

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



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 ökonomischer 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 Welpel 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 Hohohm, 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: <i>Insider ownership</i> und <i>founding family ownership</i>	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: <i>Insider ownership</i> und <i>founding family ownership</i>	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 Fremdkapitalquoten	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 II d (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 III d (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

IS	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	Wertpapierhandelsgesetz
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 Kapitalgeber¹³ 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 Unternehmensinsidern¹⁵ 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 family 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.

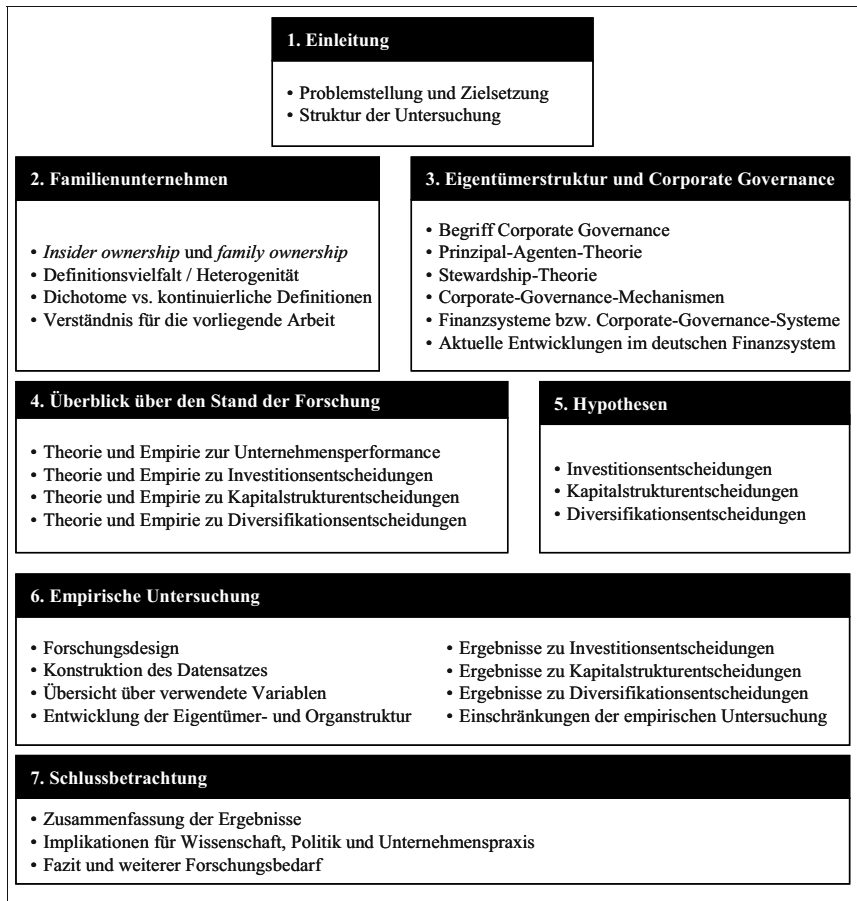


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit

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).