativen Anteil der am Unternehmen mit Eigenkapital beteiligten Aufsichtsratsmitglieder.

Jahr	N	Größe Aufsichtsrat	N	Anteil der beteiligten Aufsichtsratsmitglieder
1995	230	10,86 (12)	230	0,0426
1996	235	10,74 (12)	235	0,0483
1997	250	10,24 (9)	250	0,0491
1998	256	10,16 (9)	256	0,0476
1999	260	10,06 (9)	258	0,0474
2000	253	10,11 (9)	251	0,0484
2001	246	9,90 (9)	244	0,0485
2002	230	9,78 (8)	229	0,0539
2003	211	9,56 (8)	211	0,0581
2004	201	9,48 (6)	201	0,0689
2005	189	9,38 (6)	189	0,0665
2006	178	9,33 (6)	178	0,0594

Tabelle 49: Robustheitstest zur Entwicklung der Arbeitnehmervertretung
Quelle: Eigene Darstellung

Diese Tabelle zeigt die Entwicklung der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat für alle Nicht-Finanzunternehmen des CDAX von 1995 bis 2006. Es werden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die ihren Börsengang vor dem Jahr 1998 hatten. Zum einen wird der durchschnittliche relative Anteil der Arbeitnehmervertreter (bzw. der Median) im Aufsichtsrat dargestellt. Zum anderen zeigt die Tabelle, wie viele Unternehmen in den jeweiligen Jahren eine paritätische Mitbestimmung haben, ein Drittel Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat oder keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. N bezeichnet die Anzahl der Unternehmen im jeweiligen Jahr, für die vollständige und detailierte Informationen zur Aufsichtsratszusammensetzung verfügbar waren.

Jahr	N	Anteil Arbeitnehmervertreter	Keine	1/3	1/2
1995	227	0,3956	12	103	112
		(0,35)	(0,05)	(0,45)	(0,49)
1996	229	0,3962	9	107	113
		(0,40)	(0,04)	(0,47)	(0,49)
1997	239	0,3894	12	119	108
		(0,33)	(0,05)	(0,5)	(0,45)
1998	244	0,3868	14	116	114
		(0,33)	(0,06)	(0,48)	(0,47)
1999	259	0,3626	29	123	107
		(0,33)	(0,11)	(0,47)	(0,41)
2000	252	0,3575	19	115	108
		(0,33)	(0,08)	(0,46)	(0,43)
2001	245	0,3681	25	114	106
		(0,33)	(0,1)	(0,45)	(0,42)
2002	230	0,3667	27	102	101
		(0,33)	(0,12)	(0,44)	(0,44)
2003	211	0,3657	26	97	88
		(0,33)	(0,12)	(0,46)	(0,42)
2004	201	0,3559	24	95	82
		(0,33)	(0,12)	(0,47)	(0,41)
2005	189	0,3499	28	85	76
		(0,33)	(0,15)	(0,45)	(0,4)
2006	178	0,3462	28	76	74
		(0,33)	(0,16)	(0,43)	(0,42)

B Investitionen in Sachanlagen

Tabelle 50: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen I
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures)*. Die abhängige Variable ist ln *capital expenditures* / ln sales. OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, between ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und within ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um clustered Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%, 5% oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Familienunternehmen	**0,018****	**0,031*****	**0,024***			
	(2,38)	**(2,69)**	**(1,84)**			
Familieneigentum				**0,02**	**-0,015**	**0,053*****
				(1,38)	**(-0,62)**	**(2,60)**
Familienführung				**0,014**	**0,034*****	**0,012**
				(1,47)	**(2,67)**	**(0,98)**
Familienkontrolle				**-0,004**	**0,0081**	**-0,0069**
				(-0,47)	**(0,62)**	**(-0,65)**
Blockaktionäre	-0,008	0,0007	-0,006	-0,008	-0,008	-0,001
	(-0,86)	(-0,039)	(-0,46)	(-0,81)	(-0,46)	(-0,084)
Unternehmensgröße [ln]	0,025***	0,025***	0,026***	0,025***	0,025***	0,026***
	(14,1)	(8,77)	(2,64)	(14,0)	(8,78)	(2,65)
Unternehmensalter [ln]	0,0066**	0,011***	-0,037**	0,0070**	0,012***	-0,035**
	(2,19)	(2,62)	(-2,54)	(2,28)	(2,76)	(-2,46)
Profitabilität [t_{-1}]	0,023***	0,0001	0,028***	0,023***	0,0001	0,028***
	(4,72)	(0,46)	(5,95)	(4,96)	(0,47)	(5,96)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis [t-1]	-0,0001	-0,0001	0,000	-0,0001	-0,0001	0,000
	(-0,41)	(-0,10)	(0,15)	(-0,41)	(-0,097)	(0,15)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,013	0,009	-0,009	-0,013	0,01	-0,009
	(-1,22)	(0,39)	(-0,71)	(-1,23)	(0,44)	(-0,71)
Ausschüttungsquote	0,010	0,022	0,009	0,009	0,026	0,008
	(1,42)	(1,02)	(1,42)	(1,28)	(1,22)	(1,32)
Fremdkapitalquote	-0,064***	-0,079***	-0,050**	-0,062***	-0,080***	-0,047**
	(-5,06)	(-2,95)	(-2,20)	(-4,95)	(-2,98)	(-2,06)
Liquide Mittel	-0,018	-0,031	0,013	-0,017	-0,032	0,015
	(-0,80)	(-1,00)	-0,44	(-0,75)	(-1,03)	-0,54
Konstante	0,431***	0,451***	0,556***	0,428***	0,465***	0,542***
	(14,0)	(4,26)	(4,28)	(13,4)	(4,37)	(4,15)
Anzahl Beobachtungen	3831	3755	3682	3831	3755	3682
Anzahl Unternehmen	587	590	584	587	590	584
Adj. R-Quadrat	0,32	0,32	0,61	0,32	0,32	0,61
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 51: Regressionsanalysen zu Investitionen in Sachanlagen II
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures)*. Die abhängige Variable ist ln *capital expenditures* / ln sales. OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell, between ist ein *between-Panel*-Regressionsmodell und within ist ein *within-Panel*-Regressionsmodell (das *firm-fixed-effects* beinhaltet). Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um clustered Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

Modell	I a	I b	I c	II a	II b	II c
	OLS	Between	Within	OLS	Between	Within
Founder CEO	**0,012**	**0,007**	**0,023***			
	(1,26)	**(0,55)**	**(1,68)**			
Eigentum und Management				**0,025**	**0,021**	**0,049****
				(1,63)	**(0,89)**	**(2,50)**
Blockaktionäre	-0,016	-0,022	-0,002	-0,013	-0,016	-0,005
	(-1,62)	(-1,31)	(-0,13)	(-1,36)	(-0,96)	(-0,40)
Unternehmensgröße [ln]	0,025***	0,026***	0,023**	0,025***	0,025***	0,026***
	(13,8)	(8,90)	(2,04)	(14,1)	(8,55)	(2,70)
Unternehmensalter [ln]	0,0079**	0,013***	-0,027*	0,0061**	0,010**	-0,034**
	(2,49)	(2,85)	(-1,75)	(2,06)	(2,40)	(-2,41)
Profitabilität [t_{-1}]	0,022***	0,0001	0,028***	0,023***	0,0002	0,028***
	(4,79)	(0,46)	(5,95)	(4,88)	(0,51)	(5,95)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis [t-1]	-0,0001	0,0001	0,000	-0,0001	0,000	0,000
	(-0,69)	(0,10)	(-0,48)	(-0,38)	(0,0010)	(0,13)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,016	0,013	-0,013	-0,012	0,01	-0,008
	(-1,40)	(0,73)	(-0,91)	(-1,16)	(0,46)	(-0,60)
Ausschüttungsquote	0,011*	0,025	0,011*	0,009	0,022	0,008
	(1,67)	(1,12)	(1,84)	(1,40)	(1,04)	(1,39)
Fremdkapitalquote	-0,072***	-0,097***	-0,061**	-0,063***	-0,084***	-0,046**
	(-5,24)	(-3,43)	(-2,48)	(-4,86)	(-3,09)	(-2,02)
Liquide Mittel	-0,03	-0,017	-0,0094	-0,017	-0,031	0,017
	(-1,23)	(-0,53)	(-0,32)	(-0,72)	(-0,99)	-0,59
Konstante	0,441***	0,525***	0,579***	0,440***	0,477***	0,544***
	(14,0)	(4,28)	(4,01)	(14,1)	(4,49)	(4,18)
Anzahl Beobachtungen	3521	3455	3389	3831	3755	3682
Anzahl Unternehmen	587	590	584	587	590	584
Adj. R-Quadrat	0,34	0,32	0,63	0,32	0,32	0,61
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	BE	FE	OLS	BE	FE

Tabelle 52: Robustheitstests zu Investitionen in Sachanlagen III
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Robustheitstests zu Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures)*. Die abhängige Variable ist ln *capital expenditures* / ln *assets* (außer im letzten Modell). Bei allen Regressionsmodellen handelt es sich um *pooled-OLS*-Schätzungen. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

	Stichprobenzusammensetzung			Market-Timing		
	Dummy IPO	Dummy IPO	IPO vor-her/ nach-her	95 - 00	01 - 06	Capex/ Assets
Familienunternehmen	**0,022*** **	**0,033*** **	**0,002**	**0,025*** **	**0,009**	**0,014*** **
	(2,95)	**(2,80)**	**(0,19)**	**(2,77)**	**(0,91)**	**(2,77)**
Dummy IPO	-0,008					
	(-0,95)					
Blockaktionäre	-0,011	-0,017	-0,008	-0,007	-0,016	-0,019***
	(-1,32)	(-0,89)	(-1,00)	(-0,63)	(-1,59)	(-3,15)
Unternehmensgröße [ln]	0,029***	0,037***	0,023***	0,032***	0,022***	0,0027*
	(16,52)	(10,7)	(12,8)	(14,9)	(9,47)	(1,90)
Unternehmensalter [ln]	0,005	0,0071	0,005	0,007*	0,007*	0,002
	(1,79)	(1,42)	(1,54)	(1,91)	(1,89)	(0,73)
Profitabilität [t_{-1}]	0,013***	0,011***	0,16***	0,016***	0,0057	0,007***
	(3,20)	(3,50)	(4,41)	(3,18)	(1,21)	(2,80)
Marktwert-Buchwert-Verh. [t_{-1}]	0,000	0,00032**	-0,0002*	0,0002	-0,0002	0,0002
	(0,04)	(1,99)	(-1,72)	(1,10)	(-1,21)	(1,49)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,16	-0,02	-0,012	-0,024	-0,009	-0,006*
	(-1,68)	(-1,17)	(-1,58)	(-1,65)	(-1,27)	(-1,67)
Ausschüttungsquote	0,009	-0,015	0,018**	-0,004	0,025***	0,006
	(1,50)	(-1,29)	(2,56)	(-0,42)	(2,78)	(1,08)
Fremdkapitalquote	-0,046**	-0,048***	0,011	-0,035**	-0,052	-0,013**
	(-3,92)	(-3,09)	(0,6)	(-2,35)	(-1,44)	(-2,41)
Liquide Mittel	-0,064***	-0,029	-0,063*	-0,048*	-0,042	-0,059***
	(-3,03)	(-1,08)	(-1,87)	(-1,94)	(-1,22)	(-4,52)
Konstante	0,388***	0,32***	0,416***	0,304***	0,464***	0,043
	(12,1)	(6,08)	(12,6)	(8,40)	(12,0)	(1,50)
Anzahl Beobachtungen	3827	1621	2206	2444	1387	3827
Anzahl Unternehmen	585	301	284	523	396	586
Adj. R-Quadrat	0,4	0,34	0,35	0,42	0,22	0,11
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS

Tabelle 53: Robustheitstests zu Investitionen in Sachanlagen IV
Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse für die Robustheitstests zu Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures)*. Die abhängige Variable ist ln *capital expenditures* / ln *assets*. Bei allen Regressionsmodellen handelt es sich um *pooled-OLS*-Schätzungen. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

	Größeneffekte			Zeitlich verzögerte Variablen	Insider Ownership	
	Größe^2	kleine Unt.	große Unt.	lagged variables	IO = 0	IO < 0,10
Familienunternehmen	**0,018****	**0,008**	**0,029****	**0,019****	**0,043*****	**0,029****
	(2,45)	**(0,96)**	**(2,34)**	**(2,57)**	**(3,14)**	**(2,35)**
Blockaktionäre	-0,014*	-0,015*	-0,0063	-0,011	0,007	0,014
	(-1,71)	(-1,79)	(-0,36)	(-1,23)	-0,58	-1,28
Unternehmensgröße [ln]	0,097***	0,022***	0,048***	0,028***	0,028***	0,028***
	(8,55)	(9,73)	(10,4)	(15,5)	(10,5)	(12,0)
Unternehmensalter [ln]	0,005*	0,005*	0,008	0,007**	0,007**	0,007**
	(1,85)	(1,65)	(1,45)	(2,16)	(2,16)	(2,16)
Profitabilität [t_{-1}]	0,016***	0,11***	0,013***	0,065***	0,087***	0,066***
	(4,28)	(3,29)	(4,01)	(4,20)	(3,20)	(2,80)
Marktwert-Buchwert-Verh. [t-1]	0,000	-0,0002	0,0002	0,00003	-0,0002	-0,0002
	(-0,16)	(-1,49)	(1,34)	(0,18)	(-1,38)	(-1,50)
Firmen-spezifisches Risiko	-0,012	0,0032	-0,015	-0,011	-0,028*	-0,030*
	(-1,29)	(0,22)	(-1,46)	(-1,06)	(-1,73)	(-1,80)
Ausschüttungsquote	0,009	0,009	0,002	0,012*	0,019**	0,018**
	(1,41)	(1,23)	(0,15)	(1,90)	(2,28)	(2,38)
Fremdkapitalquote	-0,042***	-0,026	-0,041**	-0,029**	0,004	0,006
	(-3,38)	(-1,42)	(-2,47)	(-2,00)	(0,15)	(0,36)
Liquide Mittel	-0,034	-0,083***	-0,0026	-0,055**	0,0047	0,0011
	(-1,58)	(-3,26)	(-0,085)	(-2,38)	(0,14)	(0,037)
Konstante	-0,048	0,469***	0,184***	0,379***	0,323***	0,316***
	(-0,60)	(12,5)	(3,07)	(12,2)	(6,84)	(7,24)
Anzahl Beobachtungen	3831	2231	1600	3334	1607	1778
Anzahl Unternehmen	587	300	287	544	303	334
Adj. R-Quadrat	0,42	0,28	0,31	0,42	0,47	0,46
Jahresdummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Industriedummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Modell	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS

C Kapitalstrukturentscheidungen

Tabelle 54: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen I
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen. Abhängige Variable ist die Fremdkapitalquote I des Unternehmens (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

	Nicht-lineare Größeneffekte					insider ownership	
	Größe^2	kleine Unt.	große Unt.	Winsorising (2.5%)	1-Jahr-lag	Kein IO	<10%
Familienunternehmen	**-0,061*** **	**-0,059** **	**-0,067*** **	**-0,050*** **	**-0,049** **	**-0,065** **	**-0,079*** **
	(-3,21)	**(-2,40)**	**(-2,75)**	**(-2,98)**	**(-2,38)**	**(-2,16)**	**(-2,98)**
Unt.größe ^ 2	-0,001						
	(-0,0008)						
Unternehmensgröße [Ln]	0,040**	0,037***	0,031***	0,039***	0,026***	0,039***	0,038***
	(2,48)	(6,05)	(3,48)	(8,91)	(5,26)	(6,25)	(6,34)
Profitabilität	-0,0001	-0,719***	-0,0002**	-0,267***	-0,027	-0,299***	-0,180***
	(-0,89)	(-7,51)	(-2,38)	(-6,48)	(-1,49)	(-4,08)	(-3,60)
Blockaktionäre	-0,035	-0,021	-0,034	-0,023	-0,033	-0,037	-0,037
	(-1,40)	(-0,77)	(-0,92)	(-1,08)	(-1,23)	(-1,10)	(-1,17)
Firmen-spezifisches Risiko	0,137***	0,295***	0,073***	0,186***	0,112***	0,087***	0,103***
	(4,65)	(6,38)	(4,10)	(7,37)	(4,29)	(2,94)	(2,98)
Unternehmensalter [Ln]	0,010	0,009	0,028**	0,010	0,001	-0,002	-0,0023
	(1,26)	(0,98)	(2,40)	(1,43)	(0,13)	(-0,20)	(-0,24)
Kreditsicherheiten	0,239***	0,191***	0,403***	0,229***	0,208***	0,201***	0,197***
	(5,06)	(3,18)	(6,68)	(5,06)	(4,08)	(2,66)	(2,71)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	-0,0004	-0,0004	-0,0004	-0,032***	-0,0005	0,0000	-0,0001
	(-0,90)	(-0,73)	(-0,90)	(-10,4)	(-0,92)	(0,00)	(-0,28)
Rechnungslegung	0,075***	0,081***	0,079***	0,091***	0,079***	0,076***	0,084***
	(4,34)	(3,88)	(3,26)	(6,07)	(4,26)	(3,09)	(3,52)
Ausschüttungsquote	-0,026	0,0023	-0,072***	-0,022	0,003	-0,034*	-0,028
	(-1,64)	(0,13)	(-3,19)	(-1,54)	(0,19)	(-1,84)	(-1,49)
Industrieverschuldung	0,549***	0,405***	0,478***	0,347***	0,057	0,079	0,152
	(6,58)	(3,63)	(3,38)	(4,43)	(0,67)	(0,49)	(0,96)
Erwartete Inflationsrate	0,043***	0,037**	0,022	0,039***	0,0005	-0,004	0,011
	(3,59)	(2,48)	(1,16)	(4,00)	(0,040)	(-0,19)	(0,57)
Konstante	-0,257**	-0,167	-0,322**	-0,105	0,248**	0,218	0,139
	(-2,14)	(-1,35)	(-2,31)	(-1,13)	(2,33)	(1,40)	(0,90)
Anzahl Beobachtungen	3859	2248	1611	3859	3303	1624	1794
Anzahl Unternehmen	591	299	292	591	541	304	335
Adj. R-Quadrat	0,26	0,35	0,31	0,38	0,22	0,30	0,30
Model	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS

Tabelle 55: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen II
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen. Abhängige Variable ist die Fremdkapitalquote I des Unternehmens (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

	Nicht-lineare Größeneffekte					*insider ownership*	
	Größe^2	kleine Unt.	große Unt.	Winsorising (2.5%)	1-Jahr lag	Kein IO	<10%
Founder CEO	**-0,060*** **	**-0,081***	**-0,070*** **	**-0,061*** **	**-0,043***	**-0,13** **	**-0,11** **
	(-2,59)	**(-1,93)**	**(-2,99)**	**(-2,96)**	**(-1,69)**	**(-2,25)**	**(-2,16)**
Unternehmensgröße ^ 2	-0,00034						
	(-0,29)						
Unternehmensgröße [Ln]	0,033*	0,036***	0,028***	0,037***	0,026***	0,038***	0,037***
	(1,81)	(5,60)	(3,03)	(8,10)	(4,82)	(5,63)	(5,63)
Profitabilität	-0,0001	-0,816***	-0,0002***	-0,285***	-0,026	-0,309***	-0,185***
	(-1,35)	(-7,38)	(-3,34)	(-6,79)	(-1,42)	(-3,63)	(-3,41)
Blockaktionäre	-0,016	-0,007	-0,020	-0,013	-0,019	-0,042	-0,033
	(-0,67)	(-0,29)	(-0,54)	(-0,63)	(-0,74)	(-1,20)	(-1,01)
Firmen-spezifisches Risiko	0,136***	0,286***	0,067***	0,186***	0,112***	0,080**	0,093**
	(4,03)	(6,11)	(3,36)	(6,94)	(3,74)	(2,48)	(2,49)
Unternehmensalter [Ln]	0,010	0,0054	0,029**	0,009	0,002	-0,002	-0,002
	(1,21)	(0,62)	(2,32)	(1,15)	(0,21)	(-0,22)	(-0,20)
Kreditsicherheiten	0,224***	0,197***	0,381***	0,216***	0,192***	0,180**	0,182**
	(4,58)	(3,29)	(6,30)	(4,65)	(3,63)	(2,26)	(2,37)
Marktwert-Buchwert-Verh.	-0,0003	-0,0004	-0,0002	-0,032***	-0,0004	0,0001	0,000
	(-0,69)	(-0,65)	(-0,53)	(-9,62)	(-0,72)	(0,34)	(-0,064)
Rechnungslegung	0,072***	0,078***	0,077***	0,088***	0,080***	0,076***	0,082***
	(3,90)	(3,70)	(3,08)	(5,58)	(4,04)	(2,96)	(3,33)
Ausschüttungsquote	-0,024	0,0035	-0,083***	-0,021	0,0024	-0,03	-0,021
	(-1,39)	(0,19)	(-3,43)	(-1,39)	(0,14)	(-1,54)	(-1,10)
Industrieverschuldung	0,566***	0,397***	0,438***	0,335***	0,084	0,065	0,144
	(6,59)	(3,51)	(3,03)	(4,08)	(0,94)	(0,37)	(0,87)
Erwartete Inflationsrate	0,043***	0,032**	0,019	0,038***	-0,0012	0,002	0,015
	(3.41)	(2.14)	(0.95)	(3.61)	(-0.093)	(0.10)	(0.79)
Konstante	-0,245*	-0,128	-0,282**	-0,072	0,229**	0,242	0,145
	(-1,92)	(-1,02)	(-2,02)	(-0,73)	(2,10)	(1,41)	(0,87)
Anzahl Beobachtungen	3547	2122	1425	3547	3027	1491	1652
Anzahl Unternehmen	571	289	282	571	518	288	317
Adj. R-Quadrat	0,26	0,36	0,33	0,38	0,23	0,31	0,29
Model	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS

Tabelle 56: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen III
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen. Abhängige Variable ist die Fremdkapitalquote I des Unternehmens (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

	Stichprobenzusammensetzung				*market timing*	
	Dummy IPO	Dummy IPO	IPO 98 - 00	IPO vor-her/ nachher	95 - 00	01 - 06
Familienunternehmen	**-0,058*** **		**-0,096*** **	**-0,067** **	**-0,083*** **	**-0,067*** **
	(-3,04)		**(-2,96)**	**(-2,44)**	**(-3,65)**	**(-2,76)**
Neuer Markt Unternehmen	-0,038	-0,043*				
	(-1,64)	(-1,83)				
Unternehmensgröße [Ln]	0,027***	0,029***	0,028***	0,044***	0,036***	0,031***
	(5,36)	(5,65)	(2,97)	(6,74)	(6,24)	(5,14)
Profitabilität	-0,0001	-0,0001	0,001	-0,561***	0,0002	-0,177***
	(-0,94)	(-0,89)	(0,90)	(-4,98)	(0,58)	(-4,42)
Blockaktionäre	-0,036	-0,003	-0,127**	-0,090**	-0,116***	-0,025
	(-1,44)	(-0,11)	(-2,26)	(-2,38)	(-3,47)	(-0,74)
Firmen-spezifisches Risiko	0,137***	0,137***	0,092*	0,265***	0,196***	0,03
	(4,61)	(4,45)	(1,86)	(3,78)	(4,79)	(0,64)
Unternehmensalter [Ln]	0,006	0,009	0,001	-0,010	0,008	0,004
	(0,72)	(1,12)	(0,081)	(-0,87)	(0,83)	(0,45)
Kreditsicherheiten	0,241***	0,234***	0,397***	0,132*	0,318***	0,132**
	(5,06)	(4,88)	(4,62)	(1,82)	(5,32)	(2,11)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	-0,0004	-0,0004	-0,004**	-0,0006	-0,003**	-0,001**
	(-0,94)	(-0,93)	(-2,12)	(-0,45)	(-2,22)	(-1,97)
Rechnungslegung	0,069***	0,073***	0,048	0,179***	0,088***	0,082***
	(3,95)	(4,20)	(1,15)	(3,84)	(3,14)	(2,84)
Ausschüttungsquote	-0,027*	-0,030*	0,040	-0,029	-0,044	0,018
	(-1,72)	(-1,84)	(0,62)	(-0,58)	(-1,09)	(0,50)
Industrieverschuldung	0,550***	0,566***	0,211	1,00**	-0,644	0,829*
	(6,71)	(6,83)	(0,45)	(1,98)	(-0,98)	(1,78)
Erwartete Inflationsrate	0,045***	0,049***	1,93	-0,023	-0,280**	0,119
	(3,80)	(4,08)	(1,15)	(-0,078)	(-2,07)	(1,07)
Konstante	-0,182*	-0,252**	-3,33*	-0,709	1,07	-0,464
	(-1,65)	(-2,32)	(-1,67)	(-1,30)	-1,54	(-1,19)
Anzahl Beobachtungen	3855	3855	1624	2231	2428	1431
Anzahl Unternehmen	589	589	303	286	528	413
Adj. R-Quadrat	0,26	0,25	0,17	0,43	0,31	0,41
Model	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS

Tabelle 57: Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen IV
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger et al. (2009)

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Robustheitstests zu Kapitalstrukturentscheidungen. Abhängige Variable ist die Gesamtverschuldung des Unternehmens (gemessen anhand von Marktwerten des Eigenkapitals). OLS ist ein *pooled-OLS*-Regressionsmodell. Die t-Statistiken sind in Klammern angegeben. Bei der Berechnung der Standardfehler bzw. t-Statistiken wurde die Panelstruktur der Daten und Heteroskedastizität berücksichtigt (d.h. es handelt sich um *clustered* Standardfehler und Huber-White-Standardfehler, vgl. zur Berechnung Petersen (2009) und White (1980)). ***, **,* stehen für ein 1%-, 5%- oder 10%-Signifikanzniveau. Eine ausführliche Beschreibung der Variablen befindet sich in Kapitel 6.4 sowie im Anhang.

	Stichprobenzusammensetzung				*market timing*	
	Dummy IPO	Dummy IPO	IPO 98 - 00	IPO vor-her/ nach-her	95 - 00	01 - 06
Founder CEO	**-0,058****		**-0,066****	**-0,12*****	**-0,080*****	**-0,077****
	(-2,56)		**(-2,23)**	**(-2,82)**	**(-3,16)**	**(-2,53)**
Neuer Markt Unternehmen	-0,049**	-0,043*				
	(-2,08)	(-1,83)				
Unternehmensgröße [Ln]	0,026***	0,029***	0,025**	0,039***	0,035***	0,030***
	(4,67)	(6,65)	(2,57)	(5,77)	(5,80)	(4,75)
Profitabilität	-0,0001	-0,0001	0,0005	-0,715***	0,0001	-0,174***
	(-1,37)	(-0,89)	(0,80)	(-6,02)	(-0,31)	(-4,20)
Blockaktionäre	-0,020	-0,003	-0,072	-0,090**	-0,079**	-0,017
	(-0,80)	(-0,11)	(-1,40)	(-2,51)	(-2,50)	(-0,52)
Firmen-spezifisches Risiko	0,137***	0,137***	0,112**	0,136**	0,202***	0,069*
	(4,03)	(4,45)	(2,19)	(2,46)	(4,77)	(1,69)
Unternehmensalter [Ln]	0,004	0,009	-0,004	-0,020*	0,005	0,012
	(0,52)	(1,12)	(-0,30)	(-1,79)	(0,53)	(1,34)
Kreditsicherheiten	0,224***	0,234***	0,433***	0,154**	0,341***	0,108
	(4,55)	(4,88)	(4,90)	(2,06)	(5,61)	(1,64)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	-0,0004	-0,0004	-0,0036**	-0,001	-0,0033**	-0,0009
	(-0,75)	(-0,93)	(-2,01)	(-0,41)	(-2,21)	(-1,15)
Rechnungslegung	0,064***	0,073***	0,027	0,153***	0,076***	0,102***
	(3,42)	(4,20)	(0,63)	(3,31)	(2,67)	(3,38)
Ausschüttungsquote	-0,026	-0,030*	0,081	-0,088*	-0,042	0,0098
	(-1,50)	(-1,84)	(1,27)	(-1,70)	(-1,05)	(0,25)
Industrieverschuldung	0,574***	0,566***	0,261	0,885*	-0,304	0,604
	(6,77)	(6,83)	(0,53)	(1,82)	(-0,48)	(1,24)
Erwartete Inflationsrate	0,047***	0,049***	0,9	0,026	-0,176	0
	(3.72)	(4.08)	(1.23)	(0.25)	(-1.38)	()
Konstante	-0,182	-0,252**	-2,15	-0,476	0,670	-0,316
	(-1,58)	(-2,32)	(-1,24)	(-1,06)	(1,01)	(-0,72)
Anzahl Beobachtungen	3543	3855	1487	2056	2263	1284
Anzahl Unternehmen	569	569	294	275	513	379
Adj. R-Quadrat	0,26	0,25	0,16	0,44	0,31	0,41
Modell	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS

D Übersicht über alle verwendeten Variablen inklusive Quellen

Tabelle 58: Übersicht über die verwendeten Variablen
Quelle: Eigene Darstellung

Variablenname	Variablenbeschreibung	Quelle
Ausschüttungsquote	Common dividends / net income	Worldscope (WC05376, WC01751)
Blockaktionäre	Kumulierter Anteile aller Kontrollrechte außenstehender Blockaktionäre	Eigentümer- und Organstruktur aus Hoppenstedt Aktienführer, eigene Berechnung
Blockaktionäre (Dummy)	Dummyvariable für die Existenz von Blockaktionären bei unterschiedlichen Eigentumsschwellen	Eigentümer- und Organstruktur aus Hoppenstedt Aktienführer, eigene Berechnung
Börsenalter	Aktuelles Jahr minus Jahr des Börsengangs	Hoppenstedt Aktienführer
Entropy-Index (total diversification)	Entropy-Index für total diversification (vgl. Erklärung zur Berechnung in Kapitel 6.6.2)	Umsatzerlöse zu den Geschäftsfeldern aus Worldscope
Entropy-Index (related diversification)	Entropy-Index für related diversification (vgl. Erklärung zur Berechnung in Kapitel 6.6.2)	Umsatzerlöse zu den Geschäftsfeldern aus Worldscope
Entropy-Index (unrelated diversification)	Entropy-Index für unrelated diversification (vgl. Erklärung zur Berechnung in Kapitel 6.6.2)	Umsatzerlöse zu den Geschäftsfeldern aus Worldscope
Familienunternehmen	Dummyvariable für Familienunternehmen: 1=Familienunternehmen, 0=Nicht-Familienunternehmen	u.a. Hoppenstedt Aktienführer, Hoovers Online Unternehmensprofil, eigene Klassifikation
Familieneigentum	Kontrollrechte der Gründerfamilie	u.a. Eigentümer- und Organstruktur aus Hoppenstedt Aktienführer, Hoovers Online Unternehmensprofil, eigene Berechnung
Familienführung	Dummyvariable für Familienführung: 1=Mitglied der Gründerfamilie ist im Vorstand, 0=kein Mitglied der Gründerfamilie ist im Vorstand	u.a. Hoppenstedt Aktienführer, Hoovers Online Unternehmensprofil, eigene Klassifikation
Familienkontrolle	Dummyvariable für Familienkontrolle: 1=Mitglied der Gründerfamilie ist im Aufsichtsrat, 0=kein Mitglied der Gründerfamilie ist im Aufsichtsrat	u.a. Hoppenstedt Aktienführer, Hoovers Online Unternehmensprofil, eigene Klassifikation
Familieneigentum und Familienführung	Interaktionsterm aus Familieneigentum und Familienführung, wobei Familienführung eine Dummyvariable ist und Familieneigentum eine kontinuierliche Variable	u.a. Eigentümer- und Organstruktur aus Hoppenstedt Aktienführer, Hoovers Online Unternehmensprofil, eigene Berechnung
Forschungs- und Entwicklungsintensität I	ln Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen / ln Bilanzsumme	Worldscope (WC01201, WC02999)
Forschungs- und Entwicklungsintensität II	ln Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen / ln Umsatzerlöse	Worldscope (WC01201, WC01001)

Fortsetzung Tabelle 58: Übersicht über die verwendeten Variablen
Quelle: Eigene Darstellung

Variablenname	Variablenbeschreibung	Quelle
firmen-spezifisches Risiko	Summe der quadrierten Residuen aus einer Regression der individuellen, wöchentlichen Aktienrenditen auf die wöchentlichen Renditen des Marktindex CDAX über die vorausgegangenen 52 Kalenderwochen	Datastream
Fremdkapitalquote I (Buchwerte)	Schulden / Bilanzsumme	Worldscope (WC03351, WC02999)
Fremdkapitalquote I (Marktwerte)	Schulden / (Marktwert des Eigenkapitals + Schulden)	Worldscope (WC03351, WC07211)
Fremdkapitalquote II (Buchwerte)	(Schulden- kurzfristige Verbindlichkeiten) / Bilanzsumme	Worldscope (WC03351, WC03101, WC02999)
Fremdkapitalquote II (Marktwerte)	(Schulden - kurzfristige Verbindlichkeiten) / Marktwert des Eigenkapitals + Schulden	Worldscope (WC03351, WC03101, WC07211)
Fremdkapitalquote III (Buchwerte)	(Schulden - Rückstellungen - Verbindlichkeiten aus LuL - latente Steuern) / (Bilanzsumme - Rückstellungen - Verbindlichkeiten aus LuL - latente Steuern)	Worldscope (WC03351, WC03260, WC03040, WC03263, WC03395)
Fremdkapitalquote III (Marktwerte)	(Schulden - Rückstellungen - Verbindlichkeiten aus LuL - latente Steuern) / (Marktwert des Eigenkapitals + Schulden - Rückstellungen - Verbindlichkeiten aus LuL - latente Steuern)	Worldscope (WC03351, WC03260, WC03040, WC03263, WC07211)
Founder CEO	Dummyvariable für den Gründer als Vorstandsvorsitzenden: 1=Unternehmensgründer ist Vorstandsvorsitzender, 0 sonst	u.a. Eigentümer- und Organstruktur aus Hoppenstedt Aktienführer, Hoovers Online Unternehmensprofil, eigene Klassifikation
H* (2-digit)	1-Herfindahl-Index (2-digit SIC-Codes) (vgl. Erklärung zur Berechnung in Kapitel 6.6.2)	Worldscope
H* (4-digit)	1-Herfindahl-Index (4-digit SIC-Codes) (vgl. Erklärung zur Berechnung in Kapitel 6.6.2)	Worldscope
Jahresdummies	Dummyvariablen für die einzelnen Jahre	
Industriesdummies	Dummyvariablen für die einzelnen Branchen auf Basis des 1-digit SIC-Codes	Worldscope
Industrieverschuldung	Median der branchenspezifischen Verschuldung (Branchen auf Basis des 1-digit-SIC-Code, Fremdkapitalquote analog zur abhängigen Variable in jedem Regressionsmodell)	Worldscope
Inflationsrate	ex-post realisierte Inflationsrate bzw. vom Sachverständigenrat prognostizierte Inflationsrate	Statistisches Bundesamt, Sachverständigenrat

Fortsetzung Tabelle 58: Übersicht über die verwendeten Variablen
Quelle: Eigene Darstellung

Variablenname	Variablenbeschreibung	Quelle
Investitionsintensität I	ln capital expenditures / ln Bilanzsumme	Worldscope (WC04601), WC02999)
Investitionsintensität II	ln capital expenditures / ln Umsatzerlöse	Worldscope (WC04601, WC01001)
Liquide Mittel	Liquide Mittel / Bilanzsumme	Worldscope (WC02001, WC02999)
Marktwert-Buchwert-Verhältnis	Marktwert des Unternehmens dividiert durch den Buchwert des Unternehmens	Worldscope (WC08001, WC3995)
Neuer Markt	Dummyvariable für eine Approximation zur Zugehörigkeit zum Neuen Markt: 1=Unternehmen hat seinen Börsengang zwischen 1998 und 2000, 0=Unternehmen hat seinen Börsengang vor 1998 oder nach 2000	Hoppenstedt Aktienführer
Profitabilität	EBITDA / Bilanzsumme	Worldscope (WC18198, WC02999)
Rechnungslegung	Dummyvariable für den Rechnungslegungsstandard: 1=HGB, 0=IFRS oder US-GAAP	Worldscope (WC07536), Geschäftsberichte
Unternehmensalter	Aktuelles Jahr minus Gründungsjahr	Hoppenstedt Aktienführer
Unternehmensgröße	Natürlicher Logarithmus der Umsatzerlöse oder natürlicher Logarithmus der Mitarbeiter	Worldscope (WC01001, WC0711)

Literaturverzeichnis

Aboody, D. und Lev, B. (2000): Information asymmetry, R&D, and insider gains, in: Journal of Finance, 55 (6), S. 2747-2766.

Acemoglu, D.; Johnson, S. und Rosinson, J. A. (2001): The colonial origins of comparative development: An empirical investigation, in: American Economic Review, 91 (5), S. 1369-1401.

Achleitner, A.-K. (2002): Handbuch Investment Banking, Gabler Verlag, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden.

Achleitner, A.-K. und Ampenberger, M. (2006): German und Swiss Entrepreneurial Index - Style-Indizes zur Wahrnehmung eigentümergeführter Unternehmen an öffentlichen Kapitalmärkten, in: Der Schweizer Treuhänder, 9/2006, S. 621-626.

Achleitner, A.-K.; Betzer, A. und Hinterramskogler, B. (2008): Private equity investors as corporate governance mechanism in Continental Europe, CEFS Working Paper 2008-15, Technische Universität München.

Achleitner, A.-K.; Braun, R.; Schraml, S. und Welter, J. (2009a): Goal structures in family firms: Empirical evidence on the relationship between family and firm goals, CEFS Working Paper 2009-08, Technische Universität München.

Achleitner, A.-K.; Kaserer, C.; Kauf, T.; Günther, N. und Ampenberger, M. (2009b): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Stuttgart.

Achleitner, A.-K.; Kaserer, C. und Moldenhauer, B. (2005): German Entrepreneurial Index (GEX) - Ein Style-Index zur Performance eigentümergeführter Unternehmen, in: Finanz Betrieb, 2/2005, S. 118-126.

Acs, Z. J. und Audretsch, D. B. (1988): Innovation in large and small firms: An empirical analysis, in: American Economic Review, 78 (4), S. 678-690.

Adams, R.; Almeida, H. und Ferreira, D. (2009a): Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance, in: Journal of Empirical Finance, 16 (1), S. 136-150.

Adams, R. und Ferreira, D. (2008): One share - one vote: The empirical evidence, in: Review of Finance, 12, S. 51-91.

Adams, R. und Santos, J. A. (2006): Identifying the effect of managerial control on firm performance, in: Journal of Accounting & Economics, 41 (1/2), S. 55-85.

Adams, R. B. (2003): What do boards do? Evidence from board committee and director compensation data, Working Paper, University of Queensland.

Adams, R. B.; Hermalin, B. E. und Weisbach, M. S. (2009b): The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework & survey, Working Paper, University of Queensland.

Admati, A. R. und Pfleiderer, P. (2009): The "Wall Street Walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice, in: Review of Financial Studies, 22, S. 2645-2685.

Admati, A. R.; Pfleiderer, P. und Zechner, J. (1994): Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium, in: Journal of Political Economy, 102 (6), S. 1097-1130.

Aggarwal, R. K. und Samwick, A. A. (2003): Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered, in: Journal of Finance, 58 (1), S. 71-118.

Aghion, P.; Zingales, L. und Van Reenen, J. (2007): Innovation and institutional ownership, Working Paper, Harvard University.

Agrawal, A. und Knoeber, C. R. (1996): Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 31 (3), S. 377-397.

Agrawal, A. und Mandeljer, G. N. (1987): Managerial incentives and corporate investment and financing decisions, in: Journal of Finance, 42 (4), S. 823-837.

Agrawal, A. und Nagarajan, N. J. (1990): Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms, in: Journal of Finance, 45 (4), S. 1325-1331.

Akerlov, G. A. (1970): The market for lemmons: Quality uncertainty and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, 84, S. 488-500.

Albanese, R.; Dacin, T. und Harris, I. (1997): Agents as stewards, in: Academy of Management Review, 22 (3), S. 609-613.

Albers, M. (2002): Corporate Governance in Aktiengesellschaften: Entscheidungsprozesse und Wirkungsanalyse zum Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), Peter Lang - Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main.

Alchian, A. A. und Demsetz, H. (1972): Production, information costs, and economic organization, in: American Economic Review, 72, S. 777-795.

Alderfer, C. P. (1972): Existence, relatedness and growth; Human needs in organizational settings, Free Press, New York.

Ali, A.; Ciftci, M. und Cready, W. M. (2009): Does the market underestimate the implications of R&D increases for future earnings?, Working Paper, University of Texas at Dallas.

Allen, F. und Gale, D. (2000): Comparing financial systems, MIT Press, Cambridge.

Allen, F. und Michaely, R. (2003): Payout policy, in: Handbook of the economics of finance: Corporate finance, hrsg. von G. Constantinides; M. Harris und R. Stulz, Elsevier, Amsterdam, S. 337-429.

Amihud, Y.; Kamin, J. Y. und Ronen, J. (1983): Managerialism, ownerism and risk, in: Journal of Banking & Finance, 7 (2), S. 189-196.

Amihud, Y. und Lev, B. (1981): Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, in: Bell Journal of Economics, 12 (2), S. 605-617.

Ampenberger, M.; Schmid, T.; Achleitner, A.-K. und Kaserer, C. (2009): Capital structure decisions in family firm - empirical evidence from a bank-based economy, CEFS Working Paper 2009-5, Technische Universität München.

Anderson, R.; Duru, A. und Reeb, D. (2009): Family preferences and investment policy: Evidence from capital expenditures and R&D spending, Working Paper, American University.

Anderson, R. C.; Mansi, S. A. und Reeb, D. M. (2003): Founding family ownership and the agency cost of debt, in: Journal of Financial Economics, 68 (2), S. 263-285.

Anderson, R. C. und Reeb, D. M. (2003a): Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, in: Journal of Finance, 58 (3), S. 1301-1328.

Anderson, R. C. und Reeb, D. M. (2003b): Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage, in: Journal of Law & Economics, 46 (2), S. 653-680.

Anderson, R. C. und Reeb, D. M. (2004): Board composition: Balancing family influence in S&P 500 Firms, in: Administrative Science Quarterly, 49 (2), S. 209-237.

Andrade, G.; Mitchell, M. und Stafford, E. (2001): New evidence and perspectives on mergers, in: Journal of Economic Perspectives, 15 (2), S. 103-120.

Andreas, J.; Rapp, M. und Wolf, M. (2009): Vergütungspraxis in Aufsichtsräten des Prime Standards, in: Der Aufsichtsrat, Heft 3, S. 34-35.

Andres, C. (2008a): Family ownership, financing constraints and investment decisions, Working Paper, Universität Bonn.

Andres, C. (2008b): Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership, in: Journal of Corporate Finance, 14 (4), S. 431-445.

Andres, C. und Theissen, E. (2008): Setting a fox to keep the geese - Does the comply-or-explain principle work?, in: Journal of Corporate Finance, 14, S. 289-301.

Ang, J. S.; Cole, R. A. und Lin, J. W. (2000): Agency costs and ownership structure, in: Journal of Finance, 55 (1), S. 81-106.

Angrist, J. D. (1998): Estimating the labor market impact of voluntary military service using social security data on military applicants, in: Econometrica, 66 (2), S. 249-288.

Angrist, J. D. und Pischke, J.-S. (2009): Mostly harmless econometrics: An empiricist's companion, Princeton University Press, Princeton (New Jersey).

Antoniou, A.; Guney, Y. und Paudyal, K. (2008): The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 43 (1), S. 59-92.

Aron, D. J. (1988): Ability, moral hazard, firm size, and diversification, in: RAND Journal of Economics, 19 (1), S. 72-87.

Asquith, P. und Mullins Jr., D. W. (1986): Equity issue and offering dilution, in: Journal of Financial Economics, 15 (1/2), S. 61-89.

Astrachan, J. H.; Klein, S. B. und Smyrnios, K. X. (2002): The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem, in: Family Business Review, 15, S. 45 -58.

Audretsch, D. B. und Elston, J. A. (2002): Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment, in: International Journal of Industrial Organization, 20 (1), S. 1-17.

Auerbach, A. J. (1979): Wealth maximization and the cost of capital, in: Quarterly Journal of Economics, 93 (3), S. 433-446.

Baetge, J.; Kirsch, H.-J. und Thiele, S. (2005): Bilanzen, IDW Verlag, 8. wesentlich überarbeitete Auflage, Düsseldorf.

Baker, M. und Wurgler, J. (2002): Market timing and capital structure, in: Journal of Finance, 57 (1), S. 1-32.

Barca, F. und Becht, M. (2002): The control of corporate Europe, Oxford University Press, Oxford.

Barclay, M. J. und Holderness, C. G. (1989): Private benefits from control of public corporations, in: Journal of Financial Economics, 25 (2), S. 371-395.

Barontini, R. und Caprio, L. (2006): The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe, in: European Financial Management, 12 (5), S. 689-723.

Bartholomeusz, S. und Tanewski, G. A. (2006): The relationship between family firms and corporate governance, in: Journal of Small Business Management, 44 (2), S. 245-267.

Bassen, A.; Kleinschmidt, M.; Prigge, S. und Zöllner, C. (2006): Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg, in: Die Betriebswirtschaft, 04/2006, S. 375-401.

Baums, T. und Frick, B. (1998): Co-determination in Germany: The impact of court decisions on the market value of firms, in: Economic Analysis, 1 (2), S. 143-161.

Bayless, M. und Chaplinsky, S. (1996): Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance?, in: Journal of Finance, 51 (1), S. 253-278.

Bebchuk, L.; Cohen, A. und Ferrell, A. (2009): What matters in corporate governance?, in: Review of Financial Studies, 22 (2), S. 783-827.

Bebchuk, L. und Roe, M. J. (2004): A theory of path dependence in corporate ownership and governance, in: Convergence and persistence in corporate governance, hrsg. von J. N. Gordon und M. J. Roe, Cambridge University Press, Cambridge, S. 69-113.

Bebchuk, L. A. und Fried, J. M. (2003): Executive compensation as an agency problem, in: Journal of Economic Perspectives, 17 (3), S. 71-92.

Bebchuk, L. A. und Stole, L. A. (1993): Do short-term objectives lead to under- or overinvestment in long term projects?, in: Journal of Finance, 48 (2), S. 719-729.

Becht, M. und Boehmer, E. (2003): Voting control in German corporations, in: International Review of Law and Economics, 23, S. 1-29.

Becht, M. und Roell, A. (1999): Blockholdings in Europe: An international comparison, in: European Economic Review, 43, S. 1049-1056.

Becker, G. S. (1976): Altruism, egoism, and genetic fitness: economics and sociobiology, in: Journal of Economic Literature, 14 (3), S. 817-825.

Becker, G. S. (1974): A theory of social interaction, in: Journal of Political Economy, 82 (6), S. 1063-1093.

Becker, G. S. (1981): A treatise of the family, Harvard University Press, Cambridge.

Beckhard, R. und Dyer Jr., W. G. (1983): Managing continuity in the family-owned business, in: Organizational Dynamics, 12 (1), S. 4-12.

Behavioral Finance Group (2000): Behavioral Finance - Idee und Überblick, in: Finanz Betrieb, 5/2000, S. 311-318.

Beiner, S. und Schmid, M. M. (2005): Agency conflicts, corporate governance, and corporate diversification – evidence from Switzerland, Working Paper, Universität Basel.

Benelli, G.; Loderer, C. und Lys, T. (1987): Labor participation in corporate policy-making decisions: West Germany's experience with codetermination, in: Journal of Business, 60 (4), S. 553-575.

Bennedsen, M.; Nielsen, K. M.; Perez-Gonzalez, F. und Wolfenzon, D. (2007): Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance, in: Quarterly Journal of Economics, 122 (2), S. 647-691.

Bennedsen, M.; Perez-Gonzalez, F. und Wolfenzon, D. (2006): Do CEOs matter?, Working Paper, Copenhagen Business School.

Berger, P. G. und Ofek, E. (1995): Diversification's effect on firm value, in: Journal of Financial Economics, 37 (1), S. 39-65.

Berger, P. G. und Ofek, E. (1996): Bustup takeovers of value-destroying diversified firms, in: Journal of Finance, 51 (4), S. 1175-1200.

Berger, P. G.; Ofek, E. und Yermack, D. L. (1997): Managerial entrenchment and capital structure decisions, in: Journal of Finance, 52 (4), S. 1411-1438.

Berger, P. G. und Ofek, E. (1999): Causes and effects of corporate refocusing programs, in: Review of Financial Studies, 12 (2), S. 311-345.

Bergstrom, T. C. (1989): A fresh look at the rotten kid theorem - and other household mysteries, in: Journal of Political Economy, 97 (5), S. 1138-1159.

Bergstrom, T. C. (1995): On the evolution of altruistic ethical rules for siblings, in: American Economic Review, 85 (1), S. 58-81.

Bergstrom, T. C. und Stark, O. (1993): How altruism can prevail in an evolutionary environment, in: American Economic Review, 83 (2), S. 149-156.

Berk, J. B.; Stanton, R. und Zechner, J. (2007): Human capital, bankruptcy and capital structure, in: NBER Working Paper Series Nr. 13014, National Bureau of Economic Research.

Berle, A. A. und Means, G. C. (1932): The modern corporation and private property, Harcourt, Brace and World, New York.

Bernhardt, W. (1999): Stock options for or against shareholder value? - New compensation plans for top management and the interests of the shareholders, in: Corporate Governance: An International Review, 7, S. 123-125.

Bernhardt, W. (2008): Sechs Jahre Deutscher Corporate Governance Kodex - eine Erfolgsgeschichte?, in: Betriebs-Berater, 63. Jg., S. 1686-1691.

Bernheim, D. B. und Whinston, M. D. (1990): Multimarket contact and collusive behavior, in: RAND Journal of Economics, 21, S. 1-26.

Berrar, C. (2001): Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.

Bertrand, M. und Mullainathan, S. (2001): Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are, in: Quarterly Journal of Economics, 116 (3), S. 901-932.

Bertrand, M. und Mullainathan, S. (2003): Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences, in: Journal of Political Economy, 111 (5), S. 1043-1075.

Bertrand, M. und Schoar, A. (2003): Managing with style: The effect of managers in firm policies, in: Quarterly Journal of Economics, 118 (4), S. 1169-1208.

Bertrand, M. und Schoar, A. (2006): The role of family in family firms, in: Journal of Economic Perspectives, 20 (2), S. 73-96.

Betzer, A. und Theissen, E. (2008): Sooner or later - Delays in trade reporting by corporate insiders, Working Paper, Universität Bonn.

Betzer, A. und Theissen, E. (2009): Insider trading and corporate governance: The case of Germany, in: European Financial Management, 15 (2), S. 402-429.

Bhagat, S. und Black, B. (2002): Is there a relationship between board composition and firm performance?, in: Business Lawyer, 54, S. 921-963.

Bhagat, S. und Jefferis, R. (2002): The econometrics of corporate governance studies, MIT Press, Cambridge.

Bhattacharya, U. und Ravikumar, B. (2001): Capital markets and the evolution of family businesses, in: Journal of Business, 74 (2), S. 187-219.

Bigus, J. (1999): Risikoanreizproblem und nicht gleichrangige Gläubigeransprüche, Gabler Verlag, Wiesbaden.

Birger, N. (2007): Tchibo-Brüder sehen sich nun vor Gericht, in: Die Welt vom 9. August 2007.

Bittelmeyer, C. (2007): Patente und Finanzierung am Kapitalmarkt - Eine theoretische und empirische Analyse, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden.

Blanchard, O. J.; Lopez-de-Silanes, F. und Shleifer, A. (1994): What do firms do with cash windfalls?, in: Journal of Financial Economics, 36 (3), S. 337-360.

Block, J. H. (2008): Are CEOs in family firms paid like bureaucrats? Evidence from Bayesian and frequentist analysis, Working Paper, Technische Universität München.

Block, J. H. (2009): Long term orientation in family firms, Dissertation, Technische Universität München.

Bloom, N. und Van Reenen, J. (2007): Measuring and explaining management practices across firms and countries, in: Quarterly Journal of Economics, 122 (4), S. 1351-1408.

Blose, L. und Shie, C. (1997): Tobin's Q ratio and market reaction to capital investment announcements, in: Financial Review, 32, S. 449-476.

Blundell, R.; Griffith, R. und Van Reenen, J. (1999): Market share, market value and innovation in a panel of British manufacturing firms, in: Review of Economic Studies, 66 (228), S. 529-554.

Bollinger, I. (1999): Die Entwicklung von Börsenkursen im zeitlichen Umfeld von Kapitalerhöhungen, Dunkler & Humblot, Berlin.

Bolton, P.; Scheinkman, J. und Xiong, W. (2005): Pay for short-term performance: Executive compensation in speculative markets, in: Journal of Corporation Law, 30 (4), S. 721-747.

Börsch-Supan, A. und Köke, J. (2002): An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies, in: German Economic Review, 3 (3), S. 295-326.

Bott, C. (2002): Aktionärsstruktur, Kontrolle und Erfolg von Unternehmen, Gabler-Verlag, Wiesbaden.

Bradford, D. F. (1981): The incidence and allocation effects of a tax on corporate distributions, in: Journal of Public Economics, 15 (1), S. 1-22.

Brakmann, H. (1993): Aktienemissionen und Kurseffekte. Deutsche Bezugsrechtsemissionen für die Jahre 1987-1988, Gabler Verlag, Wiesbaden.

Bresser, R. und Thiele, R. V. (2008): Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 78. Jg., Heft 2, S. 175-203.

Brickey, K. (2003): From Enron to Worldcom and beyond: Life and crime after Sarbanes-Oxley, in: Washington University Law Quarterly, 81, S. 357-401.

Brück, M.; Kutter, S. und Tichy, R. (2009): Chefin der Chefs, in: Wirtschafs Woche vom 14.09.2009.

Bryan, S. und Klein, A. (2004): Non-management director options, board characteristics, and future firm investments and performance, Working Paper, New York University.

Buchanan, J., M. (1975): The samaritan's dilemma, in: Altruism, morality and economic theory, hrsg. von E. S. Phelps, Russell Sage Foundation, New York, S. 71-85.

Burkart, M.; Gromb, D. und Panunzi, F. (1997): Large shareholders, monitoring, and the value of the firm, in: Quarterly Journal of Economics, 112 (3), S. 693-728.

Burkart, M.; Panuzi, F. und Shleifer, A. (2003): Family firms, in: Journal of Finance, 58 (5), S. 2167-2202.

Cable, J. (1985): Capital market information and industrial performance: The role of West German banks, in: Economic Journal, 95 (377), S. 118-132.

Cadman, B. und Sunder, J. (2006): Investor myopia and CEO horizon incentives, Working Paper, University of Utah.

Caers, R.; Du Bois, C.; Jegers, M.; De Gieter, S.; Schepers, C. und Pepermans, R. (2006): Principal-agent relationships on the stewardship-agency axis, in: Nonprofit Management & Leadership, 17 (1), S. 25-47.

Caprio, L.; Croci, E. und Del Giudice, A. (2007): The role of families in acquisition decisions: Evidence from large European companies, Working Paper, Università Cattolica Milano.

Carlock, R. S. und Ward, J. L. (2001): Strategic planning for the family business: Parallel planning to unify the family and business, Palgrave, New York.

Carpenter, R. E.; Fazzari, S. M. und Petersen, B. C. (1994): Inventory investment, internal-finance fluctuations, and the business cycle, in: Brookings Papers on Economic Activity (2), S. 75-138.

Carter, D. A.; Rogers, D. A. und Simkins, B. J. (2006): Hedging and value in the U.S. airline industry, in: Journal of Applied Corporate Finance, 18 (4), S. 21-33.

Carter, D. A.; Simkins, B. J. und Simpson, W. G. (2003): Corporate governance, board diversity, and firm value, in: Financial Review, 38 (1), S. 33-53.

Caselli, F. und Gennaioli, N. (2006): Dynastic management, Working paper, London School of Economics.

Chami, R. (1999): What's different about family businesses?, Working Paper, University of Notre Dame.

Chan, L. K.; Lakonishok, J. und Sougiannis, T. (2001): The stock market valuation of research and development expenditures, in: Journal of Finance, 56 (6), S. 2431-2456.

Chan, S. H.; Martin, J. D. und Kensinger, J. W. (1990): Corporate research and development expenditures and share value, in: Journal of Financial Economics, 26 (2), S. 255-276.

Chen, X.; Harford, J. und Li, K. (2007): Monitoring: Which institutions matter?, in: Journal of Financial Economics, 86 (2), S. 279-305.

Chevalier, J. A. (2004): What do we know about cross-subsidization? Evidence from merging firms, in: Advances in Economic Analysis & Policy, 4 (3).

Cho, M.-H. (1998): Ownership structures, investment and the corporate value: an empirical analysis, in: Journal of Financial Economics (47), S. 103-121.

Chrisman, J. J.; Chua, J. H.; Kellermanns, F. W. und Chang, E. P. (2007): Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms, in: Journal of Business Research, 60 (10), S. 1030-1038.

Chrisman, J. J.; Chua, J. H. und Litz, R. A. (2004): Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual Issues and exploratory evidence, in: Entrepreneurship Theory & Practice, 28 (4), S. 335-354.

Chua, J. H.; Chrisman, J. J. und Chang, E. P. (2004): Are family firms born or made? An exploratory investigation, in: Family Business Review, 17 (1), S. 37-54.

Claessens, S.; Djankov, S. und Fan, J. P. (2003): When does corporate diversification matter to productivity and performance? Evidence from East Asia, in: Pacific-Basin Finance Journal, 11 (3), S. 365-392.

Claessens, S.; Djankov, S.; Fan, J. P. und Lang, L. H. (2002): Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, in: Journal of Finance, 57 (6), S. 2741-2771.

Claessens, S.; Djankov, S. und Lang, L. H. (2000): The separation of ownership and control in East Asian corporations, in: Journal of Financial Economics, 58 (1/2), S. 81-112.

Clark, K. und Ofek, E. (1994): Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 29, S. 541-565.

Cleary, S. (1999): The relationship between firm investment and financial status, in: Journal of Finance, 54 (2), S. 673-692.

Cleary, S. (2006): International corporate investment and the relationships between financial constraint measures, in: Journal of Banking & Finance, 30 (5), S. 1559-1580.

Clifford Chance (2009): Änderungen im Aktiengesetz, im Handelsgesetzbuch und im Deutschen Corporate Governance Kodex (Stand: 18. Juni 2008), Diskussionspapier von Clifford Chance.

Coase, R. H. (1937): The nature of the firm, in: Economica, 4, S. 386-405.

Coase, R. H. (1960): The problem of social cost, in: Journal of Law and Economics, 3, S. 1-44.

Coates, J. C. (2007): The goals and promise of the Sarbanes-Oxley Act, in: Journal of Economic Perspectives, 21 (1), S. 91-116.

Cockburn, I. und Griliches, Z. (1988): Industry effects and appropriability measures in the stock market's valuation of R&D and patents, in: American Economic Review, 78 (2), S. 419-423.

Coenenberg, A. G. (2005): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, Schäffer-Poeschel Verlag, 20. überarbeitete Auflage, Stuttgart.

Coffee, J. C. (1991): Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor, in: Columbia Law Review, 91 (6), S. 1277-1368.

Coffee, J. C. (2001): The rise of dispersed ownership: The roles of law and the state in the separation of ownership and control, Working Paper, Columbia University.

Coles, J. L.; Daniel, N. D. und Naveen, L. (2008a): Boards: Does one size fit all?, in: Journal of Financial Economics, 87 (2), S. 329-356.

Coles, J. L.; Lemmon, M. L. und Meschke, J. F. (2007): Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance, Working Paper, Arizona State University.

Coles, J. L.; Lemmon, M. L. und Wang, Y. (2008b): The joint determinants of managerial ownership, board independence, and firm performance, Working Paper, Arizona State University.

Cools, S. (2005): The real difference in corporate law between United States and Continental Europe: Distribution of powers, in: Delaware Journal of Corporate Law, 30 (3), S. 697-766.

Corbetta, G. und Salvato, C. (2004): Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence", in: Entrepreneurship Theory & Practice, 28 (4), S. 355-362.

Core, J. E. und Larcker, D. F. (2002): Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership, in: Journal of Financial Economics, 64 (3), S. 317-340.

Cotter, J. F. und Peck, S. W. (2001): The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist in: Journal of Financial Economics, 59 (1), S. 101-147.

Cronqvist, H. und Fahlenbrach, R. (2008): Large shareholders and corporate policies, Working Paper, The Ohio State University.

Cronqvist, H. und Nilsson, M. (2003): Agency costs of controlling minority shareholders, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 38 (4), S. 695-719.

Cucculelli, M. und Micucci, G. (2008): Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms, in: Journal of Corporate Finance, 14 (1), S. 17-31.

Czarnitzki, D. und Kraft, K. (2004): Management control and innovative activity, in: Review of Industrial Organization, 24, S. 1-24.

Dahya, J.; Dimitrov, O. und McConnell, J. J. (2008): Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis, in: Journal of Financial Economics, 87 (1), S. 73-100.

Daske, H.; Hail, L.; Leuz, C. und Verdi, R. (2008): Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences, in: Journal of Accounting Research, 46 (5), S. 1085-1142.

Davis, J. H.; Schoorman, F. D. und Donaldson, L. (1997): Toward a stewardship theory of management, in: Academy of Management Review, 22 (1), S. 20-47.

de Jong, A.; Kabir, R. und Nguyen, T. T. (2008): Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants, in: Journal of Banking & Finance, 32 (9), S. 1954-1969.

Del Monte, A. und Papagani, E. (2003): R&D and the growth of firms, in: Research Policy, 32 (6), S. 1003-1014.

Demb, A. und Neubauer, F.-F. (2002): The corporate board, Oxford University Press, Oxford.

Demirgüc-Kunt, A. und Maksimovic, V. (1999): Institutions, financial markets, and firm debt maturity, in: Journal of Financial Economics, 54 (3), S. 295-336.

Demsetz, H. (1983): The structure of ownership and the theory of the firm, in: Journal of Law and Economics, 26, S. 375-390.

Demsetz, H. und Lehn, K. (1985): The structure of corporate ownership: Causes and consequences, in: Journal of Political Economy, 93 (6), S. 1155-1177.

Demsetz, H. und Villalonga, B. (2001): Ownership structure and corporate performance, in: Journal of Corporate Finance, 7 (3), S. 209-233.

Denis, D. J.; Denis, D. K. und Sarin, A. (1997): Agency problems, equity ownership, and corporate diversification, in: Journal of Finance, 52 (1), S. 135-160.

Denis, D. K. und McConnell, J. J. (2003): International corporate governance, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 38 (1), S. 1-36.

Deutsche Börse Group (2009): General und Prime Standard - Zugang zum Europäischen Kapitalmarkt.

Deutsche Bundesbank (1999): Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten.

Diamond, D. W. (1984): Financial intermediation and delegated monitoring, in: Review of Economic Studies, 51 (166), S. 393-414.

Diamond, D. W. und Verrecchia, R. E. (1982): Optimal managerial contracts and equilibrium security prices, in: Journal of Finance, 37 (2), S. 275-287.

Dickgiesser, S. und Kaserer, C. (2009): Market effciency reloaded: Why insider trades do not reveal exploitable information, erscheint in: German Economic Review.

Dittmann, I.; Maug, E. G. und Schneider, C. (2009): Bankers on the boards of German firms: What they do, what they are worth, and why they are (still) there,

Dittmann, I. und Ulbricht, N. (2008): Timing and wealth effects of German dual class stock unifications, in: European Financial Management, 14 (1), S. 163-196.

Doberanzke, V. (1993): Exklusive Finanzierung mittelständischer Unternehmen, Gabler-Verlag, Wiesbaden.

Dobler, M. und Günther, N. (2008): Stand der de facto-Konvergenz von IFRS und US-GAAP – Eine empirische Analyse der Überleitungsrechnungen nach Form 20-F von Unternehmen aus der Europäischen Union, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 60. Jg., S. 809-845.

Doidge, C.; Karolyi, A. G. und Stulz, R. (2007): Why do countries matter so much for corporate governance?, in: Journal of Financial Economics, 86 (1), S. 1-39.

Donaldson, L. (1990): The ethereal hand: Organizational economics and management theory, in: Academy of Management Review, 15 (3), S. 369-381.

Döring, C. (2008): Die scheinbare Überlegenheit von Familienunternehmen, in: Börsen-Zeitung vom 26. Juli 2008.

Doukas, J. A.; Holmén, M. und Travlos, N. G. (2002): Corporate diversification and firm performance: Evidence from Swedish acquisitions, in: European Financial Management, 8, S. 281-314.

Dyck, A. und Zingales, L. (2004): Private benefits of control: An international comparison, in: Journal of Finance, 59 (2), S. 537-600.

Easterbrook, F. H. (1984): Two agency-cost explanations of dividends, in: American Economic Review, 74 (4), S. 650-659.

Eberhart, A. C.; Maxwell, W. F. und Siddique, A. R. (2004): An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases, in: Journal of Finance, 59 (2), S. 623-650.

Eckbo, B. E. (1986): Valuation effects of corporate debt offerings, in: Journal of Financial Economics, 15 (1/2), S. 119-151.

Edmans, A. (2009): Blockholder trading, market efficiency and manager myopia, Working Paper, University of Pennsylvania.

Edmans, A. und Manso, G. (2009): Governance through exit and voice: a theory of multiple blockholders, Working Paper, University of Pennsylvania.

Edwards, J. und Nibler, M. (2000): Corporate governance in Germany: The role of banks and ownership concentration, in: Economic Policy, 15 (31), S. 237-267.

Edwards, J. und Weichenrieder, A. J. (2009): Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration, Working Paper, University of Cambridge.

Edwards, J. und Weichenrieder, A. J. (2004): Ownership concentration and share valuation, in: German Economic Review, 5 (2), S. 143 -171.

Ehrhardt, O. und Nowak, E. (2003): Private Kontrollrenten in deutschen Familienunternehmen, in: Die Betriebswirtschaft, 63 (4), S. 363-377.

Ehrhardt, O.; Nowak, E. und Weber, F.-M. (2006): Running in the family - the evolution of owners, control and performance in German family-owned firms, 1903-2003, Working Paper, Swiss Finance Institute Research Paper Series Nr. 06 – 13.

Eisenhardt, K. M. (1989): Agency theory: An assessment and review, in: Academy of Management Review, 14 (1), S. 57-74.

Ellul, A. (2008): Control motivations and capital structure decisions, Working Paper, Indiana University.

Elsas, R. und Florysiak, D. (2008): Empirical capital structure research: New ideas, recent evidence, and methodological issues, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Nr. 6, S. 39-71.

Elsas, R. und Krahnen, J. P. (2004): Universal banks and relationships with firms, in: The German financial system, hrsg. von J. P. Krahnen und R. H. Schmidt, Oxford University Press, Oxford, S. 197-232.

Elston, J. A. und Goldberg, L. G. (2003): Executive compensation and agency costs in Germany, in: Journal of Banking & Finance, 27 (7), S. 1391-1410.

Emmons, W. R. und Schmid, F. A. (1998): Universal banking, allocation of control rights, and corporate finance in Germany, Working Paper, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Engel, U. und Reinecke, J. (1994): Panelanalyse - Grundlagen, Techniken, Beispiele, De Gruyter Verlag, Berlin.

Enriques, L. und Volpin, P. (2007): Corporate governance reforms in Continental Europe, in: Journal of Economic Perspectives, 21 (1), S. 117-140.

Erickson, T. und Whited, T. M. (2000): Measurement error and the relationship between investment and q, in: Journal of Political Economy, 108 (5), S. 1027-1057.

Erickson, T. und Whited, T. M. (2006): On the accuracy of different measures of q, in: Financial Management, 35 (3), S. 5-33.

Ernst, C. M.; Rapp, M. S. und Wolff, M. (2009): Remuneration of executives in German Prime Standard firms - empirical evidence (Vergütung von Vorstandsorganen deutscher Aktiengesellschaften: Ergebnisse einer Analyse der deutschen Prime Standard Unternehmen), in: Zeitschrift für Corporate Governance, 2, S. 901-905.

Ernstberger, J.; Stich, M. und Vogler, O. (2008): Economic consequences of the German reforms on the enforcement of IFRS, Working Paper, Georg-August Universität Göttingen.

Eshel, I.; Samuelson, L. und Shaked, A. (1998): Altruists, egoists, and hooligans in a local interaction model, in: American Economic Review, 88 (1), S. 157-179.

Expertenkommission Forschung und Innovation (2008): Gutachten zu Forschung, Innovation und technologischer Leistungsfähigkeit 2008, EFI, Berlin.

Faccio, M. und Lang, L. H. P. (2002): The ultimate ownership of Western European corporations, in: Journal of Financial Economics, 65 (3), S. 365-395.

Faccio, M.; Lang, L. H. P. und Young, L. (2001): Dividends and expropriation, in: American Economic Review, 91 (1), S. 54-78.

Faccio, M. und Lasfer, A. M. (2000): Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?, in: Journal of Corporate Finance, 6 (1), S. 71-100.

Fahlenbrach, R. (2007): Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance, Working Paper, Ohio State University (erscheint in: Journal of Financial and Quantitaive Analysis).

Fahlenbrach, R. und Stulz, R. M. (2009): Managerial ownership dynamics and firm value, in: Journal of Financial Economics, 92 (3), S. 342-361.

Fahrmeier, L.; Künstler, R.; Pigeot, I. und Tutz, G. (2001): Statistik - Der Weg zur Datenanalyse, Springer Verlag, 3. Auflage, Berlin 2001.

Fama, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm, in: Journal of Political Economy, 88 (2), S. 288-307.

Fama, E. F. und French, K. R. (2001): Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?, in: Journal of Financial Economics, 60 (1), S. 3-43.

Fama, E. F. und French, K. R. (2002): Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, in: Review of Financial Studies, 15 (1), S. 1-33.

Fama, E. F. und French, K. R. (2004a): The capital asset pricing model: Theory and evidence, in: Journal of Economic Perspectives, 18 (3), S. 25-46.

Fama, E. F. und French, K. R. (2004b): New lists: fundamentals and survival rates, in: Journal of Financial Economics, 73 (2), S. 229-269.

Fama, E. F. und Jensen, M. C. (1983a): Separation of ownership and control, in: Journal of Law & Economics, 26 (2), S. 301-325.

Fama, E. F. und Jensen, M. C. (1983b): Agency problems and residual claims, in: Journal of Law & Economics, 26 (2), S. 327-350.

Fan, J. P.; Titman, S. und Twite, G. (2008): An International comparison of capital structure and debt maturity choice, Working Paper, Chinese University of Hong Kong.

Fauver, L. und Fuerst, M. E. (2006): Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards, in: Journal of Financial Economics, 82 (3), S. 673-710.

Fauver, L.; Houston, J. und Naranjo, A. (2003): Capital market development, International integration, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross-country analysis, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 38 (1), S. 135-157.

Fazzari, S. M.; Hubbard, R. G. und Petersen, B. C. (1988): Financing constraints and corporate investment, in: Brookings Papers on Economic Activity (1), S. 141-206.

Fazzari, S. M.; Hubbard, R. G. und Petersen, B. C. (2000): Investment-cash flow sensitivities are useful: A comment on Kaplan and Zingales, in: Quarterly Journal of Economics, 115 (2), S. 695-705.

Ferrarini, G. und Giudici, P. (2005): Financial scandals and private enforcement: The Parmalat case, Working Paper, ECGI Working Paper Series in Law.

Ferreira, M. A. und Matos, P. (2008): The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world, in: Journal of Financial Economics, 88, S. 499-553.

Fich, E. M. und Shivdasani, A. (2006): Are busy boards effective monitors?, in: Journal of Finance, 61 (2), S. 689-724.

Fidrmuc, J. P.; Goergen, M. und Renneboog, L. (2006): Insider trading, news releases, and ownership concentration, in: Journal of Finance, 61 (6), S. 2931-2973.

Fischer, C. und Rudolph, B. (2000): Grundformen von Finanzsystemen, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen - Handbuch des Finanzsystems, hrsg. von Hagen J.; von Stein H.; Obst G. und Hintner, 40. Auflage, Schäffer-Pöschel, Stuttgart, S. 371-446.

Fisher, I. (1930): The theory of interest, Macmillan, New York.

Flannery, M. J. und Rangan, K. P. (2006): Partial adjustment toward target capital structures, in: Journal of Financial Economics, 79 (3), S. 469-506.

Flassak, H. (1995): Der Markt für Unternehmenskontrolle: eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des Deutschen Gesellschaftsrechts, Josef Eul Verlag, Köln.

Flören, R. H. (2002): Crown princess in the clay: An empirical study of the tackling of succession challenges in Dutch family firms, Dissertation, Universiteit Nyenrode.

Fok, R. C.; Carroll, C. und Chiou, M. C. (1997): Determinants of corporate hedging and derivatives: a revisit, in: Journal of Economics & Business, 49 (6), S. 570-585.

Frank, M. Z. und Goyal, V. K. (2007): Corporate leverage: How much do managers really matter?, Working Paper, University of Minnesota.

Frank, M. Z. und Goyal, V. K. (2009): Capital structure decisions: Which factors are reliably important?, in: Financial Management, 38 (1), S. 1-37.

Frank, R. H. (2000): Microeconomics and behavior, McGraw-Hill, 4. Auflage, Boston.

Franke, G. und Hax, H. (1999): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, Springer Verlag, 4. Auflage, Berlin.

Frankel, A. B. und Montgomery, J. D. (1991): Financial Structure: An International Perspective, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1, S. 257-297.

Franks, J. und Mayer, C. (1996): Hostile takeovers and the correction of managerial failure, in: Journal of Financial Economics, 40 (1), S. 163-181.

Franks, J. und Mayer, C. (2001): Ownership and control of German corporations, in: Review of Financial Studies, 14 (4), S. 943-977.

Franks, J.; Mayer, C. und Rossi, S. (2005): Spending less time with the family: the decline of family ownership in the UK, in: The history of corporate governance around the world, hrsg. von R. Morck, University of Chicago Press, Chicago, S. 581-612.

Franks, J. R.; Mayer, C.; Volpin, P. F. und Wagner, H. F. (2009): The life cycle of family ownership: A comparative study of France, Germany, Italy and the U.K, Working Paper, London Business School.

French, J. R. und Raven, B. (1959): The bases of social power, in: Studies in social power, hrsg. von D. Cartwright und A. Zander, S., Ann Arbor, S. 150-167

Frey, H. und Oehler, A. (2009): Bilanzierung und Bewertung immaterieller Vermögenswerte im Deutschen Aktienindex DAX der Jahre 2005 bis 2007, in: Finanz Betrieb, 6/2009, S. 316-323.

Friend, I. und Lang, L. H. (1988): An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure, in: Journal of Finance, 43 (2), S. 271-281.

Froot, K. A. und O'Connell, P. G. (1997): On the pricing of intermediated risks, Working Paper, University of Pennsylvania.

Früh, H.-G. (1999): Die Rolle der Banken in der Corporate Governance - ein Erklärungsansatz der Neuen Institutionellen Ökonomie, Verlag Paul Haupt, Bern.

Furubotn, E. G. und Pejovich, S. (1972): Property rights and economic theory: A survey of recent literature, in: Journal of Economic Literature, 10, S. 1137-1162.

Gabaix, X. und Landier, A. (2008): Why has CEO pay increased so much?, in: Quarterly Journal of Economics, 123 (1), S. 49-100.

Garvey, G. T. und Hanka, G. (1999): Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage, in: Journal of Finance, 54 (2), S. 519-546.

Gegenfurtner, B.; Ampenberger, M. und Kaserer, C. (2009): The impact of managerial ownership, monitoring and accounting standard choice on accrual mispricing, CEFS Working Paper Nr. 2009-02, Technische Universität München.

Gersick, K. E.; Davis, J. A. und Hampton McCollon, M. (1997): From generation to generation: Life cycles of the family business, Harvard Business School Press, Cambridge.

Gertner, R. H.; Scharfstein, D. S. und Stein, J. C. (1994): Internal versus external capital markets, in: Quarterly Journal of Economics, 109 (4), S. 1211-1230.

Gibson, J. L.; Ivancevich, J. M. und Donneley, J. H. (1991): Organizations, Irwin, Homewood.

Gilson, R. J. (2004): Globalizing corporate governance: convergence of form or function, in: Convergence and persistence in corporate governance, hrsg. von J. N. Gordon und M. J. Roe, Cambridge University Press, Cambridge, S. 128-158.

Gilson, S. C. (1989): Management turnover and financial distress, in: Journal of Financial Economics, 25 (2), S. 241-262.

Goergen, M.; Manjon, M. C. und Renneboog, L. (2008): Is the German system of corporate governance converging towards the Anglo-American model?, in: Journal of Management & Governance, 12 (1), S. 37-71.

Goldman, E.; Rocholl, J. und So, J. (2009): Do politically connected boards affect firm value?, in: Review of Financial Studies, 22 (6), S. 2331-2360.

Gompers, P.; Ishii, J. und Metrick, A. (2003): Corporate governance and equity prices, in: Quarterly Journal of Economics, 118 (1), S. 107-155.

Gompers, P.; Lerner, J. und Scharfstein, D. (2005): Entrepreneurial spawning: Public corporations and the genesis of new ventures, 1986 to 1999, in: Journal of Finance, 60 (2), S. 577-614.

Gompers, P. A. und Metrick, A. (2001): Institutional investors and equity prices, in: Quarterly Journal of Economics, 116 (1), S. 229-259.

Gordon, J. N. und Roe, M. J. (2004): Convergence and persistence in corporate governance, Cambridge University Press, Cambridge.

Gorton, G. und Schmid, F. A. (2000): Universal banking and the performance of German firms, in: Journal of Financial Economics, 58 (1/2), S. 29-80.

Gorton, G. und Schmid, F. A. (2004): Capital, labor, and the firm: A study of German codetermination, in: Journal of the European Economic Association, 2 (5), S. 863-905.

Göx, R. (2004): Erfolgsabhängige Gehälter, Belohnung für den Zufall und der Einfluss des Managements auf die Gestaltung seines eigenen Vergütungssystems, in: Schmalenbach Business Review, Sonderheft Nr. 51, S. 27-55.

Greenwald, B.; Stiglitz, J. E. und Weiss, A. (1984): Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations, in: American Economic Review, 74 (2), S. 194-199.

Gribbin, J. D. (1976): The conglomerate merger, in: Applied Economics, 8 (1), S. 19-35.

Groß, K. (2007): Equity owners and performance - an empirical study of German traded companies, Physica-Verlag, Heidelberg.

Grossman, S. J. und Hart, O. (1982): Corporate financial structure and managerial incentives, in: The economics of information and uncertainty, hrsg. von J.J. McCall, University of Chicago Press, Chicago, S. 107-140.

Grossman, S. J. und Hart, O. D. (1980): Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: Bell Journal of Economics, 11 (1), S. 42-64.

Grossman, S. J. und Hart, O. D. (1986): The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, in: Journal of Political Economy, 94 (4), S. 691-719.

Grossman, S. J. und Hart, O. D. (1988): One share-one vote and the market for corporate control, in: Journal of Financial Economics, 20 (1/2), S. 175-202.

Grullon, G.; Michaely, R. und Swaminathan, B. (2002): Are dividend changes a sign of firm maturity?, in: Journal of Business, 75 (3), S. 387-424.

Grünbichler, A.; Graf, S. und Wilde, C. (2003): Private Equity und Hedge Funds in der Strategischen Asset Allocation, in: Handbuch Asset Allocation - Innovative Konzepte zur systematischen Portfolioplanung, hrsg. von H. Dichtl; J. Kleeberg und C. Schlenger, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden, S. 571-600.

Günther, N.; Gegenfurtner, B.; Kaserer, C. und Achleitner, A.-K. (2009): Drivers of earnings quality in a bank-based economy – evidence from voluntary vs. manda-

tory IFRS adoption in Germany, CEFS Working Paper Nr. 2009-09, Technische Universität München.

Habbershon, T. G. und Williams, M. (1999): A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms, in: Family Business Review, 12 (1), S. 1-25.

Habbershon, T. G.; Williams, M. und MacMillan, I. C. (2003): A unified systems perspective of family firm performance, in: Journal of Business Venturing, 18 (4), S. 451-465.

Hall, B. H. (1992): Investment and research and development at the firm level: Does the source of funding matter?, NBER Working Paper Series Nr. 4096, National Bureau of Economic Research.

Hall, B. H. (1993): The stock market's valuation of R&D investment during the 1980's, in: American Economic Review, 83 (2), S. 259-264.

Hall, B. H. und Oriani, R. (2006): Does the market value R&D investment by European firms? Evidence from a panel of manufacturing firms in France, Germany, and Italy, in: International Journal of Industrial Organization, 24 (5), S. 971-993.

Hall, B. J. und Liebmann, J. B. (1998): Are CEOs really paid like bureaucrats?, in: Quarterly Journal of Economics, 113 (3), S. 653-691.

Handler, W. C. (1989): Methodological issues and considerations in studying family businesses, in: Family Business Review, 2 (3), S. 257-276.

Harris, M. und Raviv, A. (1988): Corporate governance: Voting Rights and majority rules, in: Journal of Financial Economics, 20 (1/2), S. 203-235.

Harris, M. und Raviv, A. (1991): The theory of capital structure, in: Journal of Finance, 46 (1), S. 297-355.

Harris, T. S.; Lang, M. und Möller, H.-P. (1994): The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis, in: Journal of Accounting Research, 32 (2), S. 187-209.

Hart, O. (1995): Firms, contracts and financial structure, Oxford University Press, Oxford.

Hart, O. (2001): Financial contracting, in: Journal of Economic Literature, 39 (4), S. 1070-1100.

Hart, O. und Moore, J. (1990): Property rights and the nature of the firm, in: Journal of Political Economy, 98 (6), S. 1119-1158.

Hart, O. (1983): The market mechanism as an incentive scheme, in: Bell Journal of Economics, 14 (2), S. 366-382.

Hartmann-Wendels, T. (2001): Finanzierung, in: Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, hrsg. von P. J. Jost, Schäfer-Pöschel, Stuttgart, S. 117-146.

Hayes, R. M.; Mehran, H. und Schaefer, S. (2004): Board committee structures, ownership, and firm performance, Working Paper, University of Utah.

Hayn, S. und Waldersee, G. G. (2008): IFRS, HGB, HGB-BilMoG im Vergleich - Synoptische Darstellung mit Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz, Schäffer-Pöschel, Stuttgart.

Healy, P. M. (1985): The effects of bonus scheme on accounting decisions, in: Journal of Accounting & Economics, 7 (1/2/3), S. 85-107.

Hecker, R. (2000): Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht - Teil I: Empirische Analyse des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes im Vertragskonzern, Gabler Verlag, Wiesbaden.

Heckman, J.; Ichimura, H. und Todd, P. (1998): Matching as an econometric evaluation estimator, in: Review of Economic Studies, 65, S. 261-294.

Helwege, J.; Pirinsky, C. und Stulz, R. M. (2007): Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership, in: Journal of Finance, 62 (3), S. 995-1028.

Hermalin, B. E. und Weisbach, M. S. (1991): The effects of board composition and direct incentives on firm performance, in: Financial Management, 20 (4), S. 101-112.

Hermalin, B. E. und Weisbach, M. S. (2003): Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature, in: Economic Policy Review, 9 (1), S. 7-26.

Heuser, P. J.; Theile, C. und Pawelzik, K. U. (2007): IFRS Handbuch - Einzel- und Konzernabschluss, Verlag Dr. Otto Schmidt, 3. neu bearbeitete Auflage, Köln.

Himmelberg, C. P.; Hubbard, R. G. und Palia, D. (1999): Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, in: Journal of Financial Economics, 53, S. 353-384.

Himmelberg, C. P. und Petersen, B. C. (1994): R&D and internal finance: A panel study of small firms in high-tech industries, in: Review of Economics & Statistics, 76 (1), S. 38-51.

Hirschman, A. O. (1970): Exit, voice, and loyality: Responses to decline in firms, organizations, and states, Harvard University Press, Cambridge.

Hofstede, G. (1980): Culture's consequences: International differences in work-related values, Sage Publications, Ltd., Newbury Park et al.

Hofstede, G. (1991): Cultures and organizations: software of the mind, McGraw-Hill, London.

Holderness, C. G. (2003): A Survey of blockholders and corporate control, in: Economic Policy Review, 9 (1), S. 51-64.

Holderness, C. G.; Kroszner, R. S. und Sheehan, D. P. (1999): Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression, in: Journal of Finance, 54 (2), S. 435-469.

Holmen, M.; Knopf, J. D. und Peterson, S. (2007): Trading-off corporate control and personal diversification through capital structure and merger activity, in: Journal of Business Finance & Accounting, 34 (9/10), S. 1470-1495.

Holmstrom, B. (1979): Moral hazard and observability, in: The Bell Journal of Economics, 10 (1), S. 74-91.

Holmstrom, B. (1989): Agency costs and innovation, in: Journal of Economic Behavior and Organization, 12, S. 305-327.

Holmstrom, B. und Kaplan, S. N. (2001): Cororate governance and merger activity in the United States - Making sense of the 1980s and 1990s, in: Journal of Economic Perspectives 15 (2), S. 121-144.

Höppner, M. (2003): Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Campus Verlag, Frankfurt a.M.

Hoshi, T.; Kashyap, A. und Scharfstein, D. (1990): The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, in: Journal of Financial Economics, 27 (1), S. 67-88.

Hotchkiss, E. S. und Mooradian, R. M. (1998): Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11, in: Journal of Financial Intermediation, 7, S. 240-262.

Houston, J.; Jamesa, C. und Marcus, D. (1997): Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking, in: Journal of Financial Economics, 46 (2), S. 135-164.

Hovakimian, A. (2006): Are observed capital structures determined by equity market timing?, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 41 (1), S. 221-243.

Hovakimian, A.; Opler, T. und Titman, S. (2001): The debt-equity choice, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 36 (1), S. 1-24.

Howton, S. D.; Howton, S. W. und Perfect, S. B. (1998): The market reaction to straight debt issue: The effects of free cash flow, in: Journal of Financial Research, 21 (2), S. 219-228.

Huang, P.; Zhang, Y.; Deis, D. R. und Moffitt, J. S. (2009): Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently?, in: Journal of Banking & Finance, 33 (2), S. 224-233.

Hubbard, R. G. (1998): Capital-market imperfections and investment, in: Journal of Economic Literature, 36 (1), S. 193-225.

Hyland, D. C. und Diltz, J. D. (2002): Why firms diversify: An empirical examination, in: Financial Management, 31 (1), S. 51-81.

Jacobs, M. T. (1991): Short-term America: The causes and cures of our business myopia, Harvard Business School Press, Cambridge.

Jacquemin, A. P. und Berry, C. H. (1979): Entropy measure of diversification and corporate growth, in: Journal of Industrial Economics, 27 (4), S. 359-369.

Jäkel, I. (2009): Die Familien-Heuschrecken, in: Finance vom 30. Januar 2009.

James, H. S. (1999): Owner as manager, extended horizons and the family firm, in: International Journal of the Economics of Business, 6 (1), S. 41-55.

Jaskiewicz, P. (2006): Performance-Studie börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland, Frankreich und Spanien, Josef Eul Verlag, Köln.

Jeng, L. A.; Metrick, A. und Zeckhauser, R. (2003): Estimating the returns to insider trading: A performance-evaluation perspective, in: Review of Economics and Statistics, 85 (2), S. 453-471.

Jenkinson, T. und Ljungqvist, A. (2001): The role of hostile stakes in German corporate governance, in: Journal of Corporate Finance, 7, S. 397-446.

Jensen, G. R.; Solberg, D. P. und Zorn, T. S. (1992): Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 27 (2), S. 247-263.

Jensen, M. C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, in: American Economic Review, 76 (2), S. 323-329.

Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their causes and consequences, in: Journal of Economic Perspectives, 2 (1), S. 21-48.

Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the public corporation, in: Harvard Business Review, 67 (5), S. 61-74.

Jensen, M. C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: Journal of Finance, 48 (3), S. 831-880.

Jensen, M. C. (1994): Self interest, altruism, incentives, and agency theory, in: Journal of Applied Corporate Finance, 7 (2), S. 40-45.

Jensen, M. C. und Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics, 3 (4), S. 305-360.

Jensen, M. C. und Meckling, W. H. (1979): Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination, in: Journal of Business, 52 (4), S. 469-506.

Jensen, M. C. und Murphy, K. J. (1990): Performance pay and top management incentives, in: Journal of Political Economy, 98 (2), S. 225-264.

Jensen, M. C. und Ruback, R. S. (1983): The market for corporate control, in: Journal of Financial Economics, 11 (1-4), S. 5-50.

Jin, L. (2002): CEO compensation, diversification, and incentives, in: Journal of Financial Economics, 66 (1), S. 29-63.

Jin, Y. und Jorion, P. (2006): Firm value and hedging: Evidence from U.S. oil and gas producers, in: Journal of Finance, 61 (2), S. 893-919.

Johnson, S.; La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. und Shleifer, A. (2001): Tunnelling, in: American Economic Review, 90 (2), S. 22-27.

Johnson, T. H. und Kaplan, R. S. (1987): Relevance lost, Harvard Business School Press, Cambridge.

Jostarndt, P. und Sautner, Z. (2008): Financial distress, corporate control, and management turnover, in: Journal of Banking & Finance, 32 (10), S. 2188-2204.

Jung, K.; Kim, Y.-C. und Stulz, R. (1996): Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision, in: Journal of Financial Economics, 42 (2), S. 159-185.

Junker, A. (2008): Eigentümer managen Unternehmen besser; HAFix-Familienindizes rücken inhabergeführte Aktiengesellschaften stärker in den Vordergrund - Anlagen sind risikoärmer, in: Börsen-Zeitung vom 2. Juli 2008.

Kadapakkam, P.-R.; Kumar, P. C. und Riddick, L. A. (1998): The impact of cash flows and firm size on investment: The International evidence, in: Journal of Banking & Finance, 22 (3), S. 293-320.

Kahn, C. und Winton, A. (1998): Ownership structure, speculation, and shareholder intervention, in: Journal of Finance, 53 (1), S. 99-129.

Kang, J.-K. und Stulz, R. (1996): How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues, in: Review of Financial Studies, 9 (1), S. 109-139.

Kaplan, S. N. (1989): The effects of management buyouts on operating performance and value, in: Journal of Financial Economics, 24 (2), S. 217-254.

Kaplan, S. N. und Stromberg, P. (2003): Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts, in: Review of Economic Studies, 70, S. 281-315.

Kaplan, S. N. und Stromberg, P. (2004): Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses, in: Journal of Finance, 59, S. 2177-2210.

Kaplan, S. N. und Zingales, L. (1997): Do Investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?, in: Quarterly Journal of Economics, 112 (1), S. 169-215.

Kaplan, S. N. und Zingales, L. (2000): Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints, in: Quarterly Journal of Economics, 115 (2), S. 707-712.

Kaserer, C. (2001): Corporate Governance in der Schweiz - Eine ökonomisch orientierte Bestandsaufnahme, in: Probleme der Finanzmärkte: Währungs- und Finanzkrisen / Aspekte der Unternehmensfinanzierung, hrsg. von R. Schauer und G. Aschinger, Universitätsverlag Rudolf Trauner, S. 175-196.

Kaserer, C. (2007): Investition und Finanzierung, case by case, Verlag Recht und Wirtschaft, 2. Auflage, Frankfurt a.M.

Kaserer, C.; Achleitner, A.-K. und Moldenhauer, B. (2005): Entrepreneurial Firms: Einfluss der Eigentümerstruktur auf Unternehmensperformance und Kapitalmarktfähigkeit, in: Betriebs-Berater, 60. Jg., S. 2-8.

Kaserer, C.; Achleitner, A.-K.; Moldenhauer, B. und Ampenberger, M. (2006): Ein Jahr "German Entrepreneurial Index (GEX)" - Bestandsaufnahme und Analyse, in: Finanz Betrieb, 1/2006, S. 10-17.

Kaserer, C.; Achleitner, A.-K.; von Einem, C. und Schiereck, D. (2007): Private Equity in Deutschland - Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Books on Demand, Norderstedt.

Kaserer, C. und Bress, S. (2003): Neuere Entwicklungen der Corporate Governance auf dem Prüfstand - Eine ökonomische Perspektive, in: Wirtschaftsprüfung und Unternehmensüberwachung, hrsg. von P. Wollmert; N. Schönbrunn; U. Jung; H. Siebert und M. Henke, IDW-Verlag, Düsseldorf, S. 77-99.

Kaserer, C. und Klingler, C. (2008): The accrual anomaly under different accounting standards - lessons learned from the German experiment, in: Journal of Business Finance & Accounting, 35 (7/8), S. 837-859.

Kaserer, C. und Lenz, U. (2009): Wachstum und Unabhängigkeit durch Eigenkapitalfinanzierung, Studie hrsg. von der Deutschen Börse.

Kaserer, C. und Moldenhauer, B. (2008): Insider ownership and corporate performance: Evidence from Germany, in: Review of Managerial Science, 2 (1), S. 1-35.

Kaserer, C. und Schiereck, D. (2006): Deutsche Börse: Going public and being public - The impact of the listing decision on the cost of capital: An International comparison, CEFS Research Report 2006.

Kaserer, C. und Schiereck, D. (2007): Going public and being public - A global comparison of the impact of the listing decision on the cost of capital, CEFS Research Report 2007.

Kaserer, C. und Schiereck, D. (2008): Primary market activity and the cost of going and being public, CEFS Research Report 2008.

Kashyap, A. K. und Lamont, O. A. (1994): Credit conditions and the cyclical behavior of inventories, in: Quarterly Journal of Economics, 109 (3), S. 565-592.

Kayhan, A. (2008): Managerial discretion and the capital structure dynamics, Working Paper, Lousiana State University.

Kayhan, A. und Titman, S. (2007): Firms' histories and their capital structures, in: Journal of Financial Economics, 83 (1), S. 1-32.

Kengelbach, J. und Roos, A. (2006): Entflechtung der Deutschland AG, The Boston Consulting Group GmbH.

Khanna, T. (2000): Business groups and social welfare in emerging markets: Existing evidence and unanswered questions, in: European Economic Review, 44 (4-6), S. 748-761.

Khanna, T. und Palepu, K. (2000): Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups, in: Journal of Finance, 55 (2), S. 867-891.

Khanna, T. und Rivkin, J. W. (2001): Estimating the performance effects of business groups in emerging markets, in: Strategic Management Journal, 22 (1), S. 45-74.

Khanna, T. und Yafeh, Y. (2005): Business Groups and Risk Sharing around the World, in: Journal of Business, 78 (1), S. 301-340.

Kiesewetter, D. und Dietrich, M. (2009): Direkte Aktienanlage oder Aktienfonds – Welchen Einfluss haben Steuern und Kosten auf die Anlageentscheidung?, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Heft 5, S. 337-412.

Kim, W. S. und Sorensen, E. H. (1986): Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 21 (2), S. 131-144.

King, M. (1977): Public policy and the corporation, Chapman and Hall, London.

King, R. G. und Levine, R. (1993): Finance and growth: Schumpeter might be right, in: Quarterly Journal of Economics, 108 (3), S. 717-737.

Klasa, S. (2007): Why do controlling families of public firms sell their remaining ownership stake?, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 42 (2), S. 339-367.

Klein, S. B. (2000): Family businesses in Germany - significance and structure, in: Family Business Review, 13, S. 157-182.

Klein, S. B. (2004): Familienunternehmen, Gabler Verlag, 2. Auflage, Wiesbaden.

Klein, S. B.; Astrachan, J. H. und Smyrnios, K. X. (2005): The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory, in: Entrepreneurship Theory & Practice, 29 (3), S. 321-339.

Klöckner, O. (2009): Buy-outs in family businesses – changes in corporate governance, instruments of managerial control, and financial practices, Gabler Verlag, Wiesbaden.

Knight, F. H. (1921): Risk, uncertainty, and profit, Hart, Schaffner & Marx, Boston.

Koeberle-Schmidt, A. und Nützel, O. (2005): Family Business Governance: Herausforderungen und Mechanismen, INTES Zentrum für Familienunternehmen, Vallendar.

Köke, J. (1999): New evidence on ownership structures in Germany, ZEW Discussion Paper Nr. 99-60.

Köke, J. (2001): New evidence on ownership structures in Germany, in: Kredit und Kapital, 34 (2), S. 257-292.

Köke, J. (2004): The market for corporate control in a bank-based economy: A governance device?, in: Journal of Corporate Finance, 10, S. 53-80.

Köke, J. und Renneboog, L. (2005): Do corporate control and product market competition lead to stronger productivity growth? Evidence from market-orientated and

blockholder-based governance regimes, in: Journal of Law & Economics, 48 (2), S. 475-516.

Kole, S. R. (1996): Managerial ownership and firm performance: Incentives or rewards?, in: Advances in Financial Economics, 2, S. 119-149.

Kose, J. und Litov, L. P. (2006): Managerial entrenchment and capital structure - new evidence, Working Paper, University of New York.

Kothari, S. P.; Laguerre, T. E. und Leone, A. J. (2002): Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays, in: Review of Accounting Studies, 7, S. 355-382.

Krahnen, J. P. und Schmidt, R. H. (2004): The purpose and structure of the book, in: The German financial system, hrsg. von J. P. Krahnen und R. H. Schmidt, Oxford University Press, Oxford, S. 3 -18.

Krasker, W. S. (1986): Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information, in: Journal of Finance, 41, S. 93-105.

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Shleifer, A. und Vishny, R. (1998): Law and finance, in: Journal of Political Economy, 106 (6), S. 1113-1155.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. und Shleifer, A. (1999): Corporate ownership around the world, in: Journal of Finance, 54 (2), S. 471-517.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. und Vishny, R. (2000): Investor protection and corporate governance, in: Journal of Financial Economics, 58 (1/2), S. 3-27.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. und Vishny, R. (2002): Investor protection and corporate valuation, in: Journal of Finance, 57 (3), S. 1147-1170.

Lambert, R. (1983): Long-term contracts and moral hazard, in: Bell Journal of Economics, 14, S. 441-452.

Lamont, O. A. (1997): Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets, in: Journal of Finance, 52 (1), S. 83-109.

Lane, P. J.; Cannella Jr., A. und Lubatkin, M. H. (1998): Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered, in: Strategic Management Journal, 19 (6), S. 555-578.

Lang, L. und Ofek, E. (1996): Leverage, investment, and firm growth, in: Journal of Financial Economics, 40 (1), S. 3-29.

Lang, L. H. und Stulz, R. M. (1994): Tobin's q, corporate diversification, and firm performance, in: Journal of Political Economy, 102 (6), S. 1248-1280.

Laverty, K. J. (1996): Economic "short-termism": The debate, the unresolved issues, and the implications for management practice, in: Academy of Management Review, 21 (3), S. 825-860.

Lawler, E. (1986): High involvement management, Jossey-Bass, San Francisco.

Lawler, E. (1992): The ultimate advantage, Jossey-Bass, San Francisco.

Leary, M. T. und Roberts, M. R. (2005): Do firms rebalance their capital structures?, in: Journal of Finance, 60 (6), S. 2575-2619.

Lee, P. M. und O'Neill, H. M. (2003): Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives, in: Academy of Management Journal, 46 (2), S. 212-225.

Lehn, K. und Poulsen, A. (1989): Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, in: Journal of Finance, 44 (3), S. 771-787.

Leiber, M. (2008): Performance-Studie deutscher Familienunternehmen, Dissertation, Universität Augsburg.

Leland, H. E. und Pyle, D. H. (1977): Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, in: Journal of Finance, 32 (2), S. 371-387.

Lemmon, M. L.; Roberts, M. R. und Zender, J. F. (2008): Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure, in: Journal of Finance, 63 (4), S. 1575-1608.

Leuz, C. (2007): Was the Sarbanes Oxley Act of 2002 really this costly? A discussion of evidence from event returns and going-private decisions, in: Journal of Accounting & Economics, 44 (1/2), S. 146-165.

Leuz, C.; Nanda, D. und Wysocki, P. D. (2003): Earnings management and investor protection: An international comparison, in: Journal of Financial Economics, 69 (3), S. 505-527.

Leuz, C. und Wüstemann, J. (2004): The role of accounting in the German financial system, in: The German financial system, hrsg. von J. P. Krahnen und R. H. Schmidt, Oxford University Press, Oxford, S. 450-482.

Lev, B.; Sarath, B. und Sougiannis, T. (2005): R&D reporting biases and their consequences, in: Contemporary Accounting Research, 22 (4), S. 977-1026.

Lev, B. und Sougiannis, T. (1996): The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D, in: Journal of Accounting & Economics, 21 (1), S. 107-138.

Levine, R. (1997): Financial development and economic growth: Views and agenda, in: Journal of Economic Literature, 35 (2), S. 688-726.

Levine, R. (1998): The legal environment, banks, and long-run economic growth, in: Journal of Money, Credit & Banking, 30 (3), S. 596-613.

Levine, R. und Zervos, S. (1998): Stock markets, banks, and economic growth, in: American Economic Review, 88 (3), S. 537-558.

Levinthal, D. (1988): A survey of agency models of organizations, in: Journal of Economic Behavior and Organization, 9, S. 153-185.

Linck, J. S.; Netter, J. M. und Yang, T. (2008): The determinants of board structure, in: Journal of Financial Economics, 87, S. 308-328.

Lindstädt, H.; Rapp, M. und Wolff, M. (2008): Studienergebnisse zur Vergütung von Vorstandsorganen, in: Der Aufsichtsrat, 07-08, S. 109-110.

Lins, K. und Servaes, H. (1999): International evidence on the value of corporate diversification, in: Journal of Finance, 54 (6), S. 2215-2239.

Lins, K. und Servaes, H. (2002): Is corporate diversification beneficial in financial markets?, in: Financial Management, 31, S. 5-31.

Lintner, J. (1965): The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, in: Review of Economics and Statistics, 47, S. 13-37.

Littunen, H. und Hyrsky, K. (2000): The early entrepreneurial stage in Finnish family and nonfamily firms, in: Family Business Review, 13 (1), S. 41-54.

Litz, R. A. (1995): The family business: Toward definitional clarity, in: Family Business Review, 8 (2), S. 71-81.

Liu, L. X. (2005): Do firms have target leverage ratios? Evidence from historical market-to-book and past returns, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology.

Loderer, C. und Martin, K. (1997): Executive stock ownership and performance tracking faint traces, in: Journal of Financial Economics, 45 (2), S. 223-256.

Loderer, C. und Waelchli, U. (2009): Firm age and performance, Working Paper, Universität Bern.

Loewenstein, G. und Thaler, R. H. (1989): Anomalies, in: Journal of Economic Perspectives, 3 (4), S. 181-193.

Lowry, M. und Schwert, W. G. (2002): IPO market cycles: Bubbles or sequential learning?, in: Journal of Finance, 57 (3), S. 1171-1200.

MacAvoy, P.; Cantor, S.; Dana, J. D. und Peck, S. (1983): ALI Proposals for increased control of the corporation by the board of directors: An economic analysis, in: Statement of the business roundtable on the American Law Institute's proposed principles of corporate governance and structure: Restatement and recommendations, Business Roundtable, New York.

MacAvoy, P. und Millstein, I. M. (1999): The active board of directors and its effect on the performance of the large publicly traded corporation, in: Journal of Applied Corporate Finance, 11 (4), S. 8-20.

Mace, M. L. (1971): Directors: Myth and reality, Harvard Business School Press, Boston.

Maksimovic, V. und Phillips, G. (2002): Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence, in: Journal of Finance, 57 (2), S. 721-767.

Malmendier, U. und Tate, G. (2005): CEO overconfidence and corporate investment, in: Journal of Finance, 60 (6), S. 2661-2700.

Manne, H. G. (1965): Mergers and the market for corporate control, in: Journal of Political Economy, 73, S. 110-120.

Marris, R. (1963): A model of the "managerial" enterprise, in: Quarterly Journal of Economics, 77 (2), S. 185-209.

Martin, J. D. und Sayrak, A. (2003): Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature, in: Journal of Corporate Finance, 9 (1), S. 37-57.

Maslow, A. (1970): Motivation and personality, Harper & Row, New York.

Masulis, R. W. und Korwar, A. (1986): Seasoned equity offerings: An empirical Iinvestigation, in: Journal of Financial Economics, 15 (1/2), S. 91-118.

Matsusaka, J. (1993): Takeover motives during the conglomerate merger wave, in: RAND Journal of Economics, 24, S. 357-379.

Matthes, J. (2000): Das deutsche Corporate-Governance-System: Wandel von Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken, Deutscher Instituts Verlag, Köln.

Maug, E. (1998): Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?, in: Journal of Finance, 53 (1), S. 65-98.

Maury, B. (2006): Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, in: Journal of Corporate Finance, 12 (2), S. 321-341.

May, D. O. (1995): Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?, in: Journal of Finance, 50 (4), S. 1291-1308.

McCahery, J.; Moerland, P.; Raaijmakers, T. und Renneboog, L. (2002): Corporate governance regimes: Convergence and diversity, Oxford University Press, Oxford.

McCahery, J.; Sautner, Z. und Starks, L. T. (2008): Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors, Working Paper, University of Amsterdam.

McClelland, D. C. (1975): Power: The inner experience, Irvington, New York.

McConaughy, D. L.; Walker, M.; Glenn, H. und Mishra, C. S. (1998): Founding family controlled flrms: Efficiency and value, in: Review of Financial Economics, 7 (1), S. 1-19.

McConnell, J. und Muscarella, C. J. (1985): Corporate capital investment decisions and the market value of the firms, in: Journal of Financial Economics, 14, S. 399-422.

McConnell, J. J. und Servaes, H. (1990): Additional evidence on equity ownership and corporate value, in: Journal of Financial Economics, 27 (2), S. 595-612.

McConnell, J. J.; Servaes, H. und Lins, K. V. (2008): Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm, in: Journal of Corporate Finance, 14 (2), S. 92-106.

McGregor, D. (1960): The human side of enterprise, McGraw-Hill, New York.

McGregor, D. (1966): Leadership and motivation, MIT Press, Cambridge.

Mehran, H. (1992): Executive incentive plans, corporate control, and capital structure, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 27 (4), S. 539-560.

Mello, A. S. und Repullo, R. (2004): Shareholder activism is non-monotonic in market liquidity, in: Finance Research Letters, 1, S. 2-10.

Milgrom, P. R. (1988): Employment contracts, influence activities, and efficient organization design, in: Journal of Political Economy, 96 (1), S. 42-60.

Miller, D. und Le Breton-Miller, I. (2006): Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities, in: Family Business Review, 19 (1), S. 73-87.

Miller, D.; Le Breton-Miller, I.; Lester, R. H. und Cannella, A. A. (2007): Are family firms really superior performers?, in: Journal of Corporate Finance, 13 (5), S. 829-858.

Mishra, C. S. und McConaughy, D. L. (1999): Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt, in: Entrepreneurship: Theory & Practice, 23 (4), S. 53-64.

Mitchell, M. L. und Mulherin, H. J. (1996): The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, in: Journal of Financial Economics, 41 (2), S. 193-229.

Modigliani, F. und Miller, M. H. (1958): The cost of capital, corporatation finance and the theory of investment, in: American Economic Review, 48 (3), S. 261-297.

Moldenhauer, B. (2007): Insider ownership, shareholder structures and corporate governance, Verlag Wissenschaft und Praxis, Sternenfels.

Montgomery, C. A. (1994): Corporate diversification, in: Journal of Economic Perspectives, 8 (3), S. 163-178.

Montgomery, C. A. und Wernerfelt, B. (1988): Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q, in: RAND Journal of Economics, 19 (4), S. 623-632.

Morck, R.; David, S. und Yeung, B. (2000): Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease, in: Concentrated corporate ownership, hrsg. von R. Morck, University of Chicago Press, Chicago, S. 319-369.

Morck, R.; Shleifer, A. und Vishny, R. W. (1988): Management owners and market valuation: An empirical analysis, in: Journal of Financial Economics, 20 (1/2), S. 293-315.

Morck, R.; Wolfenzon, D. und Yeung, B. (2005): Corporate governance, economic entrenchment, and growth, in: Journal of Economic Literature, 43 (3), S. 655-720.

Morck, R. und Yeung, B. (2003): Agency problems in large family business groups, in: Entrepreneurship Theory & Practice, 27 (4), S. 367-382.

Morck, R. und Yeung, B. (2005): Dividend taxation and corporate governance, in: Journal of Economic Perspectives, 19 (3), S. 163-180.

Morck, R. K. und Steier, L. (2007): The global history of corporate governance: An introduction, in: A history of corporate governance around the world, hrsg. von R. Morck, University of Chicago Press, Chicago, S. 1-64.

Mossin, J. (1966): Equilibrium in a capital asset market, in: Econometrica, 34, S. 768-783.

Myers, S. C. (1977): Determinants of corporate borrowing, in: Journal of Financial Economics, 5 (2), S. 147-175.

Myers, S. C. (1984): The capital structure puzzle, in: Journal of Finance, 39 (3), S. 575-592.

Myers, S. C. (2001): Capital structure, in: Journal of Economic Perspectives, 15 (2), S. 81-102.

Myers, S. C. und Majluf, N. S. (1984): Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have, in: Journal of Financial Economics, 13 (2), S. 187-221.

Narayanan, M. P. (1985): Managerial incentives for short-term results, in: Journal of Finance, 40 (5), S. 1469-84.

Nenova, T. (2001): How to dominate a firm with valuable control? Dual-class firms around the world: Regulation, security-voting structure, and ownership patterns, Working Paper, Harvard University.

Nenova, T. (2003): The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, in: Journal of Financial Economics, 68 (3), S. 325-351.

Neubacher, B. (2008): Schöne neue US-Bankenwelt, in: Börsen-Zeitung vom 16. Oktober 2008.

Noack, U. und Zetzsche, D. (2005): Corporate governance reform in Germany: The second decade, in: European Business Law Review, 16, S. 1033-1064.

Nowak, E. (2004): Investor protection and capital market regulation in Germany, in: The German financial system, hrsg. von J. P. Krahnen und R. H. Schmidt, Oxford University Press, Oxford, S. 425 - 449.

o.A. (2000): Lear's curse, in: The Economist vom 2. Dezember 2000.

o.A. (2003): Familienstreit bei Tchibo beigelegt, in: Stuttgarter Zeitung vom 25. Juni 2003.

o.A. (2006): Managergehälter im Dax steigen zweistellig; Deutsche-Bank-Vorstand bleibt an der Vergütungsspitze - SAP springt auf Platz 2 - Kritik an Veröffentlichungspraxis - DSW-Studie, in: Börsen-Zeitung vom 17. Oktober 2006.

o.A. (2009a): Piech siegt - Porsche weint: Volkswagen gewinnt Übernahmekampf, garantiert aber die Selbständigkeit des Sportwagenherstellers, in: Handelsblatt vom 24. Juli 2009.

o.A. (2009b): Voll in die Wolle, in: Der Spiegel vom 20. Juli 2009.

Oehmichen, J.; Rapp, M. und Wolf, M. (2009): Busy boards in a two-tier system: Old-boys network or efficient monitoring technology?, Working Paper, Universität Karlsruhe.

Padberg, M. (1995): Der Einfluss von Kapitalerhöhungen auf den Marktwert deutscher Aktiengesellschaften: Eine theoretische und empirische Analyse, Botermann und Botermann, Köln.

Pagano, M. und Volpin, P. F. (2005): The political economy of corporate governance, in: American Economic Review, 95 (4), S. 1005-1030.

Pagano, M. und Volpin, P. F. (2006): Shareholder protection, stock market development, and politics, in: Journal of the European Economic Association, 4 (2/3), S. 315-341.

Palia, D. (2001): The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: A solution, in: Review of Financial Studies, 14 (3), S. 735-764.

Parrino, R.; Sias, R. W. und Starks, L. T. (2003): Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover, in: Journal of Financial Economics, 68 (1), S. 3-46.

Peek, J. und Rosengren, E. S. (1997): The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan, in: American Economic Review, 87 (4), S. 495-505.

Pellens, B.; Crasselt, N. und Sellhorn, T. (2009): Corporate Governance und Rechnungslegung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 61. Jg., S. 102-113.

Penrose, E. T. (1959): The theory of the growth of the firm, Oxford University Press, Oxford.

Perez-Gonzales, F. (2006): Inherited control and firm performance, in: American Economic Review, 96 (5), S. 1559-1588.

Perold, A. F. (2004): The capital asset pricing model, in: Journal of Economic Perspectives, 18 (3), S. 3-24.

Perridon, L. und Steiner, M. (2003): Finanzwirtschaft der Unternehmung, Verlag Vahlen, 12., verbesserte Auflage, München.

Perrow, C. B. (1986): Complex organizations - A critical essay, McGraw-Hill, New York.

Perry, T. und Shivdasani, A. (2005): Do boards affect performance? Evidence from corporate restructuring, in: Journal of Business, 78 (4), S. 1403-1431.

Petersen, M. A. (2008): Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches, in: Review of Financial Studies, 22 (1), S. 435-480.

Petry, S. (2009a): Monitoring by institutional investors in a country with weak investor protection: Evidence from Germany, Working paper, Cambridge University.

Petry, S. (2009b): The wealth effects of labor representation on the board – Evidence from German codetermination legislation, Working Paper, Cambridge University.

Poddig, T.; Dichtl, H. und Petersmeier, K. (2001): Statistik, Öknometrie, Optimierung, Uhlenbruch Verlag, 2., erweiterte Auflage, Bad Soden.

Polk, C. und Sapienza, P. (2008): The stock market and corporate investment: A test of catering theory, in: Review of Financial Studies, 22 (1), S. 187-217.

Porter, M. E. (1992): Capital disadvantage: America's failing capital investment system, in: Harvard Business Review, 70 (5), S. 65-82.

Poterba, J. M. und Summers, L. H. (1995): A CEO survey of U.S. companies' time horizons and hurdle rates, in: Sloan Management Review, 37 (1), S. 43-53.

Rajan, R. und Zingales, L. (1998a): Power in a theory of the firm, in: Quarterly Journal of Economics, 113, S. 387-432.

Rajan, R. und Zingales, L. (2001): The firm as a dedicated hierarchy, in: Quarterly Journal of Economics, 116, S. 805-851.

Rajan, R. G. und Zingales, L. (1995): What do we know about capital structure? Some evidence from International data, in: Journal of Finance, 50 (5), S. 1421-1460.

Rajan, R. G. und Zingales, L. (1998b): Financial dependence and growth, in: American Economic Review, 88 (3), S. 559-586.

Rajan, R. G. und Zingales, L. (2003): The great reversals - the politics of financial development in the twentieth century, in: Journal of Financial Economics, 69, S. 5-50.

Ramirez, C. D. (1995): Did J. P. Morgan's men add liquidity? Corporate investment, cash flow, and financial structure at the turn of the twentieth century, in: Journal of Finance, 50 (2), S. 661-678.

Rapp, M.; Schwetzler, B. und Sperling, M. (2008a): Who is there when they leave? - An anatomy of block trades in a bank-based economy, Working Paper, Technische Univeristät München.

Rapp, M.; Schaller, P. und Wolff, M. (2008b): Existenz und Bedeutung aktienkursorientierter Langfristanreize im Rahmen der Vorstandsvergütung deutscher Prime Standard-Unternehmen, Working Paper, Technische Universität München.

Rapp, M. und Wolff, M. (2007): Unternehmensmerkmale, Performance und Corporate Governance-Mechanismen als Determinanten der Vorstandsvergütung in deutschen Aktiengesellschaften – eine empirische Untersuchung für DAX, MDAX, SDAX und TecDAX-Unternehmen, Working Paper, Technische Universität München.

Rauh, J. D. (2006): Investment and financing constraints: Evidence from the funding of corporate pension plans, in: Journal of Finance, 61 (1), S. 33-71.

Reichelstein, S. (2000): Providing managerial incentives: Cash flows versus accrual accounting, in: Journal of Accounting Research, 38 (2), S. 243-269.

Richter, R. und Furubotn, E. G. (1999): Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung, Mohr Siebeck, 2. Auflage, Tübingen.

Robinson, J. (1952): The rate of interest and other essays, Macmillan, London.

Roe, M. J. (1996): Strong manager, weak owners - the political roots of American corporate finance, Princton University Press, Princeton.

Roll, R. (1986): The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: Journal of Business, 59 (2), S. 197-216.

Rose, N. L. und Shepard, A. (1997): Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment?, in: RAND Journal of Economics, 28 (3), S. 489-514.

Rosenbaum, P. R. und Rubin, D. B. (1983): The central role of the propensity score in observational studies for causal effects, in: Biometrika, 70 (1), S. 41-55.

Ross, S. (1973): The economic theory of agency: The principal's problem, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, 63, S. 134-139.

Ross, S. A. (1977): The determination of financial structure: The incentive-signalling approach, in: Bell Journal of Economics, 8 (1), S. 23-40.

Rountree, B.; Weston, J. P. und Allayannis, G. (2008): Do investors value smooth performance?, in: Journal of Financial Economics, 90 (3), S. 237-251.

Rozeff, M. S. (1982): Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, in: Journal of Financial Research, 5 (3), S. 249-259.

Rudolph, B. (2006): Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Mohr Siebeck, Tübingen.

Ruhwedel, F. (2003): Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg - Eine theoretische und empirische Analyse deutscher börsennotierter Unternehmen, Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt a.M.

Rustige, M. und Grote, M. H. (2009): Der Einfluss von Diversifikationsstrategien auf den Aktienkurs deutscher Unternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 61, S. 470-498.

Sanyal, N. und Bulan, L. (2009): Innovation, R&D and managerial compensation, in: Working Paper, Brandeis University.

Schander, A. (2001): Die Europäische Gesellschaft (SE) - Grundlagen, Gestaltung und Einsatzmöglichkeiten, in: Handbuch Corporate Finance, hrsg. von A.-K. Achleitner und G. Thoma, Verlag Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, 2. Auflage, S. 1-39.

Scharfstein, D. (1988): Product-market competition and managerial slack, in: RAND Journal of Economics, 19 (1), S. 185-200.

Scharfstein, D. und Stein, J. C. (2000): The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment, in: Journal of Finance, 55 (6), S. 2537-2564.

Schlömer, N.; Gude, H. und Kay, R. (2008): Unternehmensnachfolge im Mittelstand: Auswirkungen der Vor- auf die Nach-Übergabephase, in: Mittelstand trotz nachlassender Konjunkturdynamik in robuster Verfassung. MittelstandsMonitor 2008 – Jährlicher Bericht zu Konjunktur und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, hrsg. von Creditreform, KfW, IfM, RWI, ZEW (Hrsg.), Frankfurt a.M., S. 155-178.

Schmid, T.; Ampenberger, M.; Kaserer, C. und Achleitner, A.-K. (2009): Family firms, agency costs and risk aversion - Empirical evidence from diversification and hedging decisions, CEFS-Working Paper Nr. 2008-13, Technische Universität München.

Schmid, T.; Ampenberger, M.; Kaserer, C. und Achleitner, A.-K. (2010): Controlling shareholders and payout policy: Do founding families have a special taste for dividends?, CEFS-Working Paper Nr. 2010-1, Technische Universität München.

Schmidt, R. H. (2004): Corporate governance in Germany: An economic perspective, in: The German financial system, hrsg. von J. P. Krahnen und R. H. Schmidt, Oxford University Press, Oxford, S. 386-424.

Schmidt, R. H. und Terberger, E. (1997): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, Gabler Verlag, 4. Auflage, Wiesbaden.

Schmidt, R. H. und Tyrell, M. (2004): What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?, in: The German financial system, hrsg. von J. P. Krahnen und R. H. Schmidt, Oxford University Press, Oxford, S. 19 - 67.

Schraml, S. (2010): Finanzierung von Familienunternehmen – Eine Analyse spezifischer Determinanten des Entscheidungsverhaltens, Gabler-Verlag, Wiesbaden.

Schulze, W. S.; Lubatkin, M. H. und Dino, R. N. (2003): Toward a theory of agency and altruism in family firms, in: Journal of Business Venturing, 18 (4), S. 473-490.

Schulze, W. S.; Lubatkin, M. H.; Dino, R. N. und Buchholtz, A. K. (2001): Agency relationships in family firms: Theory and evidence, in: Organization Science, 12 (2), S. 99-116.

Schumpeter, J. (1911): Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Duncker & Humblot, Berlin.

Servaes, H. (1996): The value of diversification during the conglomerate merger wave, in: Journal of Finance, 51 (4), S. 1201-1225.

Shanker, M. C. und Astrachan, J. H. (1996): Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy – A framework for assessing family business statistics, in: Family Business Review, 9 (2), S. 107-123.

Sharpe, W. F. (1964): Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, in: Journal of Finance, 19, S. 425-442.

Shefrin, H. (2001): Behavioral corporate finance in: Journal of Applied Corporate Finance, 14 (3), S. 113-126.

Shi, C. (2003): On the trade-off between the future benefits and riskiness of R&D: A bondholders perspective, in: Journal of Accounting & Economics, 35 (2), S. 227-254.

Shin, H.-H. und Stulz, R. M. (1998): Are internal capital markets efficient?, in: Quarterly Journal of Economics, 113 (2), S. 531-552.

Shleifer, A. und Vishny, R. W. (1986): Large shareholders and corporate control, in: Journal of Political Economy, 94, 3, S. 461-488.

Shleifer, A. und Vishny, R. W. (1989): Management entrenchment, in: Journal of Financial Economics, 25 (1), S. 123-139.

Shleifer, A. und Vishny, R. W. (1997): A survey of corporate governance, in: Journal of Finance, 52 (2), S. 737-783.

Simon, H. A. (1993): Altruism and economics, in: American Economic Review, 83 (2), S. 156-161.

Singh, M. und Davidson III, W. N. (2003): Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, in: Journal of Banking & Finance, 27 (5), S. 793-816.

Sloan, R. G. (1996): Do stock prizes fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, in: The Accounting Review, 71 (3), S. 289-315.

Smith, A. ([1994] 1776): An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations (Reprint), The Modern Library, New York.

Sougiannis, T. (1994): The accounting based valuation of corporate R&D, in: Accounting Review, 69 (1), S. 44-68.

Spreemann, K. (2008): Portfoliomanagement, Oldenbourg Wirtschaftsverlag, München.

Spindler, G. und Bednarz, S. (2006a): Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht - Teil 1: Die Rechtslage, in: Wertpapiermitteilungen, 60 (12), S. 553-560.

Spindler, G. und Bednarz, S. (2006b): Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht - Teil 2: Der Stand der Reformdiskussionen, in: Wertpapiermitteilungen, 60 (13), S. 601-607.

Sraer, D. und Thesmar, D. (2007): Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market, in: Journal of the European Economic Association, 5 (4), S. 709-751.

Stein, J. C. (1988): Takeover threats and managerial myopia, in: Journal of Political Economy, 96 (1), S. 61-80.

Stein, J. C. (1989): Eefficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior, in: Quarterly Journal of Economics, 104 (4), S. 655-669.

Stein, J. C. (1997): Internal capital markets and the competition for corporate resources, in: Journal of Finance, 52 (1), S. 111-133.

Stein, J. C. (2003): Agency, information and corporate investment, in: Handbook of the economics of finance, hrsg. von G. Constantinides; M. Harris und R. Stulz, Elsevier, Amsterdam, S. 109-163.

Stotz, O. (2006): Germany's new insider law: The empirical evidence after the first year, in: German Economic Review, 7 (4), S. 449-462.

Stulz, R. (1988): Managerial control of voting rights - financing policies and the market for corporate control, in: Journal of Financial Economics, 20, S. 25-54.

Stulz, R. (1990): Managerial discretion and optimal financing policies, in: Journal of Financial Economics, 26 (1), S. 3-27.

Stürmlinger, D. (2009): Familienfrieden in der Kaffeedynastie, in: Hamburger Abendblatt vom 23. Januar 2009.

Thommen, J.-P. und Achleitner, A.-K. (2009): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre - Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, Gabler Verlag, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden.

Thomsen, S.; Pedersen, T. und Kvist, H. K. (2006): Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems, in: Journal of Corporate Finance, 12 (2), S. 246-269.

Tirole, J. (2006): The theory of corporate finance, Princton University Press, Princeton.

Titman, S.; Wei, K. C. und Xie, F. (2005): Capital investments and stock returns, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35 (3), S. 677-700.

Todd, P. E. (2008): Matching estimators, in: The New Palgrave Dictionary of Economics, hrsg. von S. H. Durlauf und L. L. Bloom, Palgrave Macmillan, New York, 2. Auflage.

Toivanen, O.; Stoneman, P. und Bosworth, D. (2002): Innovation and the market value of U.K. firms, in: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 64, S. 39-61.

Triandis, H. C. (1995): Individualism and collectivism, Westview Press, San Francisco.

Tribo, J. A.; Berrone, P. und Sorroca, J. (2007): Do the type and number of blockholders influence R&D investments? New evidence from Spain, in: Corporate Governance: An International Review, 15 (5), S. 828-842.

Tyrell, M. (2003): Kapitalmärkte und Banken - Formen der Informationsverarbeitung als konstitutives Merkmal, Gabler Verlag, Wiesbaden.

Tyrell, M. und Schmidt, R. H. (2001): Pension systems and financial systems in Europe: A comparison from the point of view of complementarity, Working Paper, Johann Wolfgang-Goethe Universität Frankfurt a.M.

Villalonga, B. und Amit, R. (2006): How do family ownership, control and management affect firm value?, in: Journal of Financial Economics, 80 (2), S. 385-417.

Villalonga, B. und Amit, R. (2009): How are U.S. family firms controlled?, in: Review of Financial Studies, 22 (8), 3047-3091.

Wadewitz, S. (2008): Susanne Klatten sucht neue Wege für Altana, in: Börsen-Zeitung vom 7. November 2008.

Wagner, E. (2008): Besonderheiten der Kapitalstruktur von Familienunternehmen, in: Familienunternehmen, hrsg. von B. Feldbauer-Durstmüller; H. Pernsteiner; R. Rohatschek und M. Tumpel, Linde-Verlag, Wien, S. 167-199.

Wagner, N. und Kaserer, C. (2004): Executive pay, free float, and firm performance – Evidence from Germany, CEFS Working Paper Nr. 2004-06, Technische Universität München.

Wahal, S. und McConnell, J. C. (2000): Do institutional investors exacerbate managerial myopia?, in: Journal of Corporate Finance, 6, S. 307-329.

Wallach, E. (2004): Hedge fund regulation in Germany, in: Hedge funds – risks and regulation, hrsg. von T. Baums und A. Cahn, De Gruyter Verlag, Berlin, S. 119-129.

Wallau, F.; Haunschild, L.; Hauser, H.-E. und Hans-Jürgen, W. (2007): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), Stuttgart.

Walter, A. und Dymke, B. (2008): Insider trading in Germany – Do corporate insiders exploit inside information?, in: Business Research, 1, S. 188-205.

Wefers, A. (2007): Neidlos und transparent, in: Börsen-Zeitung vom 11. Dezember 2007.

Weisbach, M. S. (1988): Outside Directors and CEO Turnover, in: Journal of Financial Economics, 20 (1/2), S. 431-460.

Wenger, E. und Kaserer, C. (1998): The German system of corporate governance: A model which should not be immitated, in: Competition and convergence in financial markets, hrsg. von S.W. Black und M. Moersch, Elsevier, Amsterdam, S. 41-78.

White, H. (1980): A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity in: Econometrica, 48, S. 817-838.

Williamson, O. E. (1975): Markets and hierarchies: Some elemantory considerations, The Free Press, New York.

Wilsing, H.-U. und Berger, K. (2009): Gesetze verschärfen Anforderungen an Aufsichtsräte; Vorschriftendickicht und höhere Haftungsrisiken lassen weitere Professionalisierung erwarten, in: Börsen-Zeitung vom 15. Juli 2009.

Woidtke, T. (2002): Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value, in: Journal of Financial Economics, 63 (1), S. 99-131.

Wojcik, D. (2003): Change in the German model of corporate governance: Evidence from blockholdings 1997-2001, in: Environment and Planning A, 35 (8), S. 1431-1459.

Wooldridge, J. M. (2002): Econometric analysis of cross section and panel data, MIT Press, Cambridge.

Wooldridge, J. M. (2003): Introductory econometrics - A modern approach, Thomson South Western, Canada.

Wruck, K. H. (1990): Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, in: Journal of Financial Economics, 27, S. 419-444.

Wüstemann, J. (2001): Mängel bei der Abschlußprüfung: Tatsachenberichte und Analysen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance, hrsg. von M. Lutter, IDW-Verlag, Düsseldorf, S. 19-43.

Yermack, D. L. (1996): Higher valuation of companies with a small board of directors, in: Journal of Financial Economics, 40 (2), S. 185-212.

Yermack, D. L. (2006): Board members and company value, in: Financial Markets and Portfolio Management, 20, S. 33-47.

Zehle, S. (2009): Ohne Schaum - Henkel: Die erste Frau an der Spitze eines DAX-Konzerns ist Naturwissenschaftlerin: offen, analytisch, direkt - aber sie ist auch eine echte Unternehmerin, in: Manager-Magazin vom Oktober 2009.

Zingales, L. (1994): The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience, in: Review of Financial Studies, 7 (1), S. 125-148.

Zingales, L. (2008): Corporate governance, in: The New Palgrave Dictionary of Economics, hrsg. von S. N. Durlauf und L. E. Blum, Palgrave Macmillan, New York, 2. Auflage.

Zschäpitz, H. (2009): Streitigkeiten belasten Familienaktien; Die meisten von Eigentümern dominierten Börsenkonzerne bewältigen die Krise aber besser als Firmen im Streubesitz, in: Die Welt vom 19. August 2009.