



Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland

Bedeutung, Merkmale, Performance



Impressum

Herausgeber:



Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50

80538 München

Telefon: +49 (0) 89 / 12 76 400 02

Telefax: +49 (0) 89 / 12 76 400 09

E-Mail: info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

Erstellt von:



Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)

Technische Universität München (TUM)

Arcisstr. 21

80333 München

Autoren:

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Prof. Dr. Reiner Braun, Prof. Dr. Christoph Kaserer,

Dr. Svenja Jarchow, Henry Keppler, M.Sc. und Justin Szewczyk, M.Sc.

© Stiftung Familienunternehmen, München 2019

Titelbild: Setsiri Silapasuwanchai | 123RF

Abdruck und Auszug mit Quellenangabe

ISBN: 978-3-942467-71-1

Zitat (Vollbeleg):

Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland – Bedeutung, Merkmale, Performance, erstellt vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM), München 2019, www.familienunternehmen.de

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	V
A. Einleitung und Zielsetzung	1
B. Definition von Familienunternehmen	5
I. Auswahl der Definitionsbasis	5
II. Definition von Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition	7
III. Definition von Familienunternehmen nach Substantial Family Influence	10
C. Datenbasis	15
I. Erhebung der Stichprobe	15
II. Datenerhebung	22
III. Darstellung der Ergebnisse	24
D. Bedeutung und Charakteristika börsennotierter Unternehmen	25
I. Identifikation	25
1. Anzahl Familienunternehmen	25
2. Qualifizierung als Familienunternehmen	29
II. Unternehmenscharakteristika	31
1. Marktkapitalisierung von Familienunternehmen	31
2. Industrieverteilung.....	33
3. Aktionärsstruktur	40
4. Organstruktur	44
5. Unternehmensalter	48
6. Rechtsform	50
7. Kapitalstruktur.....	51
8. Unternehmensgröße (Bilanzsumme, Umsatz)	52
9. Beschäftigung.....	53
III. Zwischenfazit	55
E. Performanceanalyse börsennotierter Familienunternehmen	59
I. Ziele der Analyse.....	59

II. Operative Performance (deskriptive Analyse).....	60
1. Methodik	60
2. Return on Assets (RoA)	61
3. Return on Equity (RoE)	62
4. Zusammenfassung operative Performance (deskriptiv).....	64
III. Operative Performance (Regressionsanalyse).....	64
1. Methodik	64
2. Return on Assets (RoA)	66
3. Return on Equity (RoE)	67
IV. Kapitalmarktperformance	69
1. Methodik	69
2. Tobin's q	70
3. Aktienrenditen	72
4. Volatilität von Aktienrenditen	77
V. Zwischenfazit	80
F. Fazit.....	81
G. Anhang	87
I. Veränderung der Stichprobe im Zeitverlauf	87
II. Definition der erklärenden Variablen aus der Regressionsanalyse.....	88
III. Ökonometrische Verfahren und statistische Begriffe	89
Tabellenverzeichnis	91
Abbildungsverzeichnis	93
Abkürzungsverzeichnis.....	95
Literaturverzeichnis	97

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

Familienunternehmen wurden in der Öffentlichkeit lange Zeit mit privat gehaltenen Unternehmen gleichgesetzt. Dass diese Wahrnehmung verzerrt ist, hat das Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM) im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen bereits in der Studie „Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland“¹ aus dem Jahr 2009 gezeigt. Basierend auf den Eigentümer- und Organstrukturen der Unternehmen im Composite Deutschen Aktienindex (CDAX) machten Familienunternehmen in dem Zeitraum 1998 bis 2008 anzahlmäßig etwa die Hälfte und ein Drittel der Marktkapitalisierung aus. Die Studie aus dem Jahr 2009 stellt das methodische Rahmenwerk für die vorliegende Studie.

Die vorliegende Studie baut auf der folgenden Definition börsennotierter Familienunternehmen auf:

1. Es wird eine an die wissenschaftliche Literatur angelehnte Definition des Begriffs „Familienunternehmen“ verwendet, die auch in der Vorgängerstudie angewandt wurde.
2. Ein börsennotiertes Unternehmen qualifiziert sich als Familienunternehmen, wenn die Gründerfamilie mindestens 25 Prozent der Stimmrechte besitzt und/oder ein Aufsichts- oder Vorstandsmandat bekleidet (sogenannte Founding-Family-Definition, FFD). Beim Halten der Stimmrechte wird nicht ausschließlich auf den direkten Anteilseigner, sondern auf die letztlich kontrollierende Privatperson des direkten Anteilseigners abgestellt (Ultimate-Owner-Prinzip).
3. Neben der binären Einteilung in Familien- und Nicht-Familienunternehmen wird auch eine kontinuierliche Messgröße des Gründerfamilieneinflusses, der Substantial Family Influence (SFI_{mod}), verwendet. Diese Definition stellt eine Schärfung der Founding-Family-Definition dar.

Die wichtigsten Ergebnisse der Studie:

1. Bedeutung börsennotierter Familienunternehmen
 - a. Auf Basis der Founding-Family-Definition sind etwa 40 Prozent der börsennotierten Unternehmen zwischen 2009 und 2018 Familienunternehmen. Nach der geschärften SFI_{mod} -Definition beträgt der Anteil an Familienunternehmen noch gut 20 Prozent.
 - b. Familienunternehmen repräsentieren gemäß der Founding-Family-Definition etwa 30 Prozent der Marktkapitalisierung der Unternehmen im CDAX. Letzterer ist der breiteste Index des deutschen Kapitalmarkts. Die Marktkapitalisierung der Familienunternehmen im CDAX zwischen 2009 und 2018 ist im Vergleich zur Marktkapitalisierung der Nicht-Familienunternehmen stärker gestiegen.

1 Vgl. Achleitner et al. (2009).

- c. Mitglieder der Gründerfamilie halten oft nicht nur Stimmrechte des Unternehmens, sondern üben ihren Einfluss in 86 Prozent der Fälle auch direkt durch Vorstands- und/oder Aufsichtsratsmandate aus.
- d. Basierend auf Anzahl und Marktkapitalisierung kommt börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland somit auch im Zeitraum 2009 bis 2018 eine hohe Bedeutung zu.

2. Charakteristika börsennotierter Familienunternehmen

- a. Familienunternehmen sind weiterhin in allen Industrien vertreten, vor allem im produzierenden Gewerbe, im Dienstleistungssektor sowie im Handel.
- b. Die Gründerfamilie stellt den größten Anteilseigner der Familienunternehmen dar. Deren Anteil ist allerdings gegenüber dem Zeitraum 1998 bis 2008 leicht rückläufig. Bei Nicht-Familienunternehmen sind strategische Investoren die größte Gruppe an Anteilseignern. Werden die Anteile gemäß Marktkapitalisierung gewichtet, weisen Nicht-Familienunternehmen einen wesentlich höheren Streubesitz auf.
- c. Verglichen mit Nicht-Familienunternehmen haben Familienunternehmen einen kleineren Aufsichtsrat, weisen allerdings eine ähnliche Größe des Vorstands auf.
- d. Familienunternehmen verzeichnen ein höheres Wachstum bei Umsatz und Beschäftigung. Das jährliche Beschäftigungswachstum von Familienunternehmen ist bei Betrachtung der gesamten Stichprobe in der Periode von 2009 bis 2018 annähernd doppelt so hoch (sechs Prozent gegenüber drei Prozent für Nicht-Familienunternehmen).
- e. Zudem sind Familienunternehmen im Durchschnitt jünger, kleiner und weisen eine deutlich höhere Eigenkapitalquote auf.

3. Operative Performance börsennotierter Familienunternehmen

- a. Anhand einer multivariaten Regressionsanalyse zeigt sich über den gesamten Untersuchungszeitraum 2009 bis 2018 eine signifikant bessere operative Performance, gemessen an der Kennzahl Return on Assets, für Familienunternehmen. Dieser Effekt ist bei Verwendung der Familienunternehmensdefinition im engeren Sinn (SFI_{mod}) noch verstärkt.
- b. Ebenso weisen Familienunternehmen deskriptiv einen höheren Return on Equity auf. Dieser Effekt ist bei Verwendung der Familienunternehmensdefinition im engeren Sinn (SFI_{mod}) auch statistisch signifikant.

4. Kapitalmarktperformance börsennotierter Familienunternehmen
- a. Hinsichtlich der Kapitalmarktbewertung, gemessen durch Tobin's q (Verhältnis vom Marktwert zum Buchwert des Unternehmens), ist rein deskriptiv eine leicht höhere Bewertung der Familienunternehmen festzustellen. Dieser Effekt bedingt sich durch grundlegende Einflussfaktoren, zum Beispiel Unternehmensgröße und Verschuldungsgrad. Ein direkter Rückschluss auf die Familienunternehmenseigenschaft an sich lässt sich daher nur eingeschränkt ziehen.
 - b. Die Betrachtung der durchschnittlichen jährlichen Aktienrenditen über den Zeitraum 2009 bis 2018 weist bei einer Gewichtung auf Basis der jeweiligen Marktkapitalisierung des Unternehmens für die nach der Founding-Family-Definition identifizierten Familienunternehmen mit 17,2 Prozent eine leicht höhere Rendite als für die Nicht-Familienunternehmen mit 15,0 Prozent auf. Diese höhere Rendite von Familienunternehmen verstärkt sich bei Anwendung der engeren SFI_{mod} -Definition. Die gewichtete jährliche Rendite von Familienunternehmen nach SFI_{mod} beträgt 23,2 Prozent gegenüber 15,2 Prozent für Nicht-Familienunternehmen. Ohne Marktgewichtung besteht kein systematischer Unterschied zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Aktienrenditen.

A. Einleitung und Zielsetzung

Der private Wirtschaftssektor in Deutschland wird von Familienunternehmen (FU) bestimmt. So kommt das Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Zusammenarbeit mit dem Institut für Mittelstandsforschung (ifm) der Universität Mannheim und der Stiftung Familienunternehmen im Jahr 2019 zum Ergebnis, dass etwa 86 Prozent aller deutschen Unternehmen eigentümergeführte Familienunternehmen sind. Diese Gruppe ist daher von hoher gesellschaftlicher Relevanz, was sich auch in ihrem Anteil von knapp 60 Prozent der privatwirtschaftlich Beschäftigten in Deutschland widerspiegelt.²

In den neunziger und zweitausender Jahren herrschte noch die Meinung in der Öffentlichkeit vor, dass Familienunternehmen die urtypischen Vertreter des Unternehmenssegments der kleinen und mittelständischen Unternehmen sind, deren Eigentumsanteile zumeist ausschließlich bei der Eigentümerfamilie liegen. Dass dem nicht so ist, wurde durch die Studie „Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland“ aus dem Jahr 2009 des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM)³ für die Stiftung Familienunternehmen deutlich. Die Studie zeigt auf, dass Familienunternehmen nahezu die Hälfte der Anzahl und etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung der zwischen 1998 und 2008 im CDAX⁴ an der Börse notierten Unternehmen ausmachen. Somit sind Familienunternehmen auch am deutschen Kapitalmarkt eine wesentliche Unternehmensgruppe.

Dieser Bedeutung folgend wurden in der Studie Charakteristika und Performance börsennotierter Familienunternehmen genauer untersucht. Die Ergebnisse zeigten, dass Familienunternehmen in Summe kleiner sind, eine schlankere Organstruktur haben und eine leicht bessere operative Performance sowie leicht höhere Renditen aufweisen als die börsennotierten Nicht-Familienunternehmen.

In der vorliegenden Studie wurde das CEFS erneut von der Stiftung Familienunternehmen beauftragt, die Bedeutung, Merkmale und Performance von börsennotierten deutschen Familienunternehmen für den Zeitraum 2009 bis 2018 zu untersuchen. Dabei werden Datenerhebung und Methodik weitgehend analog zur Vorgängerstudie gehalten, um eine hohe Vergleichbarkeit zwischen den Studien zu gewährleisten.

Das Ziel der vorliegenden Studie ist es, die Bedeutung börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland auf Basis einer aktualisierten Stichprobe hinsichtlich Anzahl, Unternehmenscharakteristika und Performance zu untersuchen. Die aktualisierte Datenbasis bilden alle berichtenden Nicht-Finanz- und Immobilienunternehmen⁵ in Deutschland, die über den Zeitraum von 2009 bis 2018 im CDAX notiert waren. Sie beinhaltet damit fast 500 Unternehmen beziehungsweise mehr als 3.400 Unternehmensjahrbeobachtungen. Der CDAX umfasst alle im Prime und General Standard notierten Unternehmen und ist

2 Vgl. Gottschalk et al. (2019).

5 Im Folgenden zur Vereinfachung auf diese Gruppe als Finanzunternehmen referenziert.

damit der breiteste Aktienindex für Deutschland. Er deckt nahezu die gesamte Marktkapitalisierung in Deutschland ab und hat seit seiner Einführung im Jahr 1993 unverändert Bestand im Hinblick auf seine Selektionskriterien.

Die Wissenschaft hat sich in den letzten Jahren intensiv mit Familienunternehmen beschäftigt. So finden Charakteristika von deutschen Familienunternehmen⁶, deren Performance⁷ und auch Aspekte der Governance und Unternehmenspolitik⁸ bereits Beachtung in der Forschung. Dennoch soll mit der vorliegenden Studie ein über die bestehende Literatur hinausgehender Beitrag geleistet werden.

Zunächst stützen manche existierende Studien ihre Analysen auf eine selektierte Stichprobe einer vordefinierten Anzahl an Unternehmen.⁹ Diese Studie verwendet den gesamten CDAX und schließt lediglich Finanz- und Immobilienunternehmen aus Gründen der Vergleichbarkeit aus. Dadurch wird ein vergleichsweise umfassendes Bild in Bezug auf deutsche börsennotierte Unternehmen erreicht.

Die Analyse dieser Studie betrachtet weiterhin börsennotierte Familienunternehmen für einen für den deutschen Kapitalmarkt zuvor nicht gänzlich betrachteten Zeitraum. Existierende Studien fokussieren sich hingegen entweder auf andere Zeiträume¹⁰ oder auf andere Länder, insbesondere auf die USA.¹¹

Zuletzt bietet die vorliegende Studie einen sehr breiten Überblick über Merkmale von Familienunternehmen, wie zum Beispiel Industrieverteilung, Kapitalstruktur, Unternehmensgröße und Beschäftigung und untersucht neben deren operativer Performance (Return on Equity, Return on Assets) auch die Kapitalmarktperformance (Tobin's q, Aktienrenditen).

Der Aufbau der aktuellen Studie ist analog zur Vorgängerstudie (Abbildung 1): Nach der Einleitung und Zielsetzung (A) werden in Kapitel B die angewandten Definitionen des Begriffs „Familienunternehmen“ erläutert. Kapitel C geht näher auf die verwendete Datenbasis ein. Die Kapitel D und E stellen die Analysen dar. Kapitel D ist eine deskriptive Beschreibung der Unternehmen. In Kapitel E wird die Unternehmensperformance in Form der operativen und der Kapitalmarktperformance analysiert. In Kapitel F werden die Befunde aus der Studie zusammengefasst und Implikationen abgeleitet.

6 Vgl. Gottschalk et al. (2019) und Schmid et al. (2014).

7 Vgl. Achleitner et al. (2009).

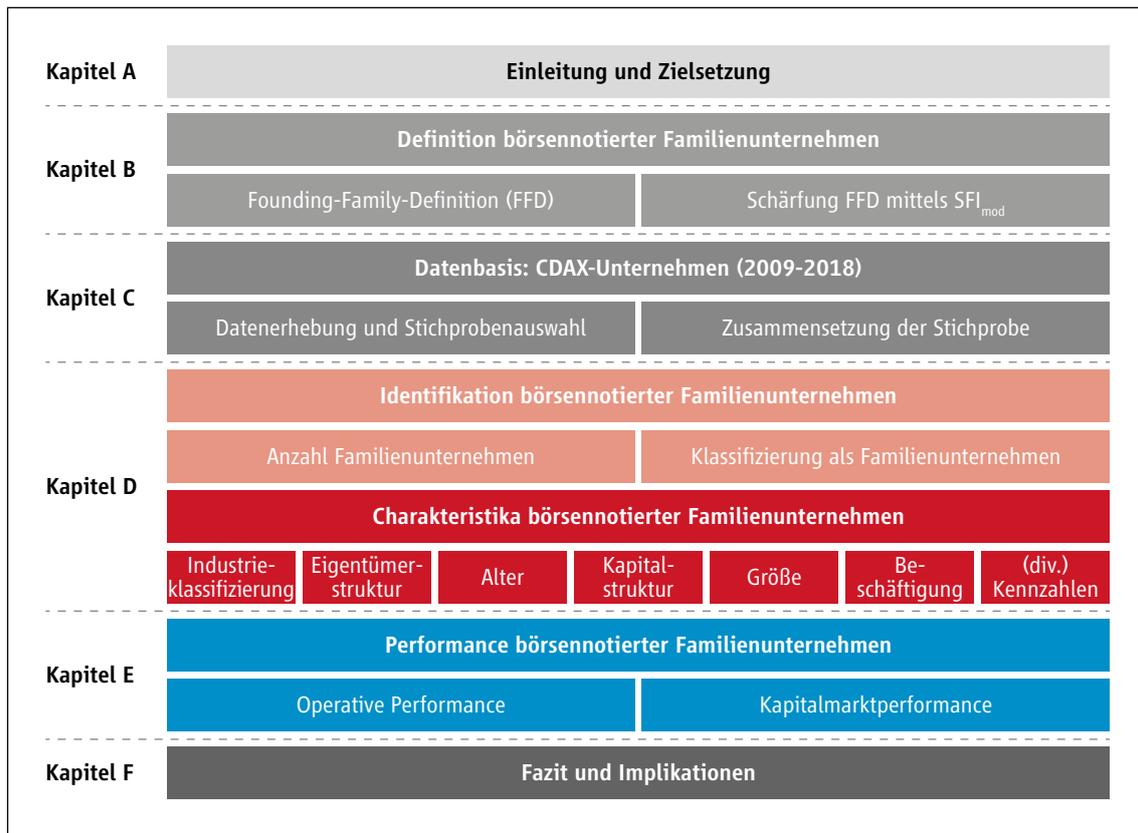
8 Vgl. Kappes und Schmid (2013) und Schmid et al. (2014).

9 Vgl. Klerk et al. (2018).

10 Vgl. Jaskiewicz (2006) und Leiber (2008).

11 Vgl. Anderson und Reeb (2003a, 2003b), Miller et al. (2007) und Azila-Gbetor et al. (2018).

Abbildung 1: Aufbau der Studie



B. Definition von Familienunternehmen

I. Auswahl der Definitionsbasis

Die Definitionsbasis der Vorgängerstudie wurde beibehalten. Dies trägt der gewünschten Vergleichbarkeit der Studien Rechnung. Die Definition orientiert sich an vorangegangenen wissenschaftlichen Studien, ergänzt um die Besonderheiten der Börsennotierung und des deutschen Corporate-Governance-Systems.

Dabei lehnt sich die gewählte Definitionsbasis zunächst stark an der Founding-Family-Definition an und fokussiert auf den Gründeraspekt als zentrales Element eines Familienunternehmens. Im Rahmen der Founding-Family-Definition wird geprüft, ob die Gründerfamilie Stimmrechte am Unternehmen hält und/oder ob ein Familienmitglied in den Unternehmensorganen vertreten ist. Aufgrund des deutschen Corporate-Governance-Systems berücksichtigt sie daher den Einfluss der Gründerfamilie in den drei Komponenten Eigentümerstruktur, Vorstand und Aufsichtsrat. Dabei kommen im internationalen Vergleich beim Eigentumsanteil – je nach Corporate-Governance-Kontext – unterschiedliche Kontrollschwellen (üblicherweise fünf Prozent in den USA und größere Kontrollschwellen in Kontinentaleuropa, zum Beispiel 20 Prozent in Frankreich oder 25 Prozent in Deutschland) zur Anwendung.¹²

Die Founding-Family-Definition wird dahingehend erweitert, dass Elemente der Ultimate-Owner-Definition bei der Analyse der Eigentümerstruktur zum Tragen kommen. Bei der Ultimate-Owner-Definition wird die gesamte Komplexität der Eigentümerstruktur inklusive Pyramiden- und Holdingstrukturen, Überkreuzbeteiligungen sowie die Existenz unterschiedlicher Aktiengattungen berücksichtigt.¹³ Diese Erweiterung ist insbesondere deshalb sinnvoll, weil viele Familien nicht nur direkt, sondern auch indirekt Anteile am Unternehmen halten, zum Beispiel über Familienholding-Gesellschaften. Außerdem können Familien über Familienstiftungen Bezug haben. Ein Abstellen auf den übergeordneten Aktionär dieser Gesellschaften, also auf den Ultimate Owner, erlaubt es in diesen Fällen, die Stimmrechte dem wirtschaftlichen Eigentümer zuzurechnen. Der übergeordnete Aktionär wurde daher stets dann ermittelt, wenn der direkte Investor keine Privatperson ist. Oftmals sind diese Eigentümerstrukturen über mehrere Gesellschaften in Eigentumsketten hintereinander geschaltet und der Ultimate Owner als Privatperson steht lediglich hinter der letzten Gesellschaft. Für alle Zuordnungen, die auf der Gründerfamilie beruhen, müssen die Verwandtschaftsverhältnisse der jeweiligen Privatpersonen mit den Gründerfamilien der jeweiligen Unternehmen untersucht werden.

12 Vgl. zur Verwendung einer solchen Founding-Family-Definition u. a. die Arbeiten von Anderson und Reeb (2003a, 2003b), Anderson et al. (2003, 2009), Villalonga und Amit (2006, 2008), Sraer und Thesmar (2007), Andres (2008, 2011) sowie Ampenberger et al. (2009) und Schmid et al. (2009).

13 Vgl. zu dieser Vorgehensweise u. a. die Untersuchungen von LaPorta et al. (1999), Faccio und Lang (2002), Claessens et al. (2000, 2002) oder Franks et al. (2009). Untersuchungen auf Basis der Ultimate-Owner-Definition unterliegen deutlichen Restriktionen in der Datenrecherche, da die Eigentümerstruktur, sobald es sich beim Ultimate Owner um ein privat gehaltenes Unternehmen handelt, häufig nicht transparent ist.

Dieser arbeitsintensive Analyseschritt diente der Identifikation der am Unternehmen beteiligten Gründer beziehungsweise Privatpersonen. Außerdem gibt es eine Besonderheit bei der Zurechnung von Eigentumsanteilen. So wurden, dem Ultimate-Owner-Konzept folgend, Anteile von deutschen Landesbanken und der Kreditanstalt für Wiederaufbau dem Staat und nicht sonstigen institutionellen Investoren zugeordnet. Die Anteile von Staatsbanken und Staatsfonds (zum Beispiel Norges Bank und Qatar Investment Authority) bilden dabei eine Ausnahme und werden als separate Gruppe aufgeführt.

An dieser Stelle stellt sich die Frage, welcher Einfluss der Gründerfamilie letztendlich ausreichend ist, damit sie das Unternehmen entsprechend als Familienunternehmen prägen kann. Daher wird eine weitere Schärfung der Founding-Family-Definition vorgenommen. Diese besteht darin, dass das Konzept der Substantial-Family-Influence (SFI) hinzugezogen wurde. Beim SFI, der in seiner ursprünglichen Version durch Klein (2000, 2010) geprägt wurde, handelt es sich um ein Konstrukt zur Messung des Einflusses einer Familie auf das betrachtete Unternehmen auf Basis von drei Komponenten:

- dem (prozentualen) Anteil der Familie am Eigenkapital des Unternehmens (Eigentumsanteil),
- dem (prozentualen) Anteil der Familie an der Unternehmensführung (Vorstand) und
- dem (prozentualen) Anteil der Familie am Kontrollorgan (Aufsichtsrat¹⁴).

Nach der Definition von Klein (2010) kann im Fall privat gehaltener Unternehmen von einem maßgeblichen Einfluss der Familie gesprochen werden, wenn die Familie einen der Einflussfaktoren vollständig dominiert oder der Mindereinfluss in einer der Komponenten durch den Einfluss auf eine andere Komponente kompensiert wird. Zusammen muss die Summe aller drei Komponenten mindestens 100 Prozent beziehungsweise einen Wert von eins ergeben, damit sich ein Unternehmen als Familienunternehmen qualifiziert.¹⁵ Weiterhin setzt Klein (2010) als notwendige Bedingung eine Beteiligung der Familie am Eigenkapital des Unternehmens voraus, das heißt der Stimmrechtsanteil muss größer als null Prozent sein (ein Stimmrechtsanteil von null Prozent führt automatisch zu einem SFI von null).

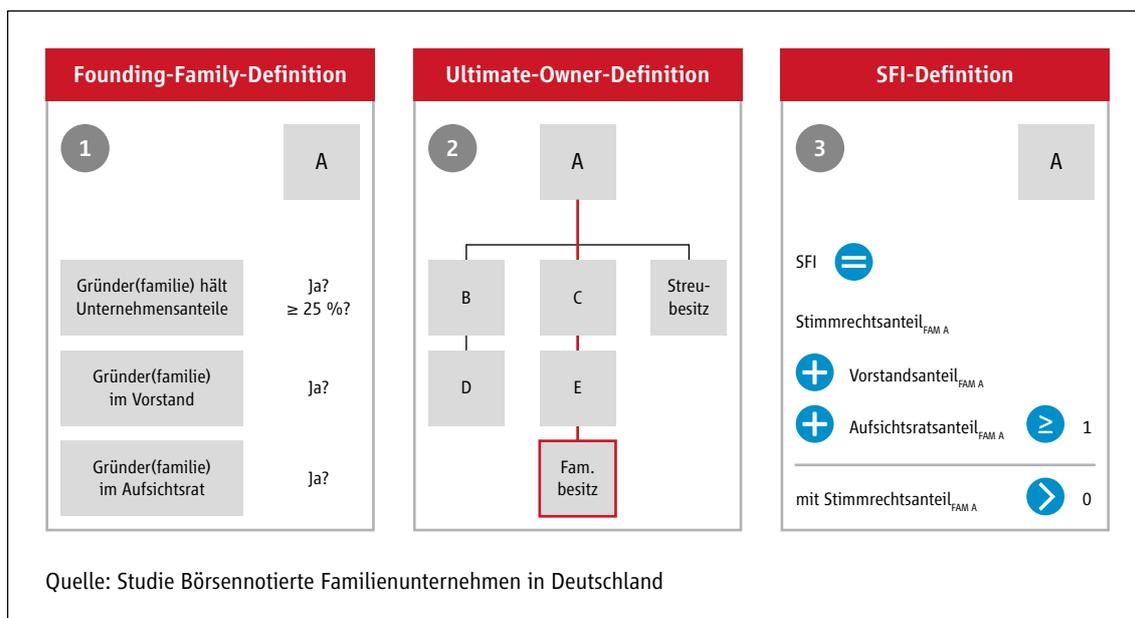
Auf Basis dieses Grundkonzepts wurde ein modifizierter SFI für börsennotierte Familienunternehmen, der SFI_{mod} , entwickelt. Anders als bei Klein (2000, 2010) stellt der SFI_{mod} bei den Familienunternehmen

14 Bei SEs kann zudem ein Verwaltungsrat anstatt des dualen Systems mit Vorstand und Aufsichtsrat eingesetzt sein. In diesem Fall werden alle Mitglieder exklusive geschäftsführender Direktoren dem Aufsichtsrat zugerechnet. Im Folgenden wird der Begriff Aufsichtsrat übergreifend für die Kontrollorgane der betrachteten Unternehmen verwendet.

15 Vgl. Klein (2010), S. 17 f. In späteren Arbeiten wurde der SFI als Teilskala „Power“ zu einem umfassenderen Konstrukt zur Messung des Familieneinflusses verwendet, dem sogenannten Family Power Experience and Culture (F-PEC)-Scale. Dieses Konstrukt umfasst neben dem Einfluss der Familie auf die drei Komponenten Eigentum, Unternehmensführung und Kontrollorgan (Teilskala Familieneinfluss bzw. power) auch Teilskalen zur Messung der Familiengeneration (experience) bzw. der Überschneidung von Familienwerten und Unternehmenswerten anhand einer Befragung (culture). Vgl. zum F-PEC Astrachan et al. (2002) bzw. Klein et al. (2005).

auf den Gründeraspekt ab. Die von Klein betrachtete Familie muss folglich in dieser Studie zwingend die Gründerfamilie sein. Damit bildet der SFI_{mod} ein vollständig kompatibles Konzept zur Founding-Family-Definition. Einen zusammenfassenden Überblick der grundlegenden Konzepte bietet die grafische Darstellung der Founding-Family-Definition, der Ultimate-Owner-Definition sowie der Definition nach dem Grundkonzept des SFI in Abbildung 2.¹⁶ Sowohl die gewählte Form der Founding-Family-Definition als auch der SFI_{mod} werden nachfolgend genauer erläutert.

Abbildung 2: Überblick über wissenschaftlich anerkannte Definitionskonzepte



II. Definition von Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition

Basierend auf den obigen Ausführungen qualifiziert sich ein Unternehmen im Sinne dieser Studie als Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition, wenn:

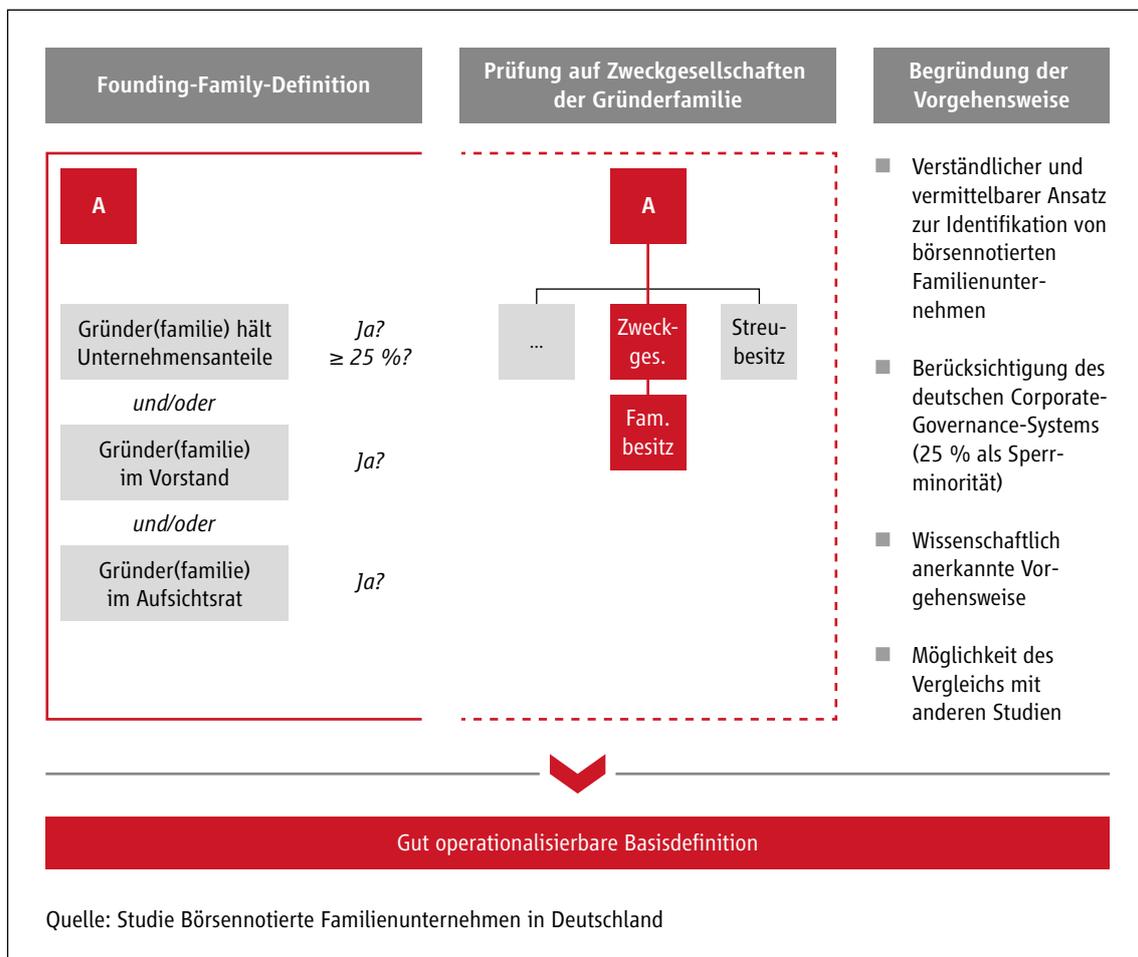
- die Gründerfamilie mindestens 25 Prozent der Stimmrechte (und damit eine Sperrminorität) hält und/oder
- mindestens ein Mitglied der Gründerfamilie, das heißt der Gründer¹⁷ oder (angeheiratete) Familienmitglieder der (des) Gründer(s), im Unternehmen als Vorstand und/oder Aufsichtsrat tätig sind.

16 Die Darstellung hat einen klaren Fokus auf Studien zu börsennotierten Familienunternehmen, ohne Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben.

17 Der Begriff Gründer wird im Folgenden zur Vereinfachung übergreifend auch für Gründerinnen verwendet.

Nach Flören (2002) kann eine Familie als ein soziales System bezeichnet werden, das sich aus Individuen zusammensetzt, die entweder durch Blutsverwandtschaft, Heirat oder Adoption miteinander verwandt sind.¹⁸ Die Identifikation von Familienmitgliedern orientiert sich in Anlehnung an diese Definition zunächst an solchen Personen, deren Nachname mit dem des Gründers übereinstimmt. Außerdem werden unabhängig vom Nachnamen jene Verwandtschaftsverhältnisse berücksichtigt, die im Zuge der für die Studie durchgeführten Recherche in Presse- oder Geschäftsberichten dokumentiert sind. Eine Zuordnung von sämtlichen Familienstämmen mit abweichendem Namen zur Gründerfamilie ist jedoch, nicht zuletzt aufgrund der geringen Transparenz, nicht gänzlich möglich, sodass für diese Fälle keine vollständige Erfassung der Mitglieder der Gründerfamilie gewährleistet werden kann. Dadurch wird der Einfluss der Gründerfamilie allerdings eher unter- als überschätzt. Somit handelt es sich um eine konservative Schätzung zur Anzahl der börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland beziehungsweise des Familieneinflusses in den Unternehmen.

Abbildung 3: Definitionsbasis der Studie für Founding-Family-Definition



18 Vgl. Flören (2002), S. 28.

Die Abgrenzung von Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition unter Berücksichtigung dieses Aspekts ist in Abbildung 3 dargestellt und wird im Folgenden unter Founding-Family-Definition subsumiert.

Die Festlegung eines Schwellenwertes von 25 Prozent im Rahmen der Founding-Family-Definition ist der sogenannten Sperrminorität geschuldet. Nach dem deutschen Aktiengesetz ist die Kontrollschwelle von 25 Prozent von maßgeblicher Bedeutung, um einen signifikanten Einfluss auf Entscheidungen in der Hauptversammlung ausüben zu können.¹⁹

Abschließend kann festgehalten werden, dass sich die für die Studie gewählte Form der Founding-Family-Definition an einem bestehenden, wissenschaftlich anerkannten Definitionskonzept orientiert, dabei jedoch die im Vergleich zum anglo-amerikanischen Raum stärker konzentrierten Eigentümerstrukturen deutscher börsennotierter Unternehmen, sowie die Besonderheiten des dualistischen Führungssystems aus Vorstand und Aufsichts- beziehungsweise Beirat deutscher Aktiengesellschaften berücksichtigt. Darüber hinaus integriert sie bei der Analyse der Eigentümerstruktur im genannten Rahmen auch die Ultimate-Owner-Definition.

Folglich ist die analog zur Vorstudie gewählte Form der Founding-Family-Definition gut operationalisierbar und gewährleistet aufgrund der breiten Anwendung dieser Definition in früheren Studien eine gewisse Vergleichbarkeit der Ergebnisse.

Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die dargelegte Form der Founding-Family-Definition zwei Einschränkungen aufweist. Zum einen führt der Fokus auf den Gründeraspekt vereinzelt zum Ausschluss von intuitiv als Familienunternehmen klassifizierten Unternehmen. In diesen Fällen sind Unternehmerfamilien stark sowohl durch Kontrolle als auch durch Eigentum im Unternehmen involviert, aber haben letzteres nicht (mit-)gegründet. Ein Beispiel hierfür wären die Familien Klatten und Quandt mit ihrem Engagement in der BMW AG oder die Familie Thiele bei der Knorr Bremse AG (siehe Tabelle 1). Der Gründeraspekt erscheint geeignet, um Unternehmen im Sinne einer Gründerfamilienführung von solchen Unternehmen mit sonstigen Ankeraktionären zu unterscheiden.

19 Nach dem deutschen Aktienrecht bedürfen mehrere wichtige Entscheidungen auf der Hauptversammlung einer qualifizierten Stimmmehrheit von 75 %, z. B. die außerordentliche Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds (§ 103 AktG), Satzungsänderungen (§ 179 AktG), Kapitalerhöhungen (§§ 182, 193 AktG) oder die Auflösung der Gesellschaft (§ 262 AktG). Aufgrund dieser aktienrechtlichen Regelung kann ein Aktionär mit mindestens 25 % der Stimmrechte solche Entscheidungen blockieren. Daher spricht man bei der Kontrollschwelle von 25 % der Stimmrechte von einer Sperrminorität. Diese verleiht einem Aktionär de facto einen großen Einfluss über die oben dargestellten Entscheidungen auf der Hauptversammlung.

Tabelle 1: Unternehmensprofil Knorr-Bremse AG

Daten und Fakten	KNORR-BREMSE AG (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 3, Gummiwaren, Plastik, IT Hardware, Metallwaren, Maschinen und Fahrzeugbau (München)
Geschäftstätigkeit	Anbieter von Bremssystemen und sicherheitskritischen Subsystemen für Schienen- und Nutzfahrzeuge
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Georg Knorr (1905)
Generation der Gründerfamilie	Familie Knorr nicht mehr involviert (1./2. Generation der Familie Thiele)
Börsengang (Jahr)	2018
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	Keine Stimmrechtsanteile der Gründerfamilie (Familie Thiele hält 70 % der Stimmrechte)
Vorstandsbeitrag	Keine Vorstandsbeitrag der Gründerfamilie
Aufsichtsratsbeitrag	Keine Aufsichtsratsbeitrag der Gründerfamilie (Familie Thiele durch Julia Thiele-Schürhoff im Aufsichtsrat vertreten; zusätzlich Heinz Hermann Thiele Ehrenvorsitzender)
Bilanzsumme (in €)	6,26 Milliarden

Die zweite Einschränkung der Founding-Family-Definition zeigt sich in der Klassifizierung von Unternehmen als Familienunternehmen, in denen die Gründerfamilie einen vermutlich geringen Einfluss auf das Unternehmen ausübt. Die Gründerfamilie könnte beispielsweise noch ein Aufsichtsratsmandat bekleiden, während sie bereits ihre Anteile veräußert und dadurch keine Stimmrechte mehr hat und zudem ihre Vorstandsbeiträge aufgegeben haben. Dies unterstreicht den Aspekt, dass die Founding-Family-Definition eine relativ breite Definition für Familienunternehmen darstellt, die eine binäre Einteilung in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen ermöglicht, nicht jedoch eine Unterscheidung nach der Stärke des Familieneinflusses.

III. Definition von Familienunternehmen nach Substantial Family Influence

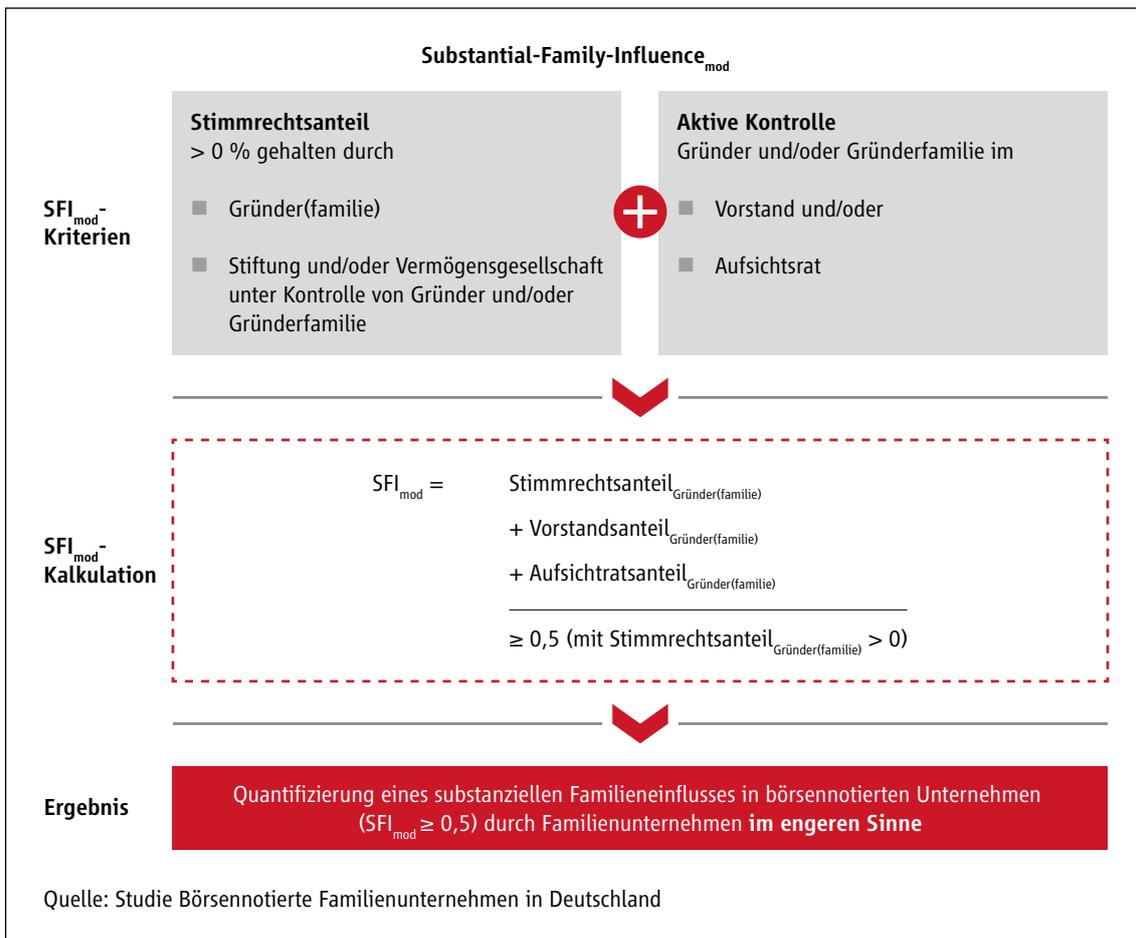
Um den Einfluss der Gründerfamilie am Unternehmen stärker hervorzuheben, wurde die Founding-Family-Definition in Anlehnung an Klein (2000, 2010) über einen modifizierten SFI für börsennotierte Unternehmen, den SFI_{mod} , entwickelt.

Anders als in den Studien von Klein (2000, 2010) stellt der SFI_{mod} wie die Founding-Family-Definition, auf den Gründeraspekt ab. Ein weiterer Unterschied zur Definition des SFI für private Familienunternehmen liegt darin, dass der Schwellenwert des SFI bei eins liegt, während der Schwellenwert für den SFI_{mod} im Rahmen dieser Studie, wie auch schon in der Vorstudie, auf 0,5 festgelegt wird. Diese Herabsetzung des Schwellenwertes ist durch die Streubesitzanforderungen und resultierende Verringerung des

Anteilsbesitzes der Gründerfamilien, die aufgrund zunehmender Professionalisierung auch nicht mehr Vorstand und Aufsichtsrat überwiegend besetzen können, begründet.²⁰

Der gewählte Schwellenwert des SFI_{mod} impliziert, dass bei einer zur Hälfte durch die Familie dominierten Eigentümerstruktur oder bei einem geringeren Eigentumsanteil mit einer entsprechenden Repräsentanz der Familie in Vorstand und/oder Aufsichtsrat von einem signifikanten Familieneinfluss ausgegangen wird. Es gilt zu beachten, dass der Eigentumsanteil analog zum Grundkonzept des SFI auch beim SFI_{mod} nicht Null betragen darf. Die genaue Ermittlung des SFI_{mod} kann Abbildung 4 entnommen werden.

Abbildung 4: Schärfung der Founding-Family-Definition mittels SFI_{mod}

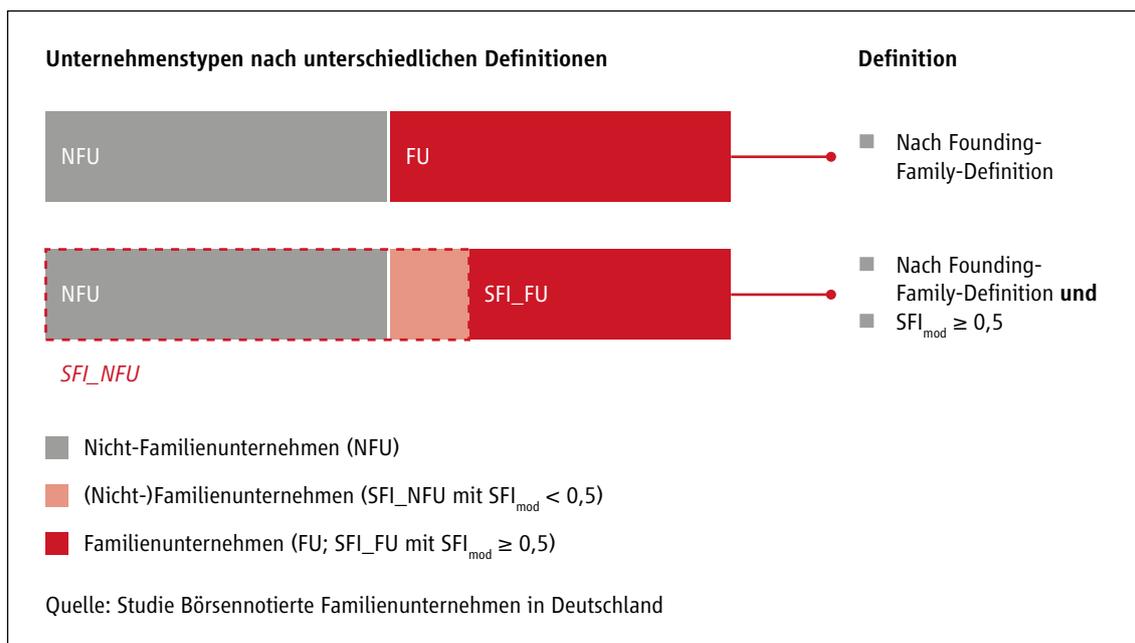


Eine Analyse des Familieneinflusses über den SFI_{mod} birgt drei zentrale Vorteile: Erstens erlaubt sie es im Kontrast zur Founding-Family-Definition, die Stärke des Familieneinflusses mittels einer kontinuierlichen Variablen zu messen. Zweitens ist auch hier durch die Festlegung eines Schwellenwerts eine binäre Einteilung in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen möglich. Ein dritter Vorteil

20 Jaskiewicz (2006) hat erstmals das Konzept des SFI auf börsennotierte Familienunternehmen mit einem Schwellenwert von 0,5 angewendet. Im Gegensatz zu Jaskiewicz (2006) berücksichtigt der SFI_{mod} jedoch ausschließlich die Anteile der Gründerfamilie, vgl. Jaskiewicz (2006), S. 146.

des SFI_{mod} besteht darin, dass es sich zwar um eine eigenständige Definition handelt, diese jedoch gleichzeitig mit der Founding-Family-Definition vollständig kompatibel ist. In diesem Sinne bilden die auf Basis des Schwellenwerts von 0,5 als Familienunternehmen identifizierten Unternehmen letztlich eine echte Teilgruppe der Familienunternehmen gemäß Founding-Family-Definition. Damit erfüllt, wie in Abbildung 5 dargestellt, ein Familienunternehmen nach dem SFI_{mod} stets die Kriterien der Founding-Family-Definition, aber nicht umgekehrt.

Abbildung 5: Zusammenhang zwischen SFI_{mod} und der Founding-Family-Definition



Familienunternehmen, die neben der Founding-Family-Definition auch den Schwellenwert des SFI_{mod} erfüllen, können daher auch als Familienunternehmen im engeren Sinne bezeichnet werden. Die Menge aller Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition wird entsprechend nachfolgend als Familienunternehmen im weiteren Sinne bezeichnet.

Um die Unterschiede zwischen den beiden Definitionen zu veranschaulichen, seien exemplarisch für das Jahr 2018 die Beispiele Dr. Hoenle AG und Sartorius AG genannt. Beide sind der Produktion und dem Servicing von Spezialmaschinen zuzuordnen, wobei die Dr. Hoenle AG überwiegend auf Druckmaschinen und Sartorius auf Pharma- und Laborausüstung fokussiert ist. Auf Basis der Founding-Family Definition sind beide Unternehmen als Familienunternehmen zu betrachten. Die Dr. Hoenle AG qualifiziert sich als Familienunternehmen, da der Gründer, Prof. Dr. Karl Hoenle, Mitglied des Aufsichtsrats ist. Bei Sartorius hingegen ist der Einfluss der Gründerfamilie durch das Halten von über 25 Prozent der Stimmrechte gegeben. Die Charakteristika der beiden Unternehmen sind in Tabelle 2 dargestellt.

Tabelle 2: Beispiele zur Erläuterung von SFI_{mod} und Founding-Family-Definition

Daten und Fakten	Dr. Hoenle AG	Sartorius AG
Industrie (Unternehmenssitz)	Produktion und Servicing von Spezialmaschinen	
Unternehmenssitz	Gräfelfing	Göttingen
Börsengang (Jahr)	2001	1990
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Prof. Dr. Karl Höhle und Dr. Günter Schmid (1976)	Florenz Sartorius (1870)
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilien	5 %	56 %
Vorstandsbeitrag	Keine	Keine
Aufsichtsratsbeitrag	Prof. Dr. Karl Höhle (Aufsichtsratsvorsitzender)	Keine

Founding-Family-Definition erfüllt?	✓ Gründer ist Mitglied des Aufsichtsrates	✓ Gründerfamilie hält > 25 % der Stimmrechte
Definition nach modifiziertem SFI erfüllt?	$SFI_{mod} = 0,05 + 0,0 + 0,33 = 0,38$	$SFI_{mod} = 0,56 + 0,0 + 0,0 = 0,56$
	✓ Stimmrechtsanteil von 5 %	✓ Stimmrechtsanteil von 56 %
	✗ Keine Vorstandsmandate	✗ Keine Vorstandsmandate
	✓ 1 von 3 Aufsichtsratsmandaten	✗ Keine Aufsichtsratsmandate
	✗ $SFI_{mod} < 0,5$	✓ $SFI_{mod} \geq 0,5$

Das Unternehmen Dr. Hoenle weist per Definition einen SFI_{mod} von 0,38 auf, da die Gründerfamilie neben dem Aufsichtsratsanteil von einem Drittel (0,33) auch fünf Prozent der Stimmrechte hält. Für das Unternehmen Sartorius hingegen beträgt der SFI_{mod} 0,56. Dieser basiert ausschließlich auf den Stimmrechtsanteilen in Höhe von 56 Prozent. Während beide Unternehmen Familienunternehmen im weiteren Sinne sind, stellt lediglich die Sartorius AG ein Familienunternehmen im engeren Sinne, also auch entsprechend des SFI_{mod} dar.

C. Datenbasis

I. Erhebung der Stichprobe

Bei der vorliegenden Studie handelt es sich um eine Zeitreihenanalyse, welche die gleichen Beobachtungen von ausgewählten Untersuchungseinheiten zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfasst. Die der Studie zugrundeliegende Stichprobe umfasst knapp 500 börsennotierte Nicht-Finanzunternehmen im CDAX über einen Untersuchungszeitraum von 2009 bis 2018. Dies entspricht etwa 3.400 Beobachtungen über zehn Unternehmensjahre hinweg. Somit knüpft die aktuelle Studie an die Periode der Vorstudie von 1998 bis 2008 nahtlos an. Die Anzahl der Beobachtungen ist um etwa 1.600 gesunken. Dies ist nur partiell durch den um ein Jahr kürzeren Untersuchungszeitraum zu erklären, sondern liegt vor allem auch an einer Abnahme der insgesamt am Kapitalmarkt notierten Unternehmen. Tatsächlich ist die Anzahl der börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen im Vergleich zum Vorgängerzeitraum um etwa 200 gesunken.

Box 1: Abnehmende Anzahl an Kapitalmarktnotierungen in Deutschland

Seit 2008 ist ein stetiger Rückgang der Zahl deutscher börsennotierter Unternehmen zu verzeichnen. Während 2008 noch 618 Unternehmen im CDAX notiert waren, sind es 2018 nur noch 426 (Rückgang um 192 Unternehmen beziehungsweise um 31 Prozent). Eine alternativ verstärkte Nutzung der nicht EU-regulierten Marktsegmente scheint hierfür nicht der wesentliche Grund zu sein.

Vielmehr sind die erhöhte Anzahl von Insolvenzen im Rahmen der Finanzkrise 2008/2009 und der Eurokrise 2011/2012 sowie zunehmende Konsolidierungen von Unternehmen die Ursachen des Rückgangs. Zudem ist eine geringere Anzahl an Börsengängen (IPOs) aufgrund eines schlechten Börsenklimas und der höheren Verfügbarkeit und Beliebtheit alternativer, weniger regulierter Wachstumsfinanzierungen, zum Beispiel Private Equity, zu beobachten. Weitere makroökonomische Faktoren, wie niedrige Fremdkapitalkosten und ein hohes Maß an Liquidität, komplementieren schlussendlich das Gesamtbild.

Eine ähnliche Entwicklung ist für diesen Zeitraum auch in anderen Märkten, zum Beispiel in den USA, zu beobachten.

Die finale Stichprobe wurde in mehreren Schritten generiert. Abbildung 6 zeigt, welche Kriterien bei der Erhebung der Stichprobe verwendet wurden. Zusätzlich wird aufgeführt, wie viele Unternehmensjahre nach Anwendung der jeweiligen Filterkriterien wegfallen beziehungsweise noch in die Untersuchung eingehen. Die Filterkriterien sind analog zur Vorgängerstudie gewählt, um eine maximal Vergleichbarkeit herzustellen.

- i. Ausgangspunkt sind die im CDAX notierten Titel der Jahre 2009 bis 2018 (4.975 Unternehmensjahre von 726 Unternehmen). Dabei sind lediglich die Unternehmensjahre der Unternehmen enthalten, die im betrachteten Jahr auch tatsächlich im CDAX notiert waren. Folglich wird jedes Unternehmen entsprechend seiner Notierung im CDAX mit einem bis zehn Unternehmensjahren in der Untersuchung berücksichtigt.
- ii. Als zweiter Schritt werden anhand der Industrieklassifikation (SIC-Code²¹) alle Unternehmensjahre der Finanz- und Immobilienindustrie (SIC-Code 6) aufgrund wesentlicher Unterschiede in der Bilanzstruktur und in der Kapitalmarktbeurteilung ausgeschlossen. In Summe werden hierdurch 712 Unternehmensjahre von 118 Unternehmen verworfen.
- iii. Im nächsten Schritt werden alle Unternehmen ausgeschlossen, die aufgrund von Insolvenzen keine Finanzberichterstattung mehr vornehmen, aber de facto noch mit einer sehr geringen Marktkapitalisierung im CDAX gelistet sind. Dies ist möglich, da das eigentliche Delisting ein zivilrechtlicher – zum Beispiel im Rahmen eines Insolvenzverfahrens zu erwirkender – Akt ist, welcher sich über mehrere Jahre hinziehen kann. Hierdurch werden 568 Unternehmensjahre von 91 Unternehmen ausgeschlossen.
- iv. Die Mehrheit der CDAX-Unternehmen ist ausschließlich mit Stammaktien an der Deutschen Börse notiert. Einzelne Unternehmen haben zwei Aktiegattungen (Stamm- und Vorzugsaktien) ausgegeben. Da in diesem Fall die Stimmrechte bei den Stammaktien liegen, werden die Vorzugsaktien²² ausgeschlossen. Dies betrifft 278 Unternehmensjahre und 35 Unternehmen.
- v. Da ausreichend Informationen zu Unternehmensgründern, Eigentümerstruktur sowie zur Zusammensetzung vorlagen, entfielen keine Unternehmen aufgrund nicht verfügbarer Daten.
- vi. In der Zwischensumme umfasst die Stichprobengröße somit 3.417 Unternehmensjahre und 482 Unternehmen, welche zur Identifikation von Familienunternehmen herangezogen werden.
- vii. Um die operative sowie Kapitalmarktperformance beurteilen zu können, müssen auch die Finanz- und Kapitalmarktdaten vollständig vorliegen. Für 102 Unternehmensjahre und sieben Unternehmen sind diese Daten nicht zugänglich. Der Grund hierfür ist eine unzureichende beziehungsweise verspätete Berichterstattung für das Jahr 2018.²³
- viii. Nach Anwendung aller Filter umfasst die minimale Stichprobe für die statistischen Performanceanalysen 3.315 Unternehmensjahre von 475 Unternehmen (Stichprobe A). Je nach Verfügbarkeit der einzelnen Finanzkennzahlen unter Punkt (vii) beträgt die Anzahl in den verschiedenen Performanceanalysen zwischen 3.315 und 3.417. Darüber hinaus wird ein

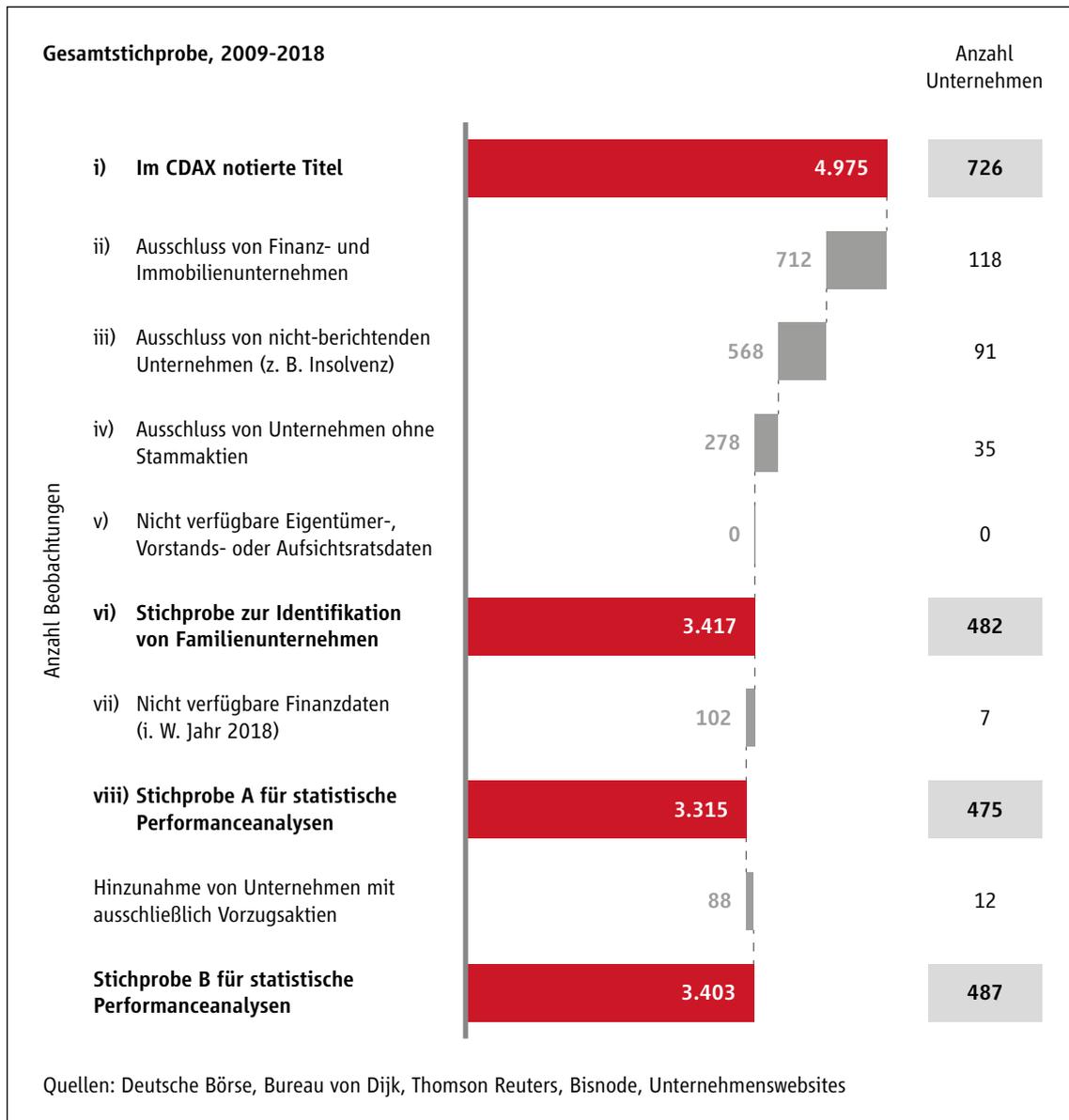
21 Die Industrieklassifikation auf Basis von SIC-Codes wird in Kapitel D erläutert.

22 Vgl. Box 2.

23 Letzte Datenerhebung der Studie war der 31. Mai 2019.

Exkurs vorgenommen, in dem jene Beobachtungen berücksichtigt werden, bei denen die Vorzugsaktien die einzige ausgegebene Aktienart bilden und keine Stammaktien parallel notiert sind. In dieser Stichprobe B sind 3.403 Unternehmensjahre von 487 Unternehmen enthalten.

Abbildung 6: Auswahl der Stichprobe



Da die vorliegende Studie auf den Einfluss der Gründerfamilie unter anderem durch Ausübung ihrer Stimmrechte abzielt, werden in der Stichprobe zunächst ausschließlich Stammaktien berücksichtigt. Somit werden weder Unternehmen mit ausschließlich notierten Vorzugsaktien noch die parallel notierten Vorzugsaktien von Unternehmen mit Stammaktiennotierung berücksichtigt. Folglich bildet die Stichprobe A mit 475 Unternehmen (beziehungsweise 3.315 Unternehmensjahren) die primäre Datenbasis für die durchzuführenden Analysen.

Die Stichprobe B inklusive der Vorzugsaktien bei nicht paralleler Notierung der Stammaktien wird zum Zwecke der Ergebnisvalidierung verwendet. Allerdings handelt es sich bei Unternehmen, die ausschließlich mit ihren Vorzugsaktien an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind, mit zwölf Unternehmen und 88 Unternehmensjahren um ein zahlenmäßig relativ unbedeutendes Phänomen, das zudem im Zeitverlauf abnimmt. Ein Grund dafür ist, dass einige Unternehmen ihre Vorzugsaktien in Stammaktien umgewandelt haben. Die geringe Veränderung der Stichprobe durch die explizite Berücksichtigung ausschließlich mit Vorzugsaktien notierter Unternehmen ist auch grafisch aus Abbildung 7 ersichtlich.

Box 2: Stamm- und Vorzugsaktien

Die Aktiengattung legt die mit dem Kauf einer Aktie verbundenen Rechte des Aktionärs fest. Mit dem Kauf einer *Stammaktie* erwirbt ein Aktionär sowohl Vermögensrechte (Recht auf Dividendenzahlung, Bezugsrechte bei Neuemissionen und Beteiligung am Liquidationserlös im Fall einer Insolvenz) als auch Mitgliedschaftsrechte (wie etwa das Auskunftsrecht oder das Stimmrecht auf der Hauptversammlung). Bei den *Vorzugsaktien* handelt es sich in der Regel um stimmrechtslose Aktien, bei denen der Aktionär nur Vermögensrechte, aber keine Mitgliedschaftsrechte erhält. Zum Ausgleich erhält er einen Vorzug bei der Gewinnausschüttung (in Form einer Vorzugsdividende). Werden diese Vorzugsrechte nicht vollständig bedient, leben die Mitgliedschaftsrechte unter bestimmten Voraussetzungen auf. Nach § 139 II AktG kann das Grundkapital börsennotierter Unternehmen bis maximal zur Hälfte aus Vorzugsaktien bestehen.

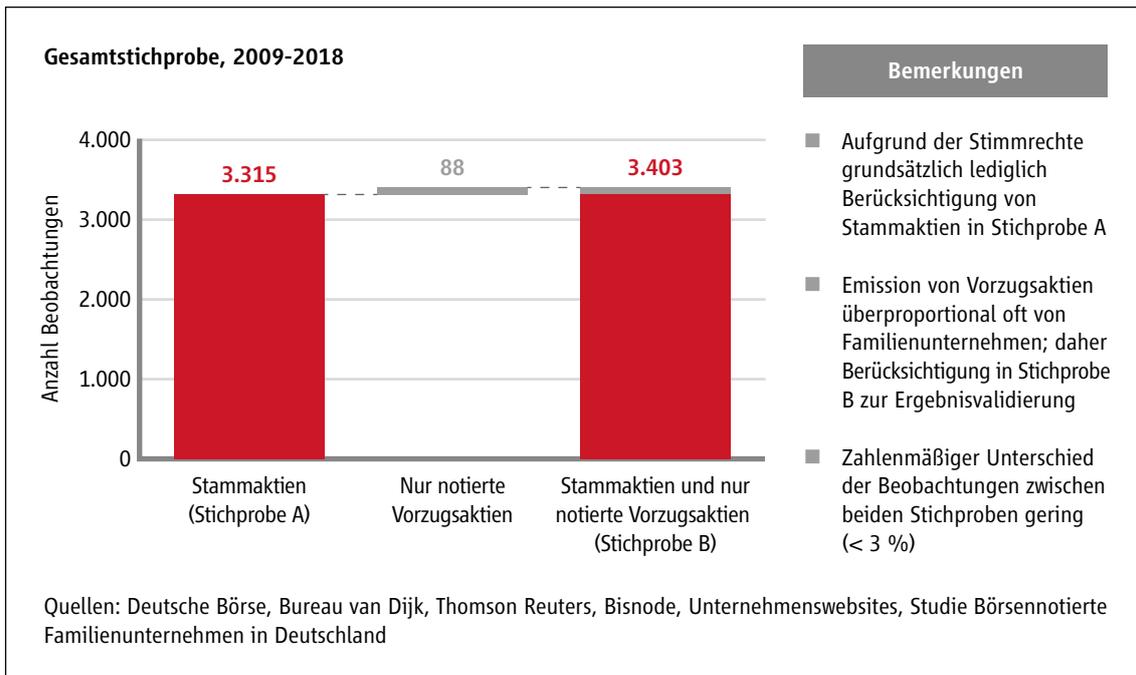
Die Betrachtung der ausschließlich mit Stammaktien notierten Unternehmen erscheint im Rahmen dieser Studie jedoch nicht nur aus Vergleichbarkeitsgründen zur vorherigen Studie sinnvoll. Untersuchungen für den Kapitalmarkt der USA zeigen, dass (stimmrechtslose) Vorzugsaktien überproportional oft von Familienunternehmen emittiert werden,²⁴ um eine Kapitalaufnahme bei gleichzeitiger Vermeidung eines partiellen Kontrollverlustes erwirken zu können.²⁵ Somit könnte es sich hierbei um ein schrittweises Vorgehen zur angestrebten Notierungsform am Kapitalmarkt von Familienunternehmen handeln: Diese gehen im ersten Schritt – noch in der Wachstumsphase befindlich – nur mit Vorzugsaktien an die Börse, um Kapital aufzunehmen und gleichzeitig die Familienkontrolle zu behalten. Zu einem späteren Zeitpunkt kann es sich dann für das Familienunternehmen aufgrund der durch § 139 II AktG eingeschränkten Möglichkeiten zur Kapitalaufnahme mittels Vorzugsaktien anbieten, für eine weitere Kapitalaufnahme auch Stammaktien auszugeben beziehungsweise eine Umwandlung von Vorzugs- in

24 Dieses Phänomen lässt sich auch im US-amerikanischen Markt beobachten. Facebook hat beispielsweise zwei Aktientypen, „Class A“ und „Class B“. Das Stimmrechtsverhältnis hierbei ist eins zu zehn. Während die „Class A“ Aktien an der Börse gehandelt werden, befinden sich die „Class B“ Aktien, und damit über zwei Drittel der Stimmrechte, im Besitz von Mark Zuckerberg und einer kleinen Gruppe von Insidern.

25 Vgl. Villalonga und Amit (2008).

Stammaktien vorzunehmen.²⁶ Der Grund für eine erneute Kapitalaufnahme kann neben der benötigten Finanzierung von Wachstumsplänen auch eine bewusst gewollte Veräußerung von Kontrollrechten durch die Gründerfamilie sein (zum Beispiel im Zuge einer Nachfolgeregelung). Zudem ist zu beachten, dass die Zahlungsbereitschaft von Investoren bei Vorzugsaktien wegen des Grundsatzes „one share – one vote“ sinken könnte.

Abbildung 7: Auswahl der Datenbasis

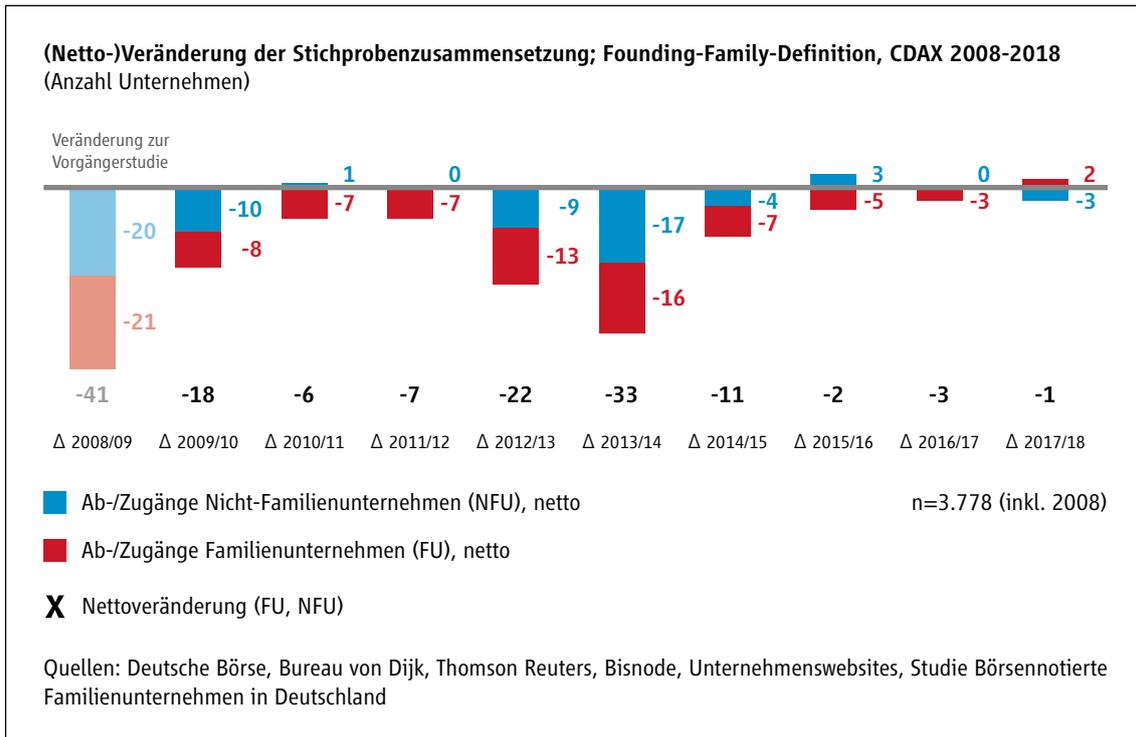


Wie zu Beginn des Kapitels erwähnt, existieren nicht für alle Unternehmen für jedes Jahr des Untersuchungszeitraums Beobachtungen, da es infolge von Börsengängen, Börsenrückzügen (Delistings), Segmentwechseln, Insolvenzen und partiell unzureichenden Finanzdaten zu Zu- und Abgängen innerhalb der Stichprobe kommt. Damit handelt es sich bei der Stichprobe um ein sogenanntes unbalanciertes Panel, also um eine Stichprobe, bei der nicht für jeden Untersuchungszeitpunkt (Jahr) für alle betrachteten Untersuchungsobjekte (Unternehmen) auch Beobachtungen (Unternehmensjahre) verfügbar sind.

Abbildung 8 gibt einen Überblick über die Zu- und Abgänge der Stichprobe. Im Anhang (Teil A) werden die Gründe in Bezug auf die jeweiligen Jahre genauer dargelegt. Die folgende Abbildung zeigt, dass der Stichprobenumfang analog zum Gesamtmarkt über die Zeit insgesamt abnimmt. Während sich der Gesamtmarkt um 192 Unternehmen beziehungsweise 31 Prozent reduziert, verringert sich der Stichprobenumfang zur Identifikation von Familienunternehmen um 101 Unternehmen beziehungsweise 26 Prozent.

26 Vgl. Dittmann und Ulbricht (2008).

Abbildung 8: Veränderungen der Stichprobe im Zeitablauf



Die Gründe hierfür sind ebenfalls die hohe Anzahl an Insolvenzen im Nachgang zur Finanzkrise 2008/2009 und der Eurokrise 2011/2012 sowie eine verstärkte Konsolidierungsaktivität am Markt.²⁷ Die Netto-reduktionsdynamik der Anzahl der Unternehmen in der Stichprobe nimmt nach diesen beiden Insolvenz- und Konsolidierungsphasen jeweils stark ab. Für Nicht-Familienunternehmen kehrt sich im Jahr 2016 die Abnahme sogar in einen Nettozugang um, während dies bei Familienunternehmen erst im Jahr 2018 passiert. Dies lässt vermuten, dass über die letzten drei Jahre der Stichprobe ein natürliches Veränderungsniveau erreicht ist, welches zunehmend auf dauerhaften Effekten wie höheren regulatorischen Anforderungen bei der Börsennotierung oder höherer Verfügbarkeit und Attraktivität von alternativen Finanzierungsmöglichkeiten basiert.

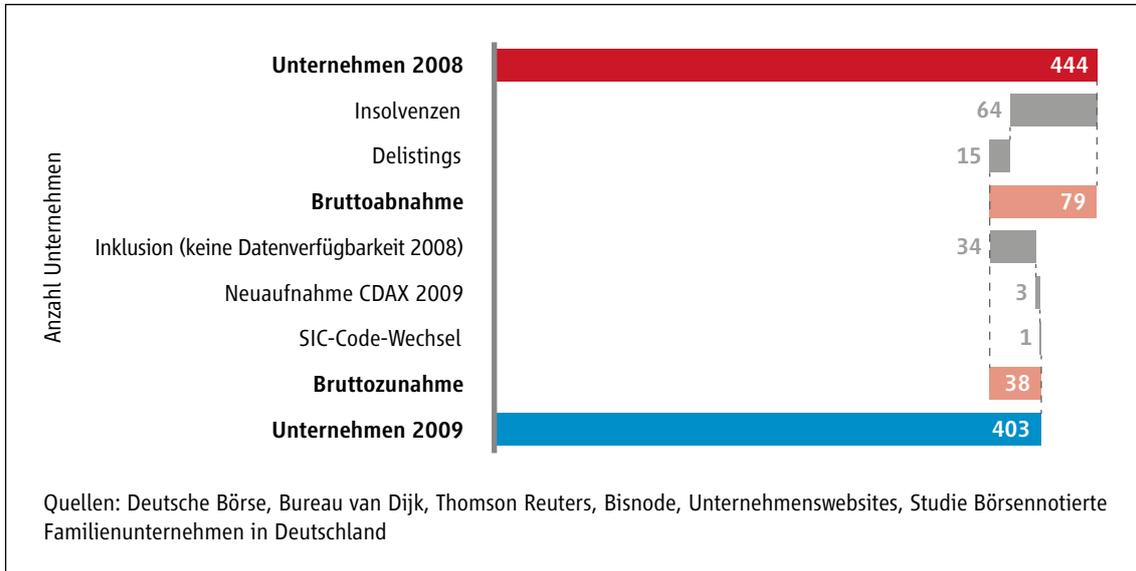
Schließlich soll noch der Übergang vom Jahr 2008 auf das Jahr 2009 gesondert untersucht werden, um die Anschlussfähigkeit an die vorangegangene Studie zu gewährleisten.

Abbildung 9 zeigt die detaillierte Veränderung der Stichprobenzusammensetzung zwischen den Jahren 2008 und 2009 mit einem Nettoabgang von 41 Unternehmen. Der Bruttoabgang beträgt 79 Unternehmen und setzt sich aus 64 Insolvenzen (zum Beispiel Escada AG, Arcandor AG) und 15 Privatisierungen durch Übernahme und anschließendem Squeeze-out aller Stammaktien (zum Beispiel Techem AG, Vogt Electronic AG) zusammen. Demgegenüber steht eine Bruttozunahme an 38 Unternehmen. Davon sind

27 Vgl. Box 1.

34 Unternehmen (zum Beispiel Schuler AG) neu, weil in der Vorgängerstudie nur unvollständige Daten vorlagen, sowie drei tatsächliche Neuaufnahmen in den CDAX 2009 und ein Industriesegmentwechsel (SIC-Code).

Abbildung 9: Veränderungen der Stichprobenszusammensetzung von 2008 auf 2009



Eine Unterscheidung der Familien- und Nicht-Familienunternehmen bezüglich der Bruttoabnahme von 2009 bis 2018 zeigt, dass Familienunternehmen gemäß Founding-Family-Definition in Summe unterproportional aus der Stichprobe fallen. Insgesamt sind sie also weniger von Insolvenzen und Delistings betroffen als Nicht-Familienunternehmen. Während Familienunternehmen zwischen 2009 und 2018 41 Prozent der Stichprobe ausmachen, sind nur 34 Prozent der aus der Stichprobe fallenden Unternehmen Familienunternehmen. Ein anderes Bild zeigt sich, wenn man die beiden Ursachen, Insolvenz und Delisting, separiert. Es wird deutlich, dass Familienunternehmen überproportional von Insolvenzen (47 Prozent aller Insolvenzen) und deutlich seltener von Delistings (28 Prozent aller Delistings) betroffen sind.

Bei genauerer Betrachtung der Treiber für diese erhöhte Insolvenzrate hebt sich eine Untergruppe von Unternehmen hervor. Diese Untergruppe besteht aus vergleichsweise jungen Unternehmen, die über einen Zeitraum kleiner zehn Jahren an der Börse notiert waren und dann Insolvenz anmeldeten (Box 3). Diese Untergruppe ist für zwei Drittel aller Insolvenzen von Familienunternehmen verantwortlich. Dadurch wird auch die übergeordnete Insolvenzrate der Familienunternehmen wesentlich beeinflusst. Bereinigt man die Insolvenzstatistik um diese Untergruppe, sind 30 Prozent der Unternehmen, die Insolvenz anmelden, Familienunternehmen. Somit liegt der Anteil unter dem Anteil der Familienunternehmen an der Gesamtstichprobe (2009 bis 2018: 41 Prozent).

Box 3: Junge Unternehmen mit kurzer Börsendauer vor Insolvenz

Über die Stichprobe hinweg sind 19 Familienunternehmen mit einem langfristig nicht tragfähigen Geschäftsmodell zu verzeichnen. Diese meldeten bereits nach weniger als zehn Jahren nach Erstnotierung an der deutschen Börse Insolvenz an. Bis zur Erstnotierung vergingen bei diesen Unternehmen im Durchschnitt wiederum weniger als zehn Jahre. Diese Untergruppe macht fast 70 Prozent aller Insolvenzen der Familienunternehmen aus und ist daher der Haupttreiber der vermeintlich höheren Insolvenzrate der Familienunternehmen.

Bei genauerer Betrachtung der Eigenschaften dieser Untergruppe zeigen sich Gemeinsamkeiten. 14 dieser 19 Familienunternehmen weisen einen wesentlichen asiatischen Bezug auf. Zunächst spiegelt sich dieser in den Geschäftsmodellen dieser Unternehmen wider, die häufig auf den deutsch-asiatischen, insbesondere den deutsch-chinesischen Handel ausgelegt sind. Des Weiteren haben circa 90 Prozent der Gründer und 70 Prozent der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder einen asiatischen, zumeist chinesischen Hintergrund. Es weisen zudem etwa zwei Drittel der Stimmrechte einen direkten Bezug zu Unternehmen beziehungsweise natürlichen Personen aus Asien auf.

Eine mögliche Erklärung ist die zunehmende Attraktivität des Industriestandortes Deutschland für ausländische Investoren und Unternehmer. In den Aktivitäten dieser Unternehmen spiegelt sich eine zunehmende Verflechtung der Wirtschaftsbeziehungen der beiden Regionen wider. Insbesondere in den Jahren 2012 bis 2014, in welchen die Konjunktur in Deutschland als Folge der Euro-Krise schwach war, haben viele dieser Unternehmen dann allerdings Insolvenz angemeldet.

II. Datenerhebung

Zunächst einmal müssen die Unternehmen der CDAX Gesamtkomposition für die Jahre 2009 bis 2018 ermittelt werden. Die Deutsche Börse bietet hier eine Gesamtübersicht, die als Datenquelle herangezogen wurde. Die Ermittlung der relevanten Unternehmen erfolgte durch Ausschließen aller Unternehmen mit dem SIC-Code 6 (Finanz- und Immobilienunternehmen). Als Primärquelle der SIC-Codes wurde Amadeus von Bureau van Dijk verwendet.

Im nächsten Schritt wurden die Unternehmen in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen unterteilt. Dafür sind Informationen zu den Unternehmensgründern und den Eigentümer- und Organstrukturen erforderlich.

Als primäre Datenquellen für die Identifikation der Unternehmensgründer dienten im Rahmen dieser Studie die Erhebungen der Vorstudie auf Basis der D&B Hoovers Online Unternehmensprofile sowie eine

manuelle webbasierte Suche, unter anderem auf den jeweiligen Unternehmenswebsites. Die Organstruktur inklusive aller benötigten Managementdaten wurde der Datenquelle Bisnode entnommen.

Zur Recherche der Eigentümerdaten wurde neben der Datenquellen von Bureau van Dijk bei unvollständigen Datensätzen Bisnode sowie teilweise einzelne Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen genutzt.

Zur Plausibilisierung der aufgeführten Primärdatenquellen wurde im Rahmen des Datenerhebungsprozesses auf zahlreiche weitere Datenquellen zurückgegriffen: In diesem Sinne wurden die Daten unter anderem mit der Zusammensetzung des DAXplus Family der Deutschen Börse²⁸ sowie stichprobenartig manuell mit Unternehmensprofilen auf ThomsonOne von Thomson Reuters oder den entsprechenden Geschäftsberichten abgeglichen.

Schließlich konnten folgende Informationen gewonnen werden:

- Anteile der Gründerfamilie am stimmberechtigten Eigenkapital (aus direkten und indirekten Beteiligungen) und
- verhältnismäßige Beteiligung der Gründerfamilie an den beiden Unternehmensorganen Vorstand und Aufsichtsrat.

Diese Informationen erlauben im Anschluss eine Unterteilung der börsennotierten Unternehmen in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen entsprechend der Founding-Family-Definition und des SFI_{mod} .

Durch die Verknüpfung der Informationen zur Eigentümer- und Organstruktur der Unternehmen mit Bilanz- und Kapitalmarktdaten aus den Datenbanken Datastream Thomson Reuters und Bureau van Dijk konnten anschließend Analysen zu den Merkmalen und zur operativen und Kapitalmarktperformance der Unternehmen durchgeführt werden.

28 Der DAXplus Family-Index bildet die Entwicklung von börsennotierten Familienunternehmen ab und umfasst die deutschen und internationalen Unternehmen aus dem Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, bei denen die Gründerfamilie mindestens einen 25-prozentigen Stimmrechtsanteil hat oder in Vorstand oder Aufsichtsrat sitzt und mindestens einen Stimmrechtsanteil von 5 % hält. Er wurde vom CEFS in Kooperation mit der Deutschen Börse entwickelt.

III. Darstellung der Ergebnisse

Die vorliegende Untersuchung ist in zwei wesentliche Abschnitte (Kapitel D und E) unterteilt:

- Kapitel D dient der Identifikation börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland. Es umfasst zudem eine deskriptive Beschreibung wesentlicher Unternehmenscharakteristika wie Verteilung nach Industrien, Größe, Rechtsform, Organ- und Kapitalstruktur im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen.
- Kapitel E analysiert die Unternehmensperformance (operative Performance, Kapitalmarktperformance) börsennotierter Familienunternehmen im Vergleich zu börsennotierten Nicht-Familienunternehmen.

Die Untersuchungen in den beiden Abschnitten basieren zunächst auf folgender Stichprobe, welche sich aus den ausschließlich mit Stammaktien notierten Unternehmen zusammensetzt:

- Kapitel D betrachtet grundsätzlich alle Unternehmen, deren Stammaktien im CDAX notiert sind. Darüber hinaus werden die Ergebnisse in Form eines Exkurses für diejenigen Unternehmen, die im jeweiligen Jahr ausschließlich mit einer Vorzugsaktie im CDAX notiert sind, validiert. Der Grund dafür liegt darin, dass die Möglichkeit, ausschließlich Vorzugsaktien zu emittieren, vermutlich besonders von Familienunternehmen genutzt wurde. Die Beschreibung der Charakteristika von börsennotierten Familienunternehmen erfolgt dabei sowohl entlang der Founding-Family-Definition als auch des SFI_{mod} .
- Kapitel E stellt ausschließlich auf mit Stammaktien notierte Unternehmen ab (Stichprobe A). Der Verzicht auf einen Exkurs analog zu Kapitel D liegt darin begründet, dass Vorzugsaktien in der Regel mit Preisabschlägen an der Börse gehandelt werden.²⁹ Für die Analyse der Kapitalmarktperformance würde daher die Einbeziehung solcher Unternehmen zu Ergebnisverzerrungen führen.

29 Vgl. hierzu z. B. die Studien von Zingales (1994) und Nenova (2003).

D. Bedeutung und Charakteristika börsennotierter Unternehmen

I. Identifikation

1. Anzahl Familienunternehmen

Zunächst gilt es festzustellen, wie viele Unternehmen im CDAX nach der zugrunde gelegten Founding-Family-Definition als Familienunternehmen klassifiziert werden können.

Abbildung 10 zeigt die Anzahl der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bezogen auf die Founding-Family-Definition (auf Basis aller mit Stammaktien im CDAX notierten, nicht-insolventen Nicht-Finanzunternehmen) für die einzelnen Jahre der Untersuchung.

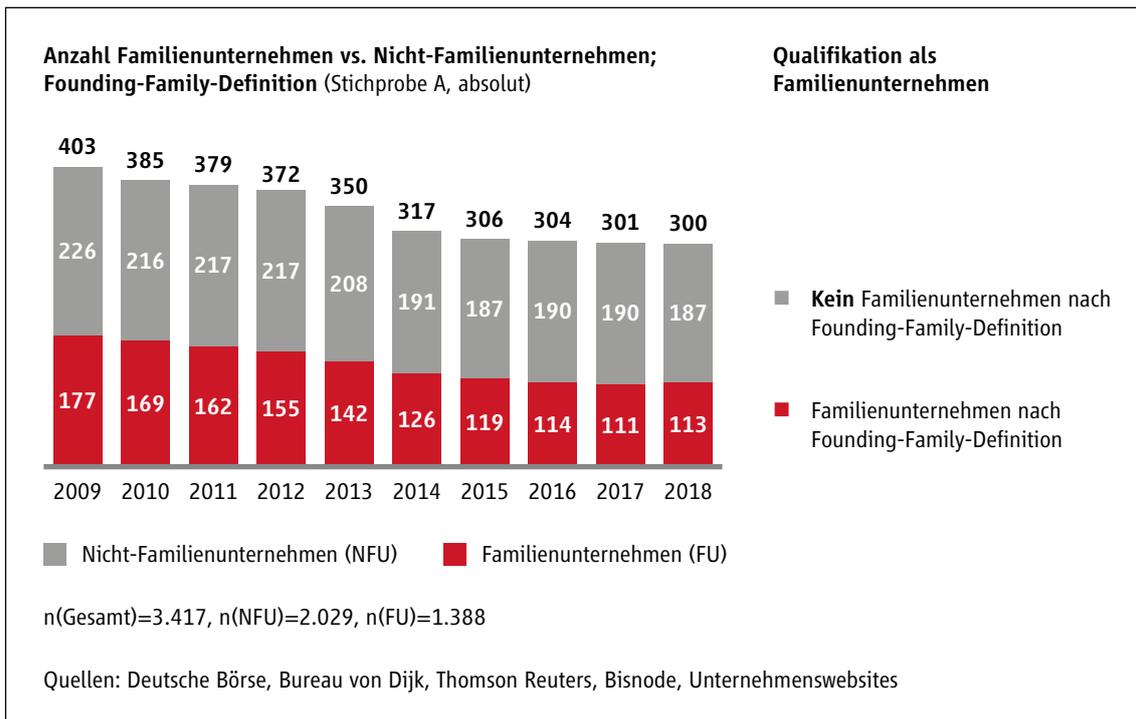
Die Abbildung spiegelt die Verteilung von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen am deutschen Kapitalmarkt von 2009 bis 2018 wider. Für das Jahr 2009 sind demnach 403 Unternehmen in der Stichprobe berücksichtigt, davon entfallen 177 auf Familienunternehmen (44 Prozent) und 226 auf Nicht-Familienunternehmen (56 Prozent). Die Anzahl der Unternehmen in der Stichprobe hat sich über den gesamten Betrachtungszeitraum 2009 bis 2018 in Summe reduziert. Die überdurchschnittlich starke Reduktion von 2009 auf 2010 ist vermutlich auch mit den Nachwirkungen der Finanzkrise 2008/2009 zu begründen.

Im Jahr 2018 gehen – nach Insolvenzen, Privatisierungen (zum Beispiel Squeeze-outs)³⁰ und Fusionen sowie einem sich abkühlenden Marktumfeld für Börsengänge – noch 300 Unternehmen in die Stichprobe ein. Davon stellen 113 Familienunternehmen (38 Prozent) und 187 Nicht-Familienunternehmen (62 Prozent) dar. Eine kumulierte Betrachtung der Stichprobe über den Zeitraum 2009 bis 2018 zeigt, dass 41 Prozent der Unternehmensjahre Familienunternehmen zuzurechnen sind, während 59 Prozent auf Nicht-Familienunternehmen entfallen. Dies verdeutlicht, dass es sich bei börsennotierten Unternehmen entgegen der öffentlichen Wahrnehmung nicht vor allem nur um im Streubesitz gehaltene Publikumsgesellschaften handelt. Vielmehr üben Gründerfamilien häufig auch nach dem Börsengang einen bedeutenden Einfluss auf das Unternehmen aus.³¹

30 Im Jahr 2002 führte das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in Deutschland u. a. eine gesetzliche Regelung ein, die es Mehrheitsaktionären ermöglicht, Minderheitsaktionäre abzufinden. Nach § 327a WpÜG kann ein Großaktionär mit mindestens 95 % des Grundkapitals veranlassen, dass die Minderheitsaktionäre ihr Eigentumsrecht gegen eine angemessene Barabfindung an ihn abgeben müssen.

31 Die Beständigkeit von Familieneigentum zeigt sich auch in der Studie von Franks et al. (2009). Hierbei untersuchen die Autoren die Entwicklung des Familieneigentums der 1.000 umsatzstärksten (privaten und börsennotierten) Unternehmen in Deutschland, Italien, Frankreich und Großbritannien zwischen 1996 und 2006. Franks et al. (2009) zeigen z. B. bezogen auf Deutschland, dass von den Familienunternehmen in der Ausgangsstichprobe im Jahr 1996 auch zehn Jahre später, 2006, noch 74 % Familienunternehmen sind.

Abbildung 10: Anzahl Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition

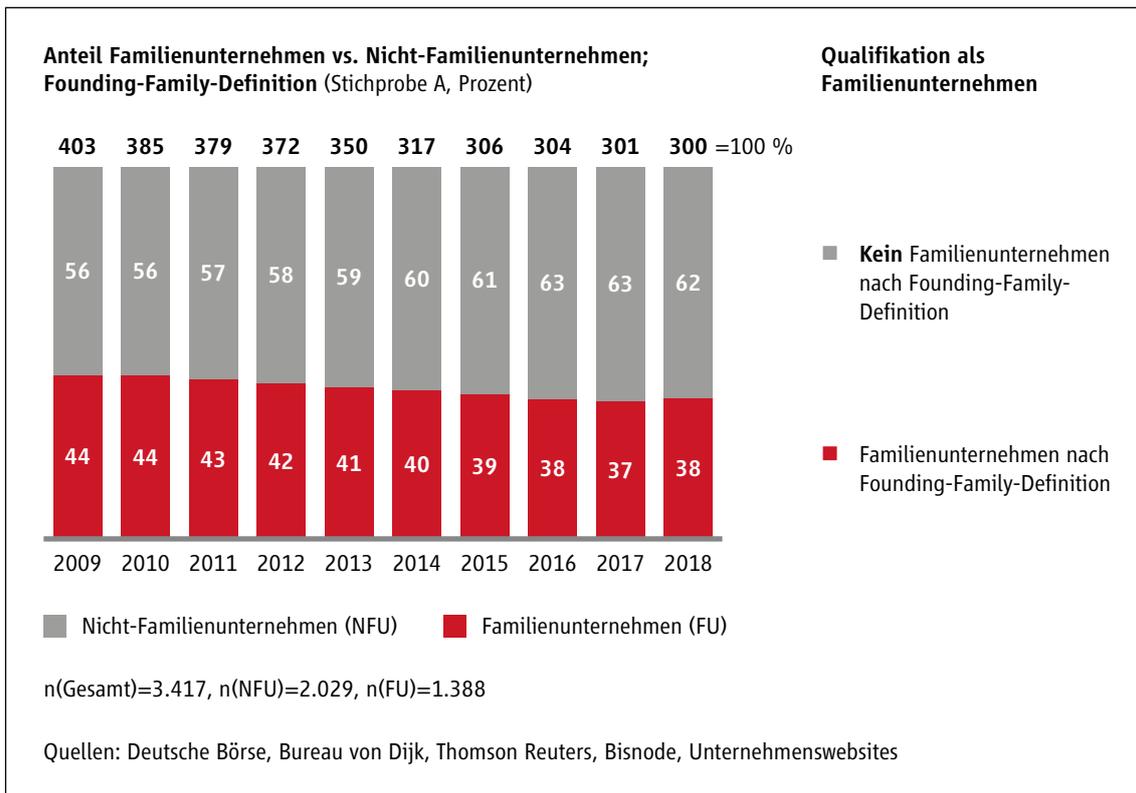


Eine Übersicht über die prozentuale Verteilung der Familienunternehmen im Zeitablauf (Abbildung 11) zeigt, dass sich der prozentuale Anteil der Familienunternehmen über den Betrachtungszeitraum reduziert – insgesamt von 44 Prozent im Jahr 2009 auf 38 Prozent im Jahr 2018.³² Erst im letzten Jahr der Stichprobe ist der relative Anteil der Familienunternehmen wieder leicht steigend.

In Kapitel B wurde bereits dargestellt, dass unterschiedliche Definitionsansätze für Familienunternehmen existieren. Um den Einfluss der Gründerfamilie stärker herauszuarbeiten, wird im Folgenden unter Zuhilfenahme des SFI_{mod} zusätzlich eine Abgrenzung von Familienunternehmen im engeren Sinne vorgenommen. Es handelt sich damit um eine Präzisierung der Founding-Family-Definition (Familienunternehmen im weiteren Sinne). Wie aus den Abbildungen 12 und 13 ersichtlich ist, stellen die Familienunternehmen nach dem SFI_{mod} eine Teilgruppe der Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition dar. Die Darstellungen zeigen die absolute und die relative Verteilung der Familienunternehmen. Im Jahr 2009 qualifizieren sich beispielsweise 91 Unternehmen (23 Prozent) als Familienunternehmen nach dem SFI_{mod} . 86 Unternehmen sind gemäß der Founding-Family-Definition, nicht aber nach dem SFI_{mod} Familienunternehmen. 226 Unternehmen qualifizieren sich nach keiner der beiden Definitionen als Familienunternehmen. Über den Betrachtungszeitraum bleibt der Anteil der Familienunternehmen nach dem SFI_{mod} bis zum Jahr 2013 annähernd konstant und nimmt dann bis 2018 auf 61 Unternehmen (20 Prozent) ab (vergleiche Abbildung 13).

32 Die gezeigten Zahlen entsprechen den gerundeten Werten. Die Summe der Einzelwerte kann daher in dieser und folgenden Abbildungen leicht von der Gesamtsumme abweichen.

Abbildung 11: Anteil Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition



Insgesamt betrachtet zeigt sich, dass der prozentuale Anteil börsennotierter Familienunternehmen in der Stichprobe noch etwa ein Fünftel aller Nicht-Finanzunternehmen im CDAX umfasst, wenn für die Abgrenzung von Familienunternehmen auf den SFI_{mod} statt auf die Founding-Family-Definition abgestellt wird. Auch unter Berücksichtigung solcher Unternehmen, die lediglich mit Vorzugsaktien notiert sind, ergibt sich keine substantielle Veränderung des Anteils.

Abbildung 12: Anzahl Familienunternehmen nach dem SFI_{mod}

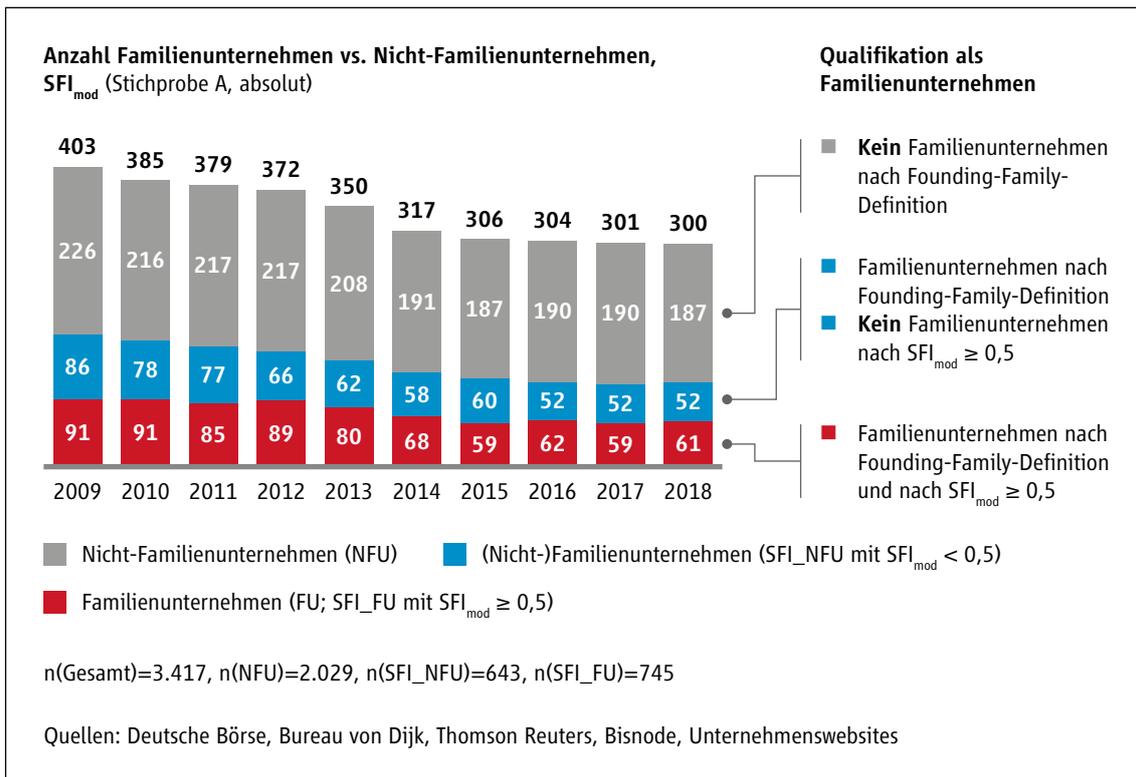
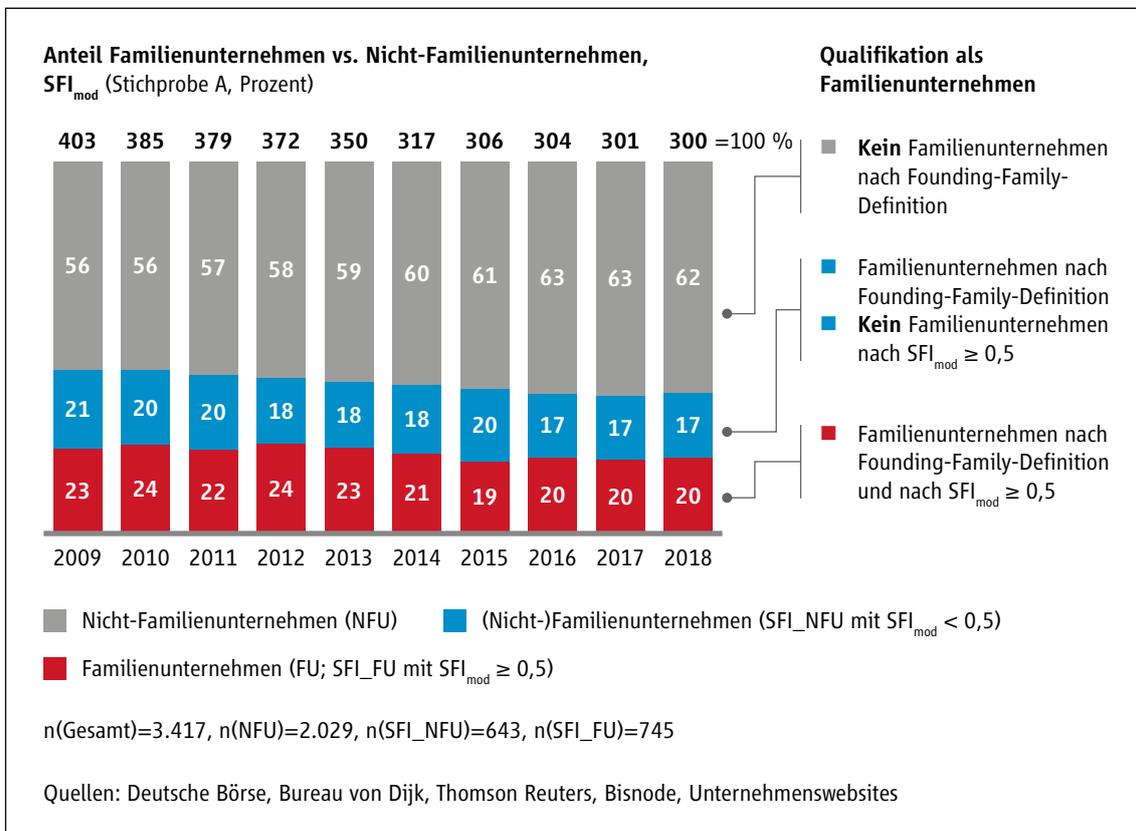


Abbildung 13: Anteil Familienunternehmen nach dem SFI_{mod}



2. Qualifizierung als Familienunternehmen

Neben der rein dichotomen Unterscheidung nach Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen soll an dieser Stelle auf die Heterogenität der Familienunternehmen eingegangen werden. Dabei ist es von hohem Interesse zu analysieren, über welche Komponenten der Founding-Family-Definition, das heißt die Höhe der Eigentumsanteile, Vorstands- und/oder Aufsichtsratsstätigkeit, sich Unternehmen in der Stichprobe als Familienunternehmen qualifizieren. Abbildung 14 zeigt deshalb die Verteilung der Qualifikationskriterien innerhalb der Familienunternehmen.

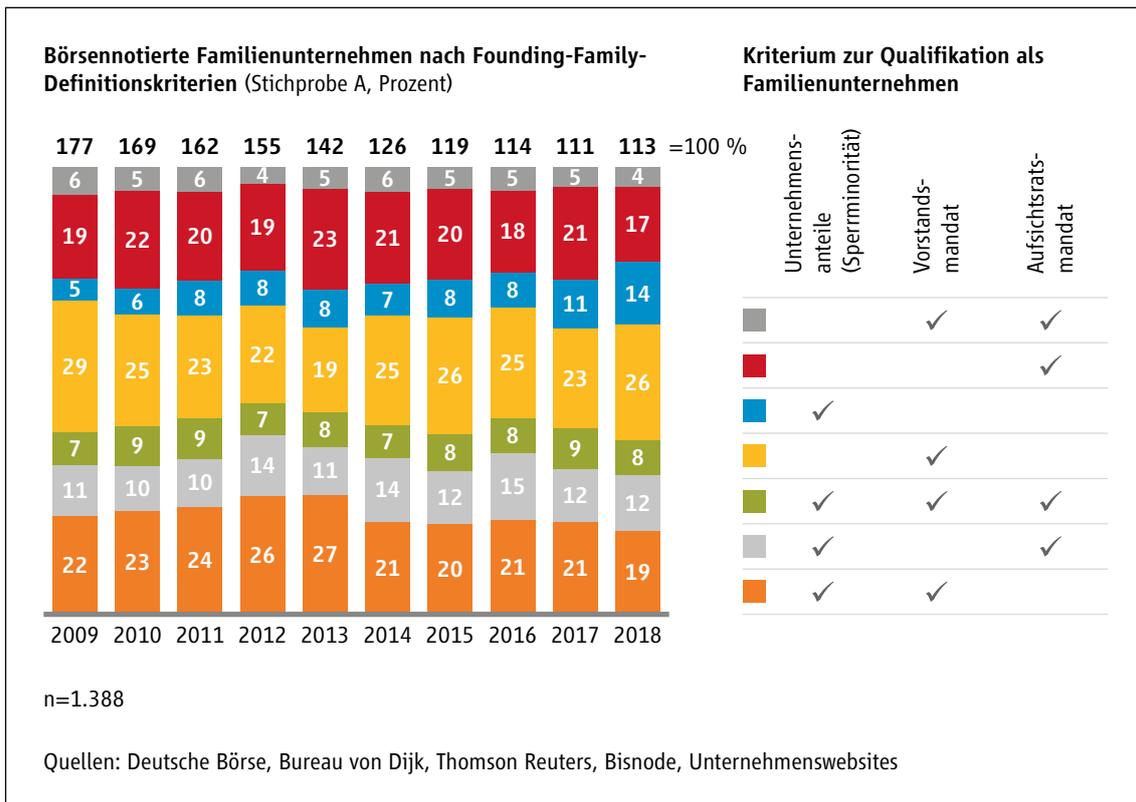
In rund einem Drittel der Fälle (abhängig vom Betrachtungszeitpunkt) qualifiziert sich ein Unternehmen über eine Kombination aus Eigentum und Unternehmensführung (Vorstand) oder Eigentum und Teilnahme der Gründerfamilie am Kontrollgremium (Aufsichtsrat) als Familienunternehmen. Unternehmen, bei denen die Gründerfamilie im Vorstand vertreten ist und gleichzeitig Anteile hält, stellen beispielsweise die Fielmann AG, die United Internet AG, die GFT Technologies SE oder die Bijou Brigitte AG dar.³³ Exemplarisch für Familienunternehmen, bei denen die Familie ein Aufsichtsratsmandat innehat und gleichzeitig über Anteilsbesitz am Unternehmen verfügt, seien A.S. Creation Tapeten AG, Wacker Neuson SE oder die Nemetschek SE genannt. In durchschnittlich sieben Prozent der Fälle erfüllt die Gründerfamilie sogar alle drei Kriterien gleichzeitig. Dies ist zum Beispiel bei den Unternehmen Bauer AG, Krones AG und Villeroy & Boch AG der Fall. In diesen Unternehmen hält die Gründerfamilie einen signifikanten Anteil der Stimmrechte und ist sowohl im Vorstand als auch im Aufsichtsrat des Unternehmens vertreten.

In durchschnittlich 50 Prozent der Fälle qualifizieren sich die Familienunternehmen ausschließlich über die Komponenten Vorstand, Aufsichtsrat beziehungsweise eine Kombination derselben, ohne Anteile über der Sperrminorität von 25 Prozent zu halten. Beispiele für Familienunternehmen ohne qualifizierenden Anteilsbesitz der Gründerfamilie, jedoch mit Vorstandsmandat, stellen die Mühlbauer Holding AG, die Windeln.de SE oder die Zalando SE dar. Als Familienunternehmen ohne qualifizierenden Anteilsbesitz der Gründerfamilie, aber mit Aufsichtsratsmandat, können beispielhaft die 1&1 Drillisch AG, die Dürr AG oder die Schaltbau Holding AG genannt werden. In durchschnittlich sechs Prozent der Fälle hält die Gründerfamilie mindestens 25 Prozent der Anteile, ist aber nicht unmittelbar Mitglied der Unternehmensleitung oder des Kontrollgremiums. Es ist allerdings nicht auszuschließen, dass die Gründerfamilie in diesen Fällen zumindest über einen Interessenvertreter in einem der Unternehmensorgane verfügt.

Ähnlich stellt sich die Qualifikation der Familienunternehmen dar, wenn zusätzlich diejenigen Unternehmen betrachtet werden, die nur mit Vorzugsaktien notiert sind.

33 Die gewählten Beispiele stellen auch in der Folge auf das Jahr 2018 als Referenzpunkt ab.

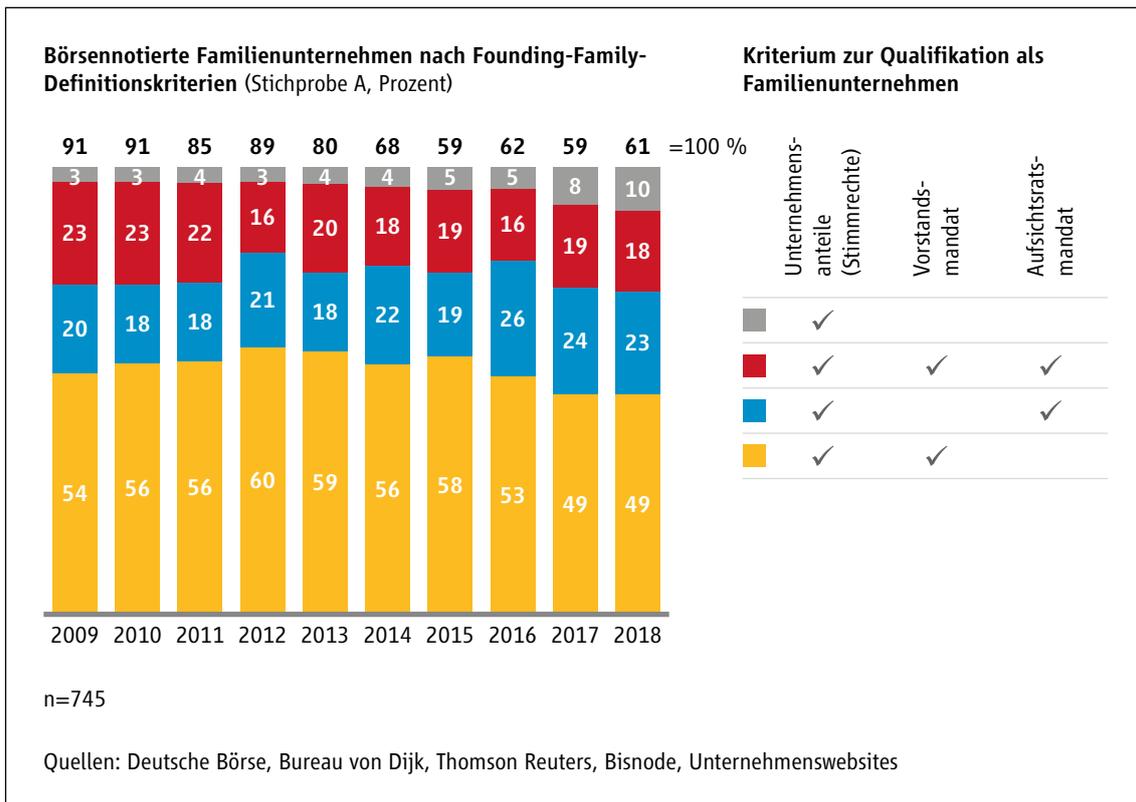
Abbildung 14: Qualifikationskriterien nach der Founding-Family-Definition



Analog zur Founding-Family-Definition wird im Folgenden die Qualifikation der Familienunternehmen nach den Kriterien des SFI_{mod} betrachtet. Entsprechend des Kriteriums, nach dem der Eigentumsanteil der Gründerfamilie nicht null Prozent betragen darf,³⁴ zeigt die Analyse (Abbildung 15), dass sich nunmehr per Definition kein Unternehmen ausschließlich über eine Mitgliedschaft im Vorstand oder Aufsichtsrat qualifizieren kann. Im Jahr 2018 haben sich beispielsweise 49 Prozent der Familienunternehmen nach dem SFI_{mod} über eine Kombination aus Familieneigentum und Vorstandsmandat als solches qualifiziert. Wenn darüber hinaus die 18 Prozent der Unternehmen berücksichtigt werden, in denen die Gründerfamilie an allen drei Komponenten (Eigentum, Vorstand und Aufsichtsrat) beteiligt ist, nehmen in rund 67 Prozent dieser Familienunternehmen Mitglieder der Gründerfamilien eine Rolle in der Unternehmensführung wahr. Dies ist ein deutliches Indiz für den substanziellen Einfluss der Gründerfamilien auf diese Unternehmen. Insofern wird die Präzisierung des Familieneinflusses über den SFI_{mod} deutlich. Lediglich durchschnittlich sechs Prozent der Familienunternehmen qualifizieren sich ausschließlich über einen Eigentumsanteil von mindestens 50 Prozent der Stimmrechte. Die Befunde bleiben, unter Berücksichtigung von Unternehmen, die ausschließlich mit Vorzugsaktien notiert sind, nahezu unverändert.

34 Mittels SFI_{mod} werden damit z. B. Übergangsfälle von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen, in denen die Gründerfamilie keine Eigentumsanteile mehr hält, aber noch ein Mandat im Vorstand oder Aufsichtsrat wahrnimmt, ausgeschlossen.

Abbildung 15: Qualifikationskriterien von Familienunternehmen nach dem SFI_{mod}



Im folgenden Abschnitt werden Unternehmenscharakteristika, die die Heterogenität innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen widerspiegeln (zum Beispiel Unternehmensalter und Unternehmensgröße), vertieft betrachtet.

II. Unternehmenscharakteristika

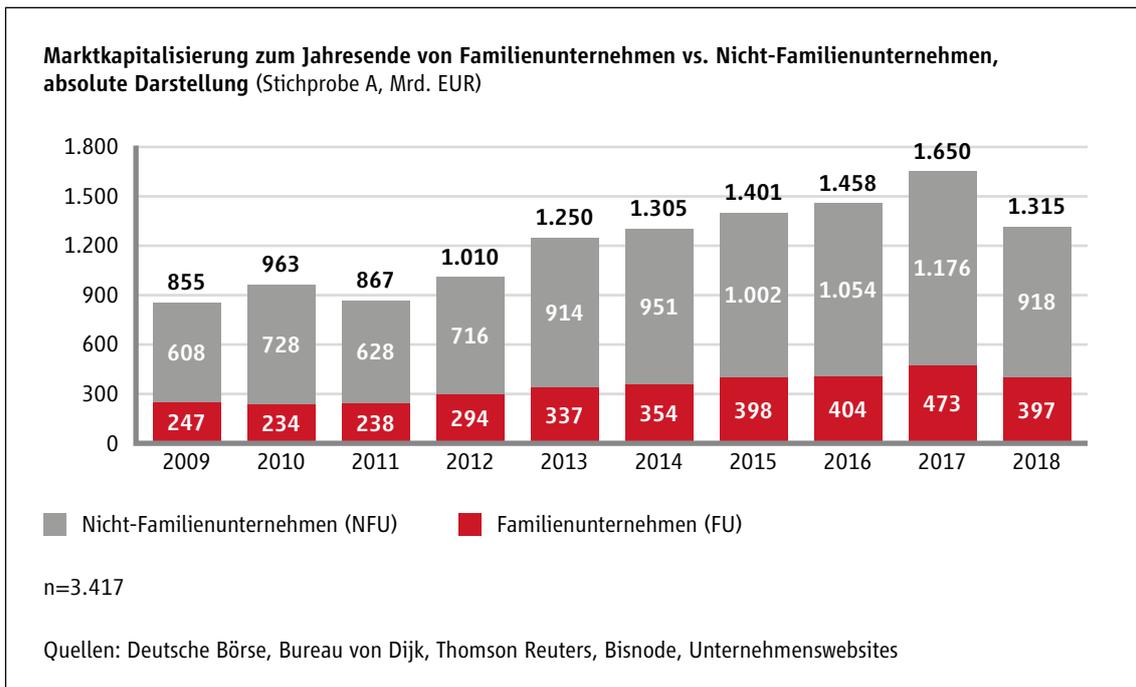
1. Marktkapitalisierung von Familienunternehmen

Bisherige empirische Untersuchungen zu börsennotierten Familienunternehmen haben für verschiedene Länder gezeigt, dass börsennotierte Familienunternehmen in der Regel jünger und kleiner sind als Nicht-Familienunternehmen.³⁵ Daher wird die Bedeutung börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland neben der rein zahlenmäßigen Verteilung nach den beiden Gruppen zusätzlich anhand einer marktgewichteten Darstellung aufgezeigt (Abbildung 16). Hierbei wird die kumulierte Marktkapitalisierung aller Familienunternehmen mit der Marktkapitalisierung aller Nicht-Familienunternehmen gemäß der Stichprobe verglichen.³⁶

35 Vgl. z. B. die Arbeiten von Anderson und Reeb (2003) sowie Villalonga und Amit (2006) für die USA.

36 Die Marktkapitalisierung eines Unternehmens wird berechnet, indem die Anzahl der umlaufenden Aktien zum Jahresende mit dem Jahresschlusskurs multipliziert wird. An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass die Variable „Marktkapitalisierung“ in seltenen Fällen nicht vorliegt. Dies ist meist bei sogenannten Penny Stocks der Fall. Es handelt sich hierbei oftmals um Werte, die zusätzlich eine sehr geringe Liquidität aufweisen. Die Häufigkeit solcher Fälle innerhalb der Stichprobe ist begrenzt.

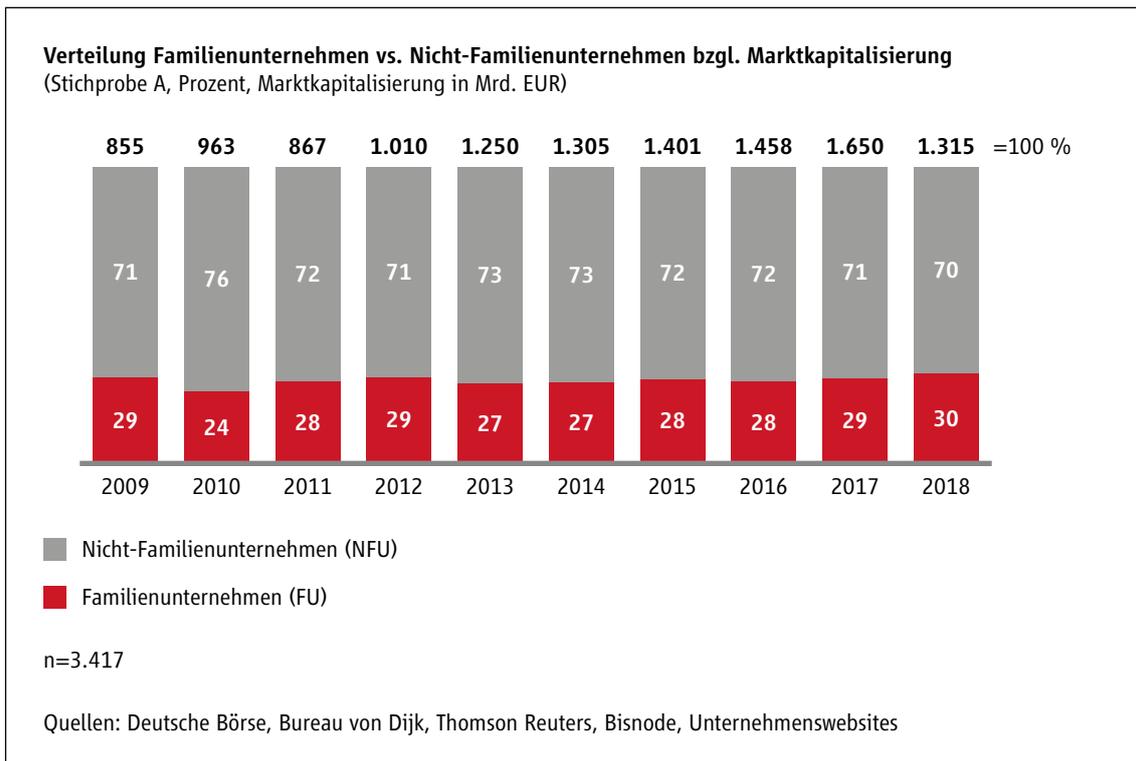
Abbildung 16: Marktgewichtete Darstellung von Familienunternehmen (absolut)



Zunächst spiegelt sich in Abbildung 16 wider, dass die Bewertung börsennotierter Unternehmen am Kapitalmarkt starken zeitlichen Schwankungen unterliegt. Die kumulierte Marktkapitalisierung aller Unternehmen der Stichprobe variiert zwischen 855 Milliarden Euro (im Jahr 2009) und 1.650 Milliarden Euro (im Jahr 2017). Abbildung 17 zeigt die prozentuale Verteilung der Marktkapitalisierung in Bezug auf die beiden Unternehmensgruppen.

Es wird deutlich, dass Familienunternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung – wesentlich kleiner sind als Nicht-Familienunternehmen. Konkret liegt ihr Anteil an der Marktkapitalisierung zwischen 24 Prozent (2010) und 30 Prozent (2018). Aus dem Vergleich der Marktkapitalisierung mit dem zahlenmäßigen Anteil von 40 Prozent lässt sich der Schluss ziehen, dass es sich bei den Familienunternehmen tendenziell um kleinere börsennotierte Unternehmen handelt. Hier können Blockaktionäre mit einem geringeren absoluten Investitionsvolumen wesentliche Eigentumsanteile halten.

Abbildung 17: Marktgewichtete Darstellung von Familienunternehmen (relativ)



2. Industrieverteilung

Neben einem ersten Verständnis für die Größenordnung börsennotierter Familienunternehmen wird auch die Industrieverteilung untersucht. Börsennotierte Unternehmen sind häufig in mehreren Industrien tätig, weshalb für die Analyse der Industrieaufteilung von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen die Hauptgeschäftsbereiche der Unternehmen anhand gängiger Industrieschlüssel (SIC-Codes, Box 4) identifiziert werden. Abbildung 18 zeigt die absolute Verteilung der betrachteten Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen auf die unterschiedlichen einstelligen Industrieschlüssel. Es handelt sich damit um eine relativ grobe Industriezuordnung. Insgesamt betrachtet zeigt sich, dass bezogen auf die gesamte Stichprobe am deutschen Kapitalmarkt bestimmte Industrien, vor allem das produzierende Gewerbe³⁷ und die Dienstleistungsindustrie, besonders stark vertreten sind.³⁸ Diese beiden Industriesektoren (SIC-Code 3 und 7) machen zusammen rund 55 Prozent aller Unternehmen in der Stichprobe aus.

37 Unter produzierendem Gewerbe werden hauptsächlich die Industrien Anlagen- und Maschinenbau, Konsumgüterproduktion und Chemie verstanden.

38 In der Stichprobe ausgeschlossen sind die Finanzunternehmen (SIC-Code 6). Unternehmen des öffentlichen Sektors (SIC-Code 9) kommen am deutschen Kapitalmarkt nicht vor. Beide SIC-Codes sind in den Abbildungen 18 und 19 nur der Vollständigkeit halber aufgeführt.

Box 4: Standard Industrial Classification Code (SIC-Code)

Beim Standard Industrial Classification Code (SIC-Code) handelt es sich um ein Klassifikationsschema für unterschiedliche Industrien beziehungsweise Industriezweige. Jedem Unternehmensbereich wird ein vierstelliger Industriecode zugeordnet. Die Industriezusammensetzung der Stichprobe anhand der SIC-Klassifikation erlaubt eine differenzierte Betrachtung auf unterschiedlichem Detaillierungsniveau (maximal auf Ebene von vierstelligen Industriecodes, minimal jedoch auf Ebene der ersten Ziffern dieses Industriecodes). Der sogenannte *Primary-SIC-Code* gibt darüber hinaus bei Unternehmen, die gleichzeitig in mehreren Industrien tätig sind, das Hauptgeschäftsfeld beziehungsweise die Hauptindustrie an.

Abbildung 19 gibt einen Überblick über die relativen Anteile der Familienunternehmen in den jeweiligen Industrien. Es fällt auf, dass Familienunternehmen in jeder Industrie zu finden sind, wobei der relative Anteil stark variiert.

Abbildung 18: Anzahl von Familienunternehmen nach Industrien

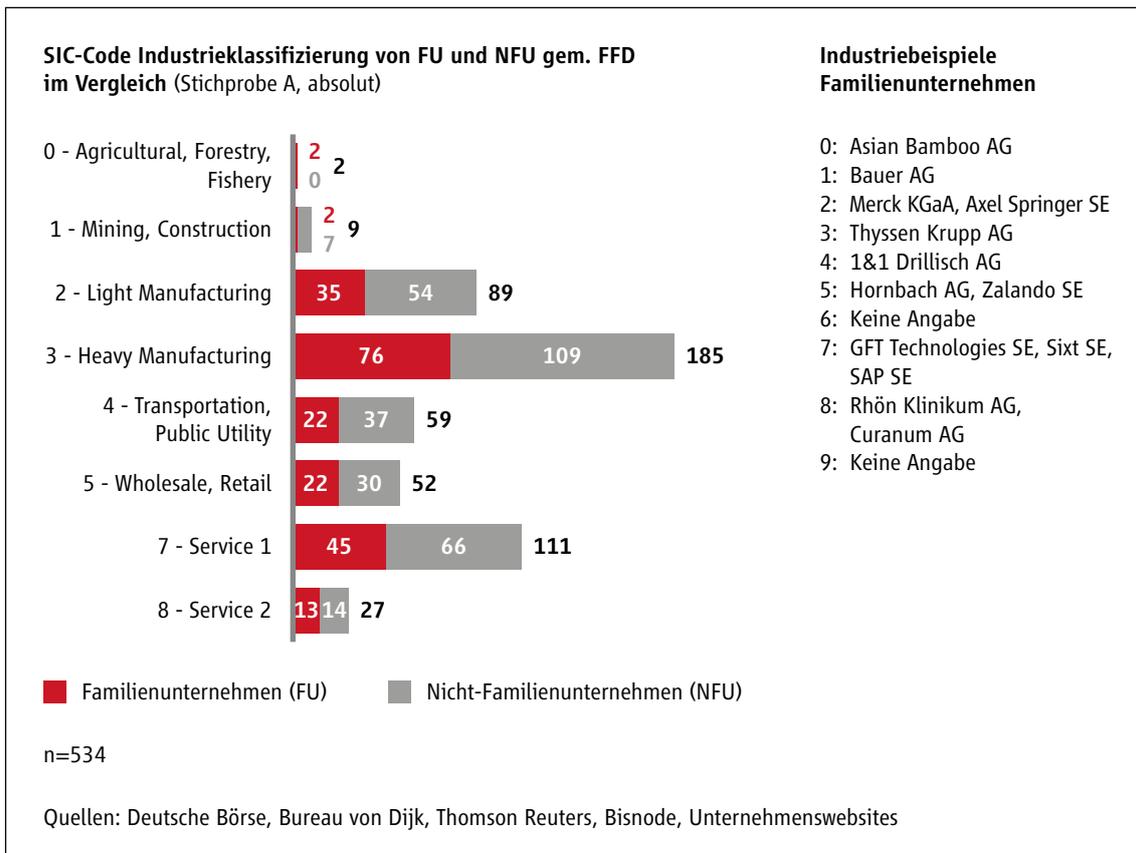


Abbildung 19: Anteil von Familienunternehmen nach Industrien

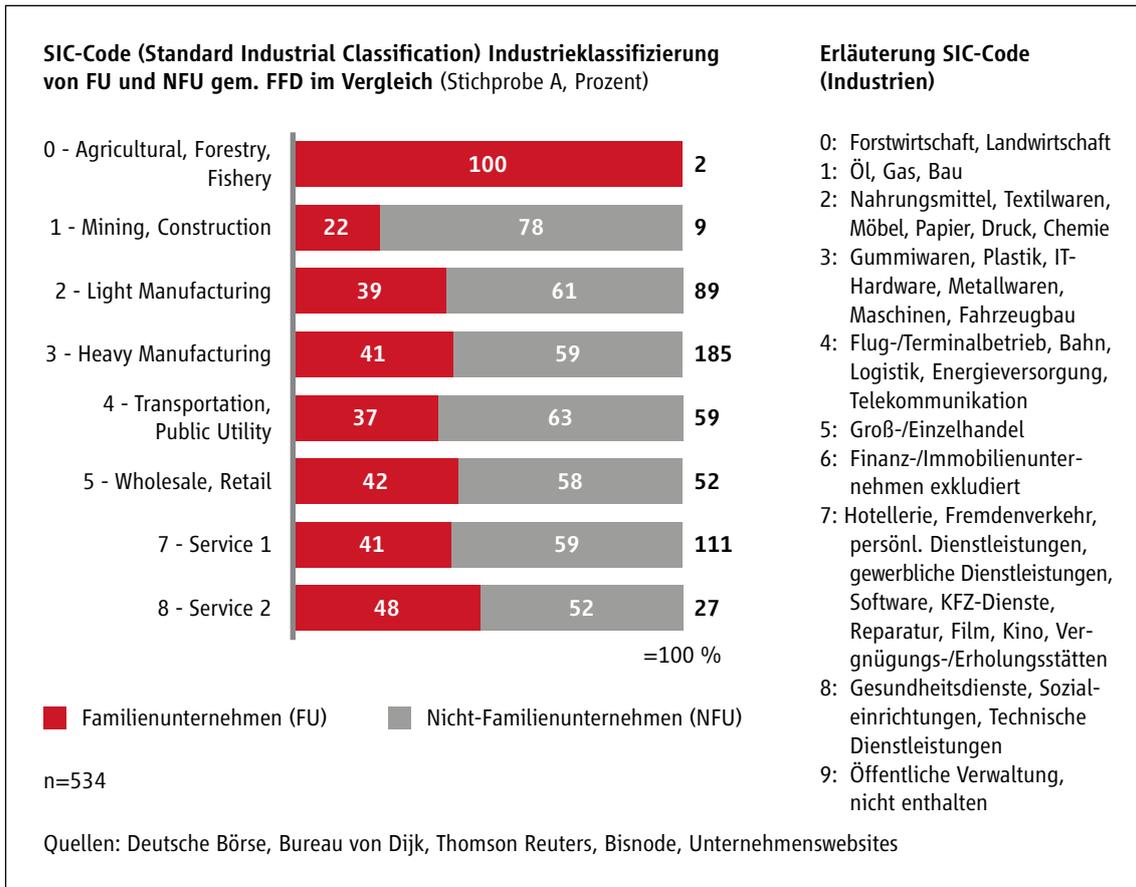


Tabelle 3: SIXT SE

Daten und Fakten	SIXT SE (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 7, Kfz-Reparaturen und Fahrzeugservice (München)
Geschäftstätigkeit	Vermietung und Verwertung von Fahrzeugen, Mobilien, Beteiligungsverwaltung, Ausübung zugehöriger Nebentätigkeiten wie z. B. Leasing und Flottenmanagement
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Martin Sixt (1912)
Generation der Gründerfamilie	3./4. Generation
Börsengang (Jahr)	1986
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	58 %
Vorstandsbeteiligung	Erich Sixt – Vorstandsvorsitzender Alexander Sixt – Vorstand Organisation und Strategie Konstantin Sixt – Vorstand Vertrieb
Aufsichtsratsbeteiligung	–
Bilanzsumme (in €)	5,19 Milliarden

Tabelle 4: Rhön-Klinikum AG

Daten und Fakten	Rhön-Klinikum AG (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 8, Gesundheitsdienste (Bad Neustadt an der Saale)
Geschäftstätigkeit	Betrieb von Krankenhäusern, Kliniken und Medizinischen Versorgungszentren
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Eugen Münch (1973)
Generation der Gründerfamilie	1. Generation
Börsengang (Jahr)	1989
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	15 %
Vorstandsbeitrag	–
Aufsichtsratsbeitrag	Eugen Münch – Aufsichtsratsvorsitzender
Bilanzsumme (in €)	1,59 Milliarden

Unter Berücksichtigung der Ausgangsstichprobe sind Familienunternehmen vor allem in den beiden Dienstleistungssektoren, also SIC 7 und 8, stark repräsentiert. Sie machen hier fast 50 Prozent der Unternehmensbeobachtungen aus. Bekannte Beispiele von Unternehmen, die den Dienstleistungssektoren zuzuordnen sind, stellen die Sixt AG (Tabelle 3), die Rhön-Klinikum AG (Tabelle 4) oder die SAP AG dar.

In der kapitalintensiven Bauindustrie (SIC-Code 1) sind die Familienunternehmen dagegen mit rund 22 Prozent unterrepräsentiert. Auch hier lässt sich allerdings mit der Bauer AG ein bekanntes Beispiel für ein Familienunternehmen aufführen, das in Tabelle 5 näher charakterisiert wird.

Tabelle 5: Bauer AG

Daten und Fakten	Bauer AG (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 1, Erzbergbau (Schrobenhausen)
Geschäftstätigkeit	Anbieter von Dienstleistungen, Maschinen und Produkten für Boden und Grundwasser im Bereich Bau
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Sebastian Bauer (1790)
Generation der Gründerfamilie	7./8. Generation
Börsengang (Jahr)	2006
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	48 %
Vorstandsbeitrag	Florian Bauer – Vorstandsmitglied
Aufsichtsratsbeitrag	Thomas Bauer – Aufsichtsratsvorsitzender Johannes Bauer – Aufsichtsratsmitglied
Bilanzsumme (in €)	1,63 Milliarden

Im zahlenmäßig insgesamt eher unbedeutenden Agrar- und Landwirtschaftssektor sind an der Deutschen Börse zwischen 2009 und 2018 ausschließlich Familienunternehmen notiert. Stellvertretend sei das

Unternehmen KWS Saat SE genannt, das sich auf die Herstellung und den Vertrieb von Pflanzen und Saatgut spezialisiert hat (Tabelle 6).

Tabelle 6: KWS Saat SE

Daten und Fakten	KWS SAAT SE (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC Code 1, Landwirtschaft – Feldfrüchte (Einbeck)
Geschäftstätigkeit	Pflanzenzüchtungs- und Saatgutherstellung und Vertrieb
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Matthias Christian Rabbethge, Julius Giesecke und Carl Büchting (1856)
Generation der Gründerfamilie	6. Generation
Börsengang (Jahr)	2005
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilien	55 %
Vorstandsbeitrag	–
Aufsichtsratsbeitrag	Andreas Büchting – Aufsichtsratsvorsitzender
Bilanzsumme (in €)	1,52 Milliarden

Tabelle 7: Axel Springer SE

Daten und Fakten	AXEL SPRINGER SE (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 2, Druck und Verlagswesen (Berlin)
Geschäftstätigkeit	Multimedial integrierte Verlagsgruppe mit digitalen und gedruckten Angeboten
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Axel und Hinrich Springer (1946)
Generation der Gründerfamilie	3. Generation
Börsengang (Jahr)	2000
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	52 %
Vorstandsbeitrag	–
Aufsichtsratsbeitrag	Friede Springer – stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende
Bilanzsumme (in €)	6,48 Milliarden

Im produzierenden Gewerbe (SIC-Code 2 und 3) sind etwa 40 Prozent der Unternehmen Familienunternehmen. Prominente Beispiele stellen für den Sektor Light Manufacturing (SIC-Code 2) die Wacker Chemie AG im Bereich Chemie und die Axel Springer SE als Verlag dar (Tabelle 7). Exemplarisch für den Sektor Heavy Manufacturing (SIC-Code 3) sei das Unternehmen Drägerwerk AG genannt. Familienunternehmen sind auch im Sektor Handel (Wholesale & Retail) mit 42 Prozent relativ stark vertreten. Ein bekanntes Beispiel stellt die Hornbach AG (Tabelle 8) dar, daneben sei auf das Unternehmen Zalando SE (Tabelle 9) hingewiesen. Die Hornbach AG ist gleichzeitig eines der ältesten Familienunternehmen in der Stichprobe. Im Sektor Transportation, Public Utilities (SIC-Code 4) stellen Familienunternehmen immerhin 37 Prozent der Unternehmen; als Beispiel sei die Jungheinrich AG (Tabelle 10) aufgeführt.

Tabelle 8: Hornbach AG

Daten und Fakten	HORNBACH Baumarkt AG (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 5, Einzelhandel mit Baustoffen, Werkzeugen, Gartenbedarf und Mobilheimen (Bornheim)
Geschäftstätigkeit	Betreiber von großflächigen Bau- und Gartenmärkten
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Michael Hornbach (1877)
Generation der Gründerfamilie	5. Generation
Börsengang (Jahr)	1987
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	76 %
Vorstandsbeitrag	Steffen Hornbach – Vorstandsvorsitzender
Aufsichtsratsbeitrag	Albrecht Hornbach – Aufsichtsratsvorsitzender Georg Hornbach – Aufsichtsratsmitglied Martin Hornbach – Aufsichtsratsmitglied
Bilanzsumme (in €)	1,21 Milliarden

Tabelle 9: Zalando SE

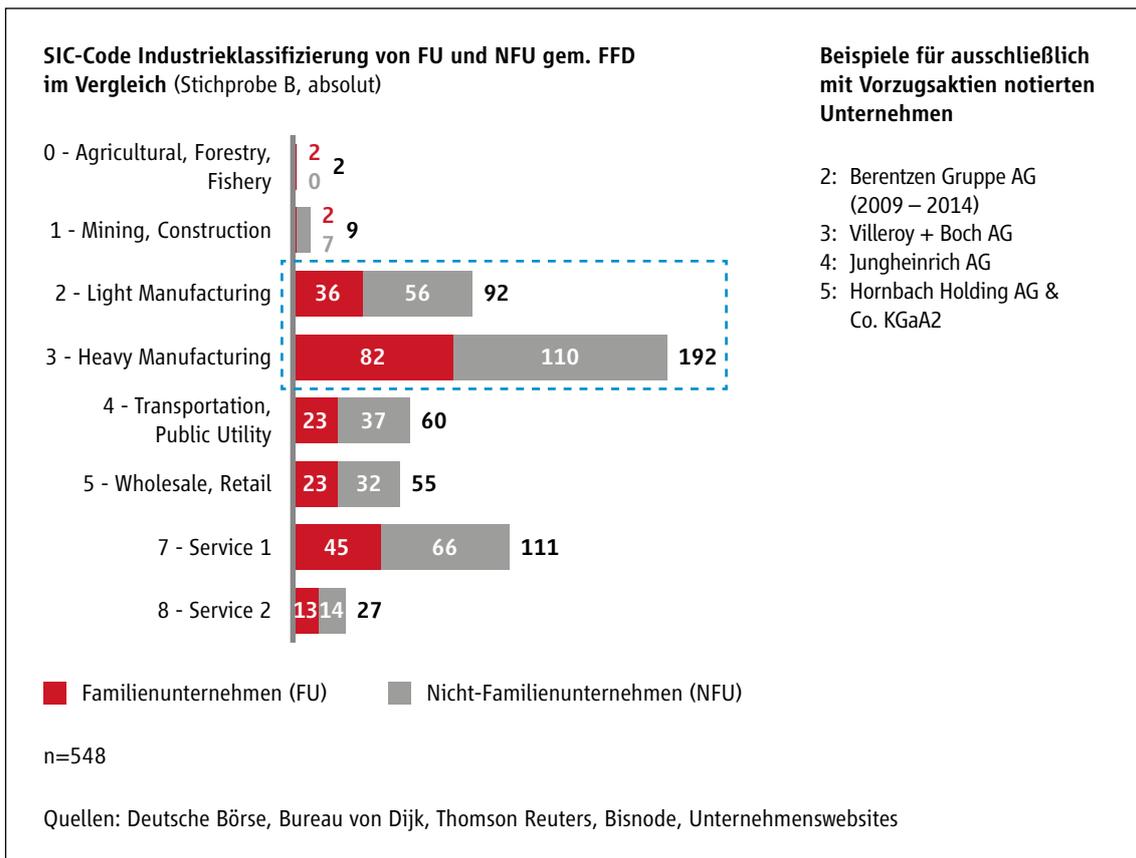
Daten und Fakten	Zalando SE (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 5, Einzelhandel mit Bekleidung und Accessoires (Berlin)
Geschäftstätigkeit	Online-Versandhandel für Schuhe und Mode
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Robert Gentz und David Schneider (2008)
Generation der Gründerfamilie	1. Generation
Börsengang (Jahr)	2014
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilien	4 %
Vorstandsbeitrag	Robert Gentz – Vorstandsvorsitzender David Schneider – Vorstandsvorsitzender
Aufsichtsratsbeitrag	–
Bilanzsumme (in €)	3,23 Milliarden

Wird die Stichprobe um diejenigen Unternehmen erweitert, die ausschließlich mit Vorzugsaktien notiert sind (Abbildung 20, Exkurs), zeigt sich, dass auf Seiten der Familienunternehmen in erster Linie Beobachtungen von Unternehmen aus traditionellen Industrien hinzukommen (Light und Heavy Manufacturing SIC-Codes 2 und 3). Dies ist ein Hinweis darauf, dass in der Vergangenheit vor allem in diesen Industrien Familienunternehmen ausschließlich Vorzugsaktien ausgegeben haben.

Tabelle 10: Jungheinrich AG

Daten und Fakten	Jungheinrich AG (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 4, Dienstleistungen im Transportwesen (Hamburg)
Geschäftstätigkeit	Maschinenhersteller und Dienstleistungsanbieter in den Bereichen Flurförderzeug-, Lager- und Materialflusstechnik
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Friedrich Jungheinrich (1929) Familienstämme Wolf und Lange
Generation der Gründerfamilie	3. Generation
Börsengang (Jahr)	1990
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	100 %
Vorstandsbeitrag	–
Aufsichtsratsbeitrag	Wolff Lange – Aufsichtsratsmitglied Andreas Wolf – Aufsichtsratsmitglied Franz Günter Wolf – Aufsichtsratsmitglied
Bilanzsumme (in €)	4,75 Milliarden

Abbildung 20: Anzahl von Familienunternehmen nach Industrie (inkl. Vorzugsaktien)



Prominente Beispiele für Familienunternehmen, die nur mit Vorzugsaktien im CDAX notiert sind, lassen sich für die Industrie Heavy Manufacturing (SIC-Code 3) nennen. Beispiele sind die Schaeffler AG (Tabelle 11) sowie die Villeroy & Boch AG. Für die Industrie Light Manufacturing (SIC-Code 2) sei die

Berentzen-Gruppe genannt, die bis zum Jahr 2007 als Familienunternehmen im CDAX der deutschen Börse gelistet war und von Private-Equity-Investoren im Jahr 2008 von der Börse genommen wurde. Von 2009 bis 2014 wurde nur die Vorzugsaktie der Berentzen-Gruppe am Kapitalmarkt gehandelt. 2015 erfolgte dann die Umwandlung der existierenden Vorzugsaktien in Stammaktien.

Tabelle 11: Schaeffler AG

Daten und Fakten	SCHAEFFLER AG (2018)
Industrie (Unternehmenssitz)	SIC-Code 3, Transportmittel (Herzogenaurach)
Geschäftstätigkeit	Automobil- und Industriezulieferer von Präzisionskomponenten, Systemen in Motor, Getriebe und Fahrwerk sowie Wälz- und Gleitlagerlösungen
Unternehmensgründer (Gründungsjahr)	Wilhelm und Georg Schaeffler (1946)
Generation der Gründerfamilie	1./2. Generation
Börsengang (Jahr)	2015
Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie	100 %
Vorstandsbeitrag	–
Aufsichtsratsbeitrag	Georg Friedrich Wilhelm Schaeffler – Aufsichtsratsvorsitzender Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann – stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende
Bilanzsumme (in €)	12,36 Milliarden

Für die Industrie Wholesale, Retail (SIC-Code 5) lässt sich das Beispiel Hornbach Holding AG & Co. KGaA anführen. Für die Industrie Transportation, Public Utilities (SIC-Code 4) kann das oben gezeigte Beispiel der Jungheinrich AG wieder aufgegriffen werden, das im gesamten Betrachtungszeitraum die Kriterien eines Familienunternehmens im Sinne der Founding-Family-Definition sowie die des SFI_{mod} erfüllt.

3. Aktionärsstruktur

Der Eigentumsanteil der Gründerfamilie am Unternehmen stellt eines der konstitutiven Merkmale von Familienunternehmen dar. Es stellt sich dabei nicht nur die Frage, wie hoch der durchschnittliche Anteilsbesitz der Gründerfamilien an den Familienunternehmen ist, sondern auch, welche weiteren Aktionärsgruppen in Familienunternehmen investiert sind und ob sich hinsichtlich der Aktionärsstruktur gegebenenfalls Unterschiede zu Nicht-Familienunternehmen feststellen lassen. Daher wird die Aktionärsstruktur für beide Unternehmenstypen detailliert betrachtet.

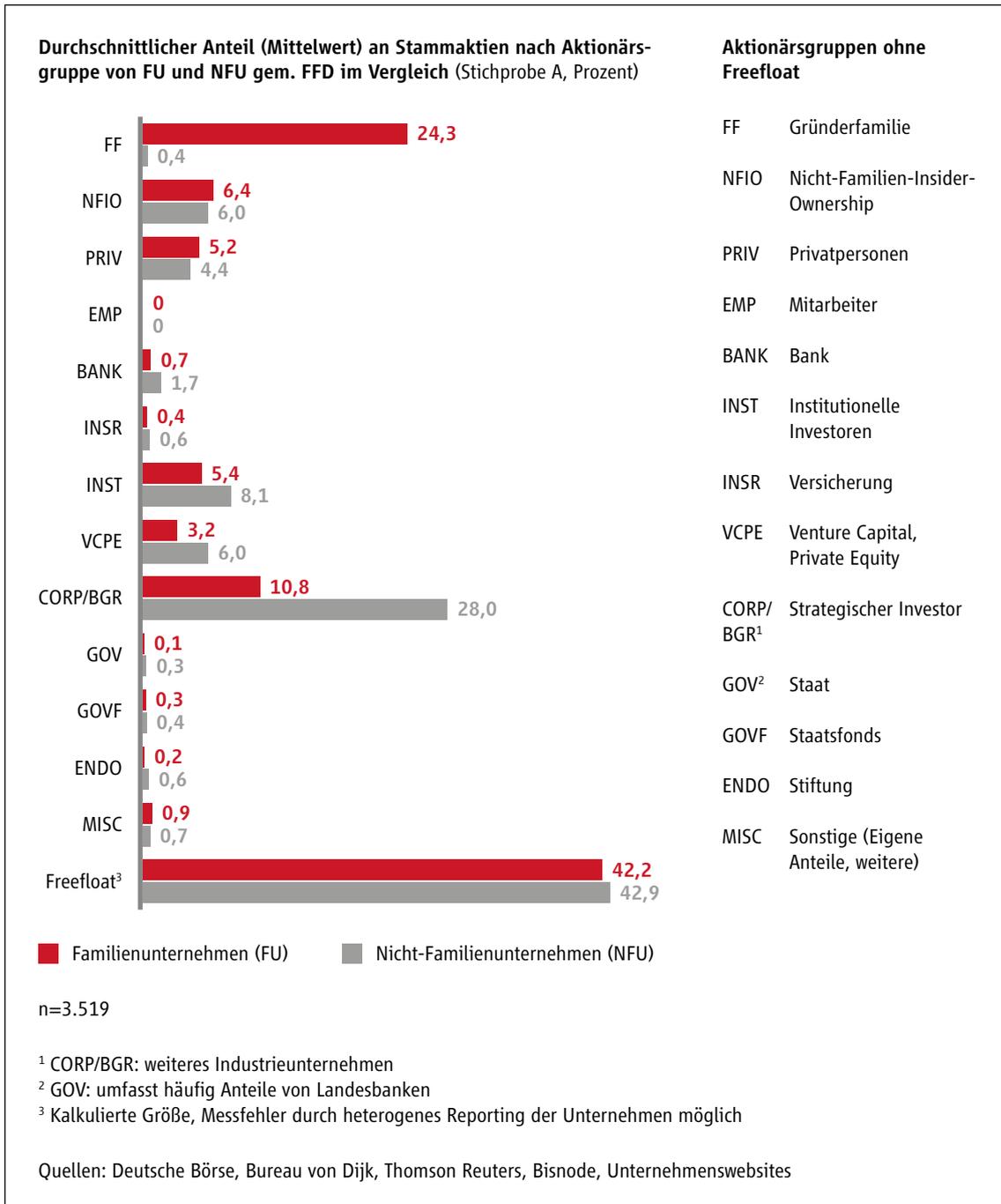
Die Eigentümerkonzentration wird über drei Maßzahlen abgebildet, die kumulierten Stimmrechtsanteile der drei größten Aktionäre, den Herfindahl-Index³⁹ der Stimmrechte und die Höhe des Streubesitzes. Bemerkenswerterweise zeigen sich bezüglich aller drei Maße keine wesentlichen Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Tendenziell scheinen Familienunternehmen über eine geringfügig stärker konzentrierte Eigentümerstruktur als Nicht-Familienunternehmen zu verfügen, allerdings sind die Maßzahlen sowohl beim Mittelwert als auch beim Median nur wenige Prozentpunkte auseinander.⁴⁰ Diese Ergebnisse überraschen, da bei Familienunternehmen durch den teilweise erheblichen Anteil der Gründerfamilie eine höhere Eigentümerkonzentration naheliegender scheint. Teils wird diese Eigentümergruppe bei Nicht-Familienunternehmen durch andere Großaktionäre, insbesondere strategische Investoren, kompensiert.

Deutlichere Unterschiede sind in der Analyse der Verteilung der Aktionärsgruppen ersichtlich (Abbildung 21). Es zeigt sich, dass in den Familienunternehmen, wie nach der Definition eines Familienunternehmens zu erwarten ist, die Gründerfamilien die bedeutendste Aktionärsgruppe stellen (FF). Durchschnittlich halten sie 24,3 Prozent der Stimmrechte an den Familienunternehmen. In den Nicht-Familienunternehmen dominieren vor allem zwei Aktionärsgruppen: Die bedeutendste Aktionärsgruppe sind weitere Nicht-Finanzunternehmen (d. h. Investoren mit einem strategischen Interesse, CORP/BGR), die durchschnittlich 28,0 Prozent der Anteile an den Nicht-Familienunternehmen und vergleichsweise geringe 10,8 Prozent an Familienunternehmen halten. In beiden Unternehmensgruppen sind Vorstände und Aufsichtsräte, die nicht Gründer des Unternehmens sind, in erheblichem Maße beteiligt. Man spricht in diesem Fall von sogenannten Unternehmens-Insidern (NFIO). In Nicht-Familienunternehmen halten sie durchschnittlich sechs Prozent der Stimmrechte, während der Anteil dieser Aktionärsgruppe in Familienunternehmen im Durchschnitt sogar 6,4 Prozent beträgt.

39 Der Herfindahl-Index wird häufig als Kennzahl zur Konzentrationsmessung verwendet. In der Studie wird er als Summe der quadrierten Anteilswerte der einzelnen Aktionäre am Unternehmen errechnet und bildet somit ein Maß für die Eigentümerkonzentration. Bei vollständiger Kontrolle durch einen einzigen Aktionär ergibt sich ein Maximalwert von 1.

40 Einschränkend gilt bei diesen Analysen zu beachten, dass alle Aktionäre aufgrund der gesetzlichen Regelungen im Wertpapierhandelsgesetz Stimmrechtsanteile von mindestens 3 % an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und das börsennotierte Unternehmen selbst berichten müssen. Darüber hinaus ist es möglich, dass Aktionäre freiwillig auch kleinere Stimmrechtsanteile melden. Die exakte Wiedergabe der Eigentümerstruktur hängt stark davon ab, ob solche freiwilligen Angaben gemacht wurden oder nicht. Wenn dies nicht der Fall ist, kann es zu Verzerrungen, insbesondere zu Überschätzungen des Streubesitzes, kommen.

Abbildung 21: Aktionärsstruktur von Familien- und Nicht-Familienunternehmen



Beide Aktionärsgruppen – sowohl Großaktionäre mit strategischem Interesse als auch Insider – sind aus einer Corporate-Governance-Perspektive nicht unbedeutend. Großaktionäre können effektiv Kontrolle auf das Management ausüben und das Halten von Unternehmensanteilen durch Vorstand und Aufsichtsrat (Insider Ownership) kann zu einer Interessenharmonisierung zwischen Unternehmensleitung und Aktionären führen. Insofern könnten beide Aktionärsgruppen – im Hinblick auf die anschließende Untersuchung der Unternehmensperformance – durchaus Substitute für den Governance-Mechanismus Familieneigentum sein.

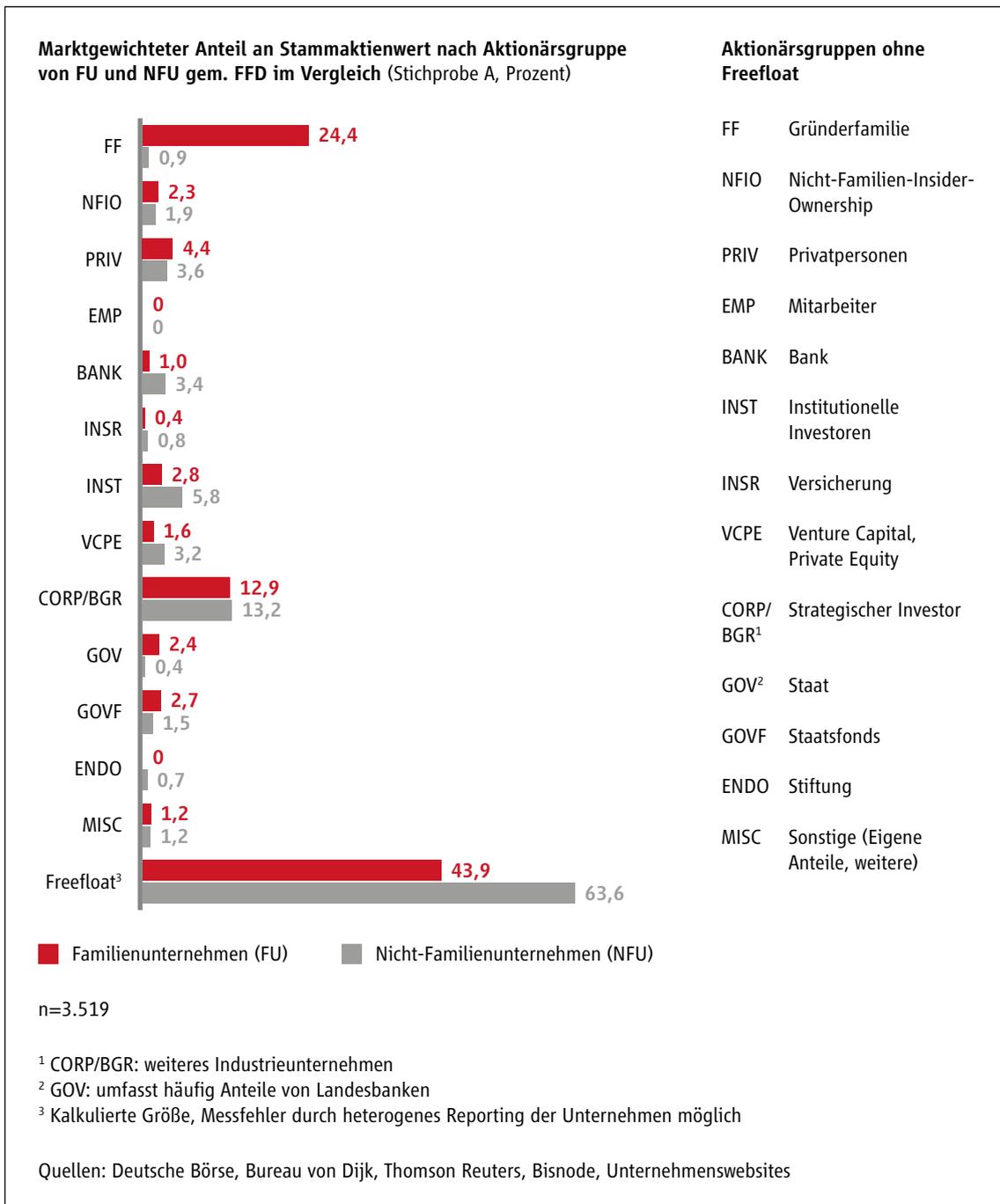
Box 5: Marktgewichtung der Unternehmensanteile führt zu Verschiebung

Im Gegensatz zur Verteilung der Stimmrechte im einfachen Durchschnitt über Familien- und Nicht-Familienunternehmen zeigt sich ein leicht abweichendes Bild bei Gewichtung der Anteile mit dem jeweiligen Börsenwert (vgl. Abbildung 22).

Bei der Wertgewichtung der Anteile, insbesondere bei Nicht-Familienunternehmen, steigt der Anteil der Aktien im Streubesitz stark an. Die Differenz von über 20 Prozentpunkten liegt darin begründet, dass größere und wertvollere Unternehmen einen vergleichsweise höheren Anteil an Streubesitz verzeichnen.

Bei den Familienunternehmen ist eine Erhöhung der Anteile von 2009 bis 2018 von strategischen Investoren von 10,8 Prozent auf 12,9 Prozent ersichtlich. Entsprechend gehen die Anteile der Gründerfamilie, von Privatpersonen aber auch von institutionellen Investoren zurück. Eine weitere Beobachtung stellt der nun höhere Anteil von Staaten und Staatsfonds dar, welche folglich auch eher bei wertvolleren Unternehmen beteiligt zu sein scheinen. Eine mögliche Erklärung ist der Zeitpunkt der Beteiligung. Eine tendenziell spätere Beteiligung von Staaten und Staatsfonds in Bezug auf den Lebenszyklus der Unternehmen könnte ein Treiber für diese Beobachtung sein. Eine weitere Erklärung sind Mindestinvestitionssummen der Fonds. Insbesondere da Staatsfonds tendenziell Minderheitsbeteiligungen anstreben, führt dies zu einem Fokus auf wertvollere Unternehmen.

Abbildung 22: Eigentümerstruktur von Familien- und Nicht-Familienunternehmen



4. Organstruktur

Im Gegensatz zu anglo-amerikanischen Ländern zeichnet sich Deutschland grundsätzlich durch ein zweistufiges Führungssystem mit Vorstand und Aufsichtsrat aus. Neben dem Eigentumsanteil stellt die Partizipation der Gründerfamilie in diesen Gremien einen weiteren konstitutiven Faktor zur Begründung eines Familienunternehmens dar. Sie verdient daher eine gesonderte Betrachtung.

Die Analyse der Vorstands- und Aufsichtsratsstrukturen verdeutlicht, dass Familienunternehmen an der Börse keine homogene Gruppe darstellen. Unterschiede innerhalb der Familienunternehmen werden unter anderem dann deutlich, wenn der Hintergrund des Vorstandsvorsitzenden und des Aufsichtsratsvorsitzenden entsprechend der Kategorien Gründer, Verwandter des Gründers⁴¹ und externer Vorsitzender (Fremdmanager) betrachtet wird. Die Vorsitzpositionen sind hierbei nochmal von besonderem Interesse, da diese einen guten Indikator für maßgeblichen Einfluss der Familie im jeweiligen Gremium darstellen.

Box 6: Vorstand

Der Vorstand ist für die alleinige Geschäftsleitung der Aktiengesellschaft verantwortlich. Er kann aus einer oder mehreren Personen bestehen. Sofern das Grundkapital mindestens drei Millionen Euro beträgt, muss der Vorstand mindestens aus zwei Mitgliedern bestehen, soweit die Satzung nichts anderes bestimmt (§ 76 AktG). Vorstandsmitglieder können prinzipiell Eigentumsanteile an börsennotierten Unternehmen halten und leistungsorientiert vergütet werden.

Die Autovermietung Sixt AG ist ein Beispiel für ein börsennotiertes Familienunternehmen, in dem mit Erich Sixt der Enkel des Gründers Martin Sixt das Unternehmen als Vorstandsvorsitzender operativ führt. Die Familie Sixt hält darüber hinaus die Mehrheit der Stimmrechte am 1912 gegründeten Unternehmen.

Die Fielmann AG stellt dagegen ein Unternehmen dar, bei dem mit Günther Fielmann der Gründer nach wie vor den Vorstandsvorsitz inne hat. Das Unternehmen wurde 1972 gegründet und ist unverändert mehrheitlich in Familieneigentum.

Die Betrachtung der Größe des Vorstands (Box 6) zeigt geringe Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Bezogen auf die Stichprobe setzt sich der Vorstand in deutschen börsennotierten Unternehmen im Median aus drei Mitgliedern zusammen. Hinsichtlich der Größe des Vorstands ergeben sich kaum Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen (Abbildung 23).⁴²

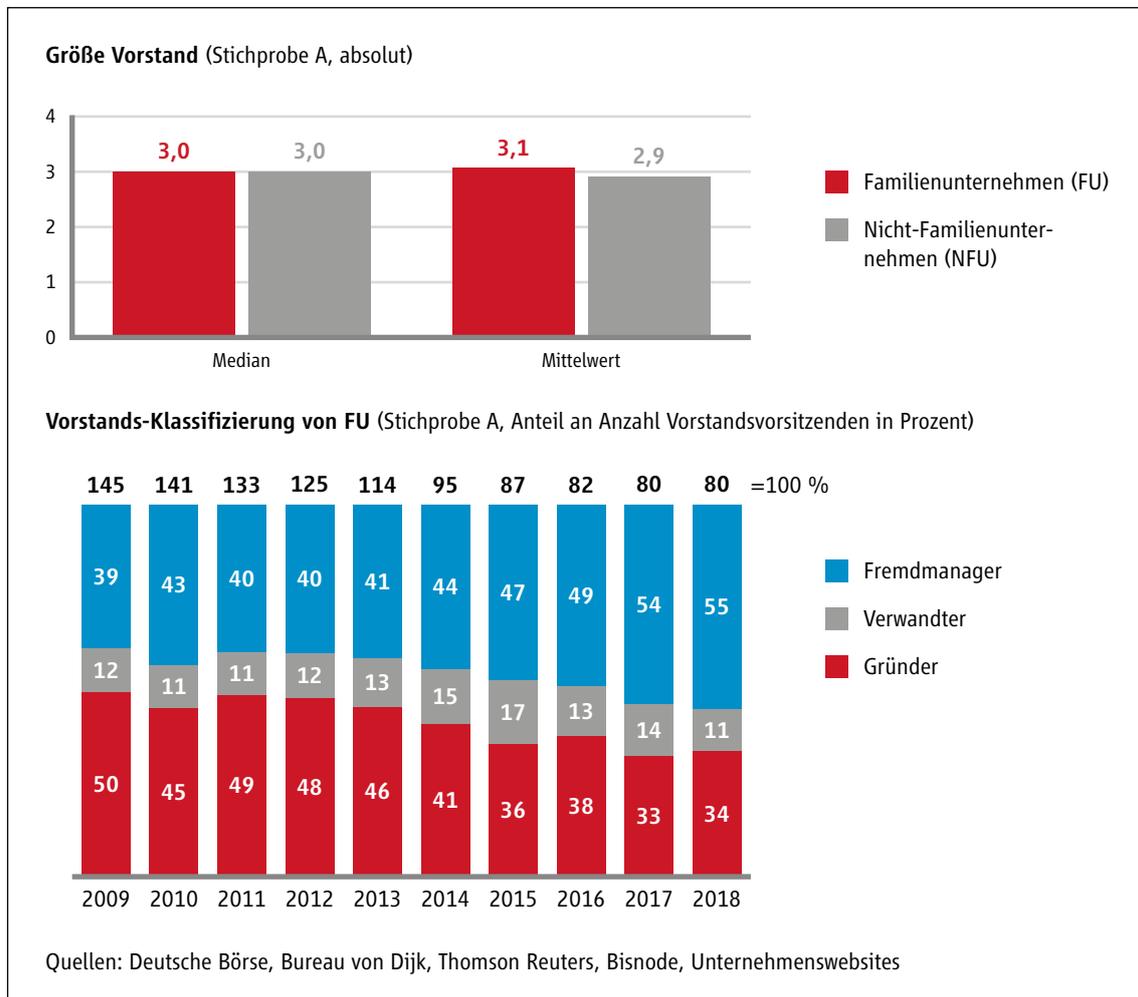
Die Analyse der Vorstandsstrukturen lässt jedoch eine gewisse Heterogenität innerhalb der Familienunternehmen selbst erkennen. Wird der Hintergrund des Vorstandsvorsitzenden geprüft, zeigt sich, dass in etwa 40 Prozent der Fälle der Gründer des Familienunternehmens auch als Vorstandsvorsitzender (467 Unternehmensjahre) agiert. In weniger als 15 Prozent der Unternehmen stellt ein Verwandter des

41 Diese Kategorie beinhaltet für diese Studie auch Ehepartner.

42 Bei einem Wechsel des Vorstands- oder Aufsichtsratsvorsitzenden in einem Jahr wurden in der Regel beide Vorsitzenden in der Stichprobe erfasst. Dies kann zur Folge haben, dass die Gesamtzahl der Vorsitzenden in einem Jahr die Anzahl der Unternehmen übersteigt.

Gründers den Vorstandsvorsitzenden. Ein prominentes Beispiel für ein Familienunternehmen mit einem Verwandten des Gründers in der Position des Vorstandsvorsitzenden stellt die Sixt AG dar (Box 6).

Abbildung 23: Vorstandsgröße und -struktur

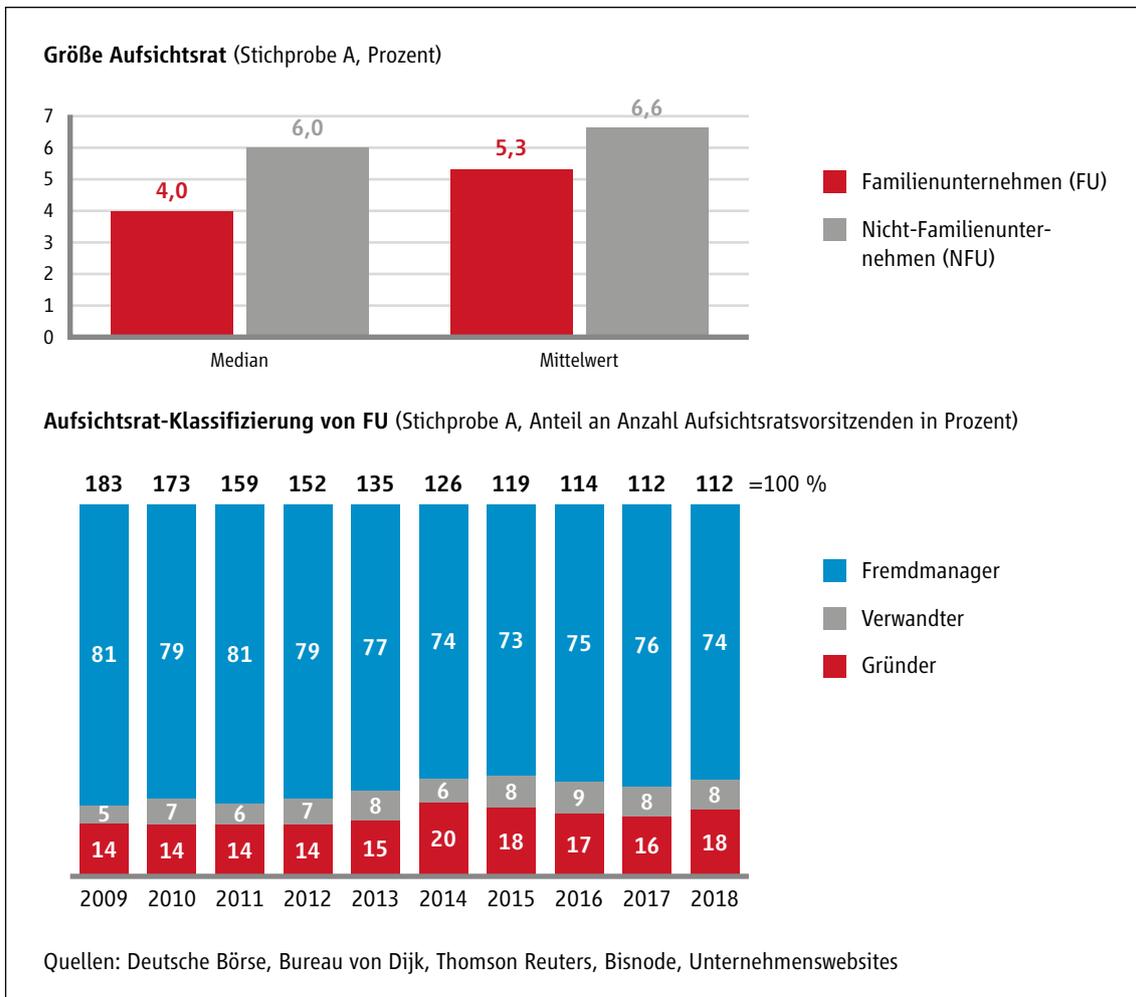


Mehr als 40 Prozent der börsennotierten Familienunternehmen verfügt über einen externen Vorstandsvorsitzenden. Insbesondere im Zeitverlauf zwischen 2009 und 2018 ist ein stark zunehmender Anteil von Fremdmanagern ersichtlich. Während 2009 noch 50 Prozent der Familienunternehmen gründergeführt waren, haben 2018 55 Prozent der Familienunternehmen einen Fremdmanager als Vorstandsvorsitzenden. Der Anteil der Verwandten des Gründers erreicht 2018 wieder ein ähnliches Niveau wie 2010. Dementsprechend lässt sich vermuten, dass viele Gründer nach Ausscheiden aus dem operativen Geschäft den Vorstandsvorsitz tendenziell eher an Fremdmanager abgegeben haben. In unserer Gesamtstichprobe sind 17 Fälle zu verzeichnen, bei denen Gründer den Vorstandsvorsitz an einen Fremdmanager abgegeben haben. Im Vergleich dazu haben in nur sechs Fällen Verwandte des Gründers die Nachfolge angetreten.

Weitere interessante Einblicke erlaubt die Analyse der Größe und der Struktur des Aufsichtsrats (Abbildung 24). Familienunternehmen verfügen im Median über vier Aufsichtsratsmitglieder, während der

Aufsichtsrat in Nicht-Familienunternehmen im Median mit sechs Mitgliedern besetzt ist. Dies könnte mit der geringeren Größe der Familienunternehmen zusammenhängen, da sich die in Deutschland vorge-schriebene Anzahl an Aufsichtsratsmitgliedern an der Unternehmensgröße orientiert.⁴³ Box 7 beschreibt die Aufgaben des Aufsichtsrats in deutschen börsennotierten Unternehmen.

Abbildung 24: Aufsichtsratsgröße und -struktur



Die Analyse der Aufsichtsratsstruktur innerhalb der Familienunternehmen zeigt, dass der Aufsichtsratsvorsitzende in den meisten Fällen nicht durch ein Mitglied der Gründerfamilie gestellt wird. Dies ist bei fast 80 Prozent der Beobachtungen der Fall. In fast 20 Prozent der Familienunternehmen hat der Gründer den Aufsichtsratsvorsitz inne, bei fünf bis neun Prozent ein Verwandter des Gründers. Für letzteren Fall lassen sich die Beispiele Wacker Neuson AG und Wacker Chemie AG (Box 7) nennen.

43 In Deutschland ist die maximale Größe des Aufsichtsrats gemäß § 95 AktG an das Grundkapital der Aktiengesellschaft gebunden. Insofern ist es nicht überraschend, dass Familienunternehmen – die im Durchschnitt wesentlich kleiner sind als Nicht-Familienunternehmen – auch kleinere Kontrollorgane haben.

Box 7: Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat setzt sich aus Vertretern der Anteilseigner und gegebenenfalls der Arbeitnehmer zusammen. Er ist für die Bestellung und Abberufung sowie die Überwachung des Vorstands verantwortlich, aber nicht in die operative Unternehmensführung eingebunden. Weiterhin erteilt der Aufsichtsrat den Auftrag zur Prüfung des Jahres- oder Konzernabschlusses. Ein Aufsichtsrat besteht aus mindestens drei und maximal 21 Mitgliedern.

Ein Beispiel für ein börsennotiertes Familienunternehmen, in dem die Gründerfamilie ein Aufsichtsratsmandat wahrnimmt, ist die Wacker Chemie AG. Dort ist Peter-Alexander Wacker Vorsitzender des Aufsichtsrats. Die Wacker Chemie AG wurde 1914 gegründet. Peter-Alexander Wacker gehört der vierten Familiengeneration an.

Auch beim Aufsichtsratsvorsitz zeigt sich eine Verschiebung über den Zeitverlauf. Der Anteil der Gründer, die den Aufsichtsratsvorsitz innehaben, nimmt von 14 Prozent im Jahr 2009 auf 18 Prozent 2018 zu. Er entwickelt sich folglich gegenläufig zum sinkenden Anteil der Gründer am Vorstandsvorsitz. Dies legt die Vermutung nahe, dass im betrachteten Zeitraum immer mehr Gründer vom Vorstand in den Aufsichtsrat des Unternehmens gewechselt sind.

5. Unternehmensalter

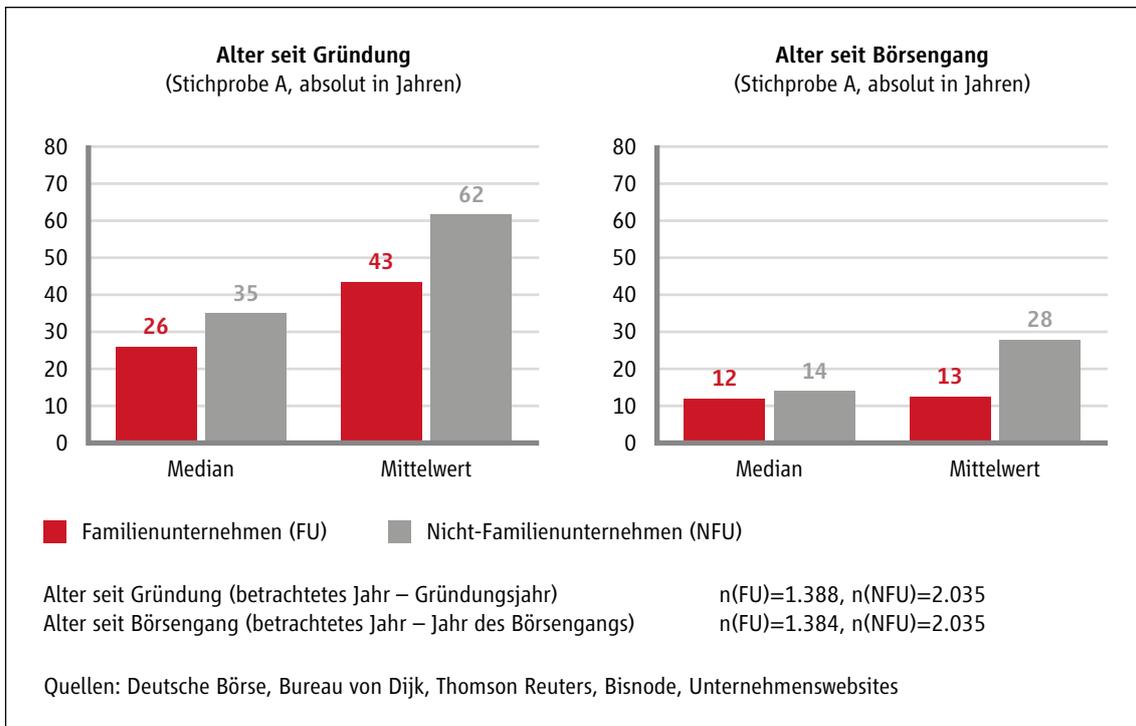
Das Unternehmensalter wurde bereits für die Familienunternehmen bezogen auf die Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat thematisiert. Diese Analyse zeigt, dass eine Vielzahl der Familienunternehmen noch durch Vertreter der ersten Generation, also durch den Gründer, geführt wird. Dies legt die Schlussfolgerung nahe, dass börsennotierte Familienunternehmen auch tendenziell jünger sind.⁴⁴

Zur Prüfung der Altersstruktur wird das Unternehmensalter anhand von zwei Kennzahlen gemessen. Das Alter des Unternehmens seit Gründung (Unternehmensalter) und das Alter des Unternehmens seit Börsengang (Börsenalter). Das Alter des Unternehmens seit Gründung ergibt sich als Differenz zwischen dem aktuell betrachteten Jahr und dem Gründungsjahr des Unternehmens. Das Alter des Unternehmens seit Börsengang wird analog als Differenz aus dem aktuell betrachteten Jahr und dem Jahr des Börsengangs bestimmt. Die Befunde zur Altersstruktur von Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen sind in Abbildung 25 dargestellt.

44 Übergreifend ist festzuhalten, dass es zahlreiche wesentlich ältere Familienunternehmen gibt. Diese werden vielfach auch noch privat gehalten, wie z. B. Wiegand-Glas oder die Berenberg Bank. Vgl. hierzu auch Gottschalk et al. (2019).

Es zeigt sich, dass Familienunternehmen im Durchschnitt wesentlich jünger sind als Nicht-Familienunternehmen. Wird die Founding-Family-Definition zugrunde gelegt, sind börsennotierte Familienunternehmen durchschnittlich 43 Jahre alt (Median 26 Jahre), während Nicht-Familienunternehmen mit durchschnittlich 62 Jahren (Median 35 Jahre) wesentlich älter sind.

Abbildung 25: Alter von Familien- und Nicht-Familienunternehmen



Wird das Alter seit Börsengang zwischen den beiden Gruppen verglichen, ergeben sich ebenfalls deutliche Unterschiede: Nicht-Familienunternehmen sind im Durchschnitt länger an der Börse notiert als Familienunternehmen.

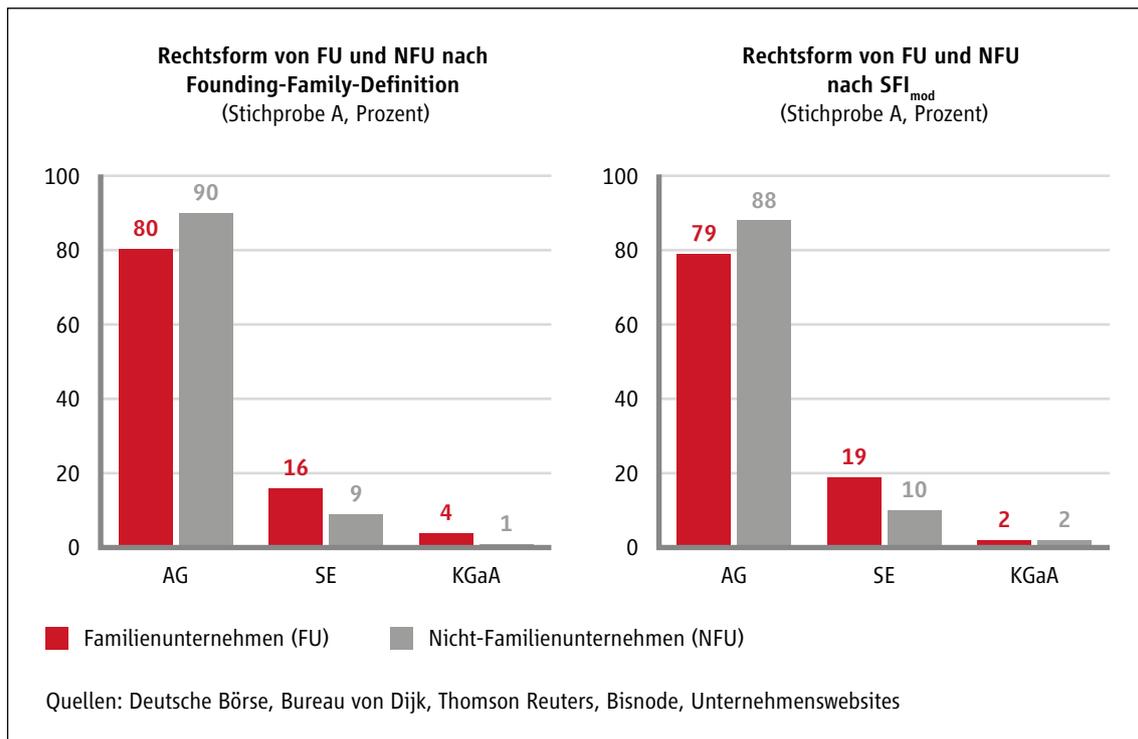
Das geringere Alter seit Gründung entspricht der Erwartung, dass Unternehmen über ihren Lebenszyklus zu Nicht-Familienunternehmen werden. Das geringe Alter seit Börsengang ist ein Indikator dafür, dass sich diese Entwicklung auch nach dem Börsengang fortsetzt.

Im Übrigen zeigen die großen Unterschiede zwischen dem arithmetischen Mittel und dem Median, dass das Unternehmensalter einer rechtsschiefen Verteilung unterliegt (Abbildung 25). Diese Abweichung ist dadurch zu erklären, dass es sich tendenziell um jüngere Unternehmen handelt, allerdings auch wenige sehr alte Unternehmen in der Stichprobe enthalten sind. Beispiele für sehr junge Familienunternehmen, sowohl hinsichtlich des Alters seit Gründung als auch des Alters seit Börsengang, stellen die Home24 SE oder die Zalando SE dar. Prominente Beispiele für alte Familienunternehmen sind die Bauer AG (1790 gegründet) oder die KWS Saat SE (1856 gegründet).

6. Rechtsform

In Deutschland gibt es drei zentrale kapitalmarktfähige Rechtsformen: die Aktiengesellschaft (AG), die Societas Europaea (SE) und die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA). Die Studie fokussiert sich nicht auf die grundlegenden Vor- und Nachteile dieser Rechtsformen, sondern untersucht vielmehr deren Verteilung auf Familien- und Nicht-Familienunternehmen (Abbildung 26).

Abbildung 26: Rechtsformen von Familien- und Nicht-Familienunternehmen



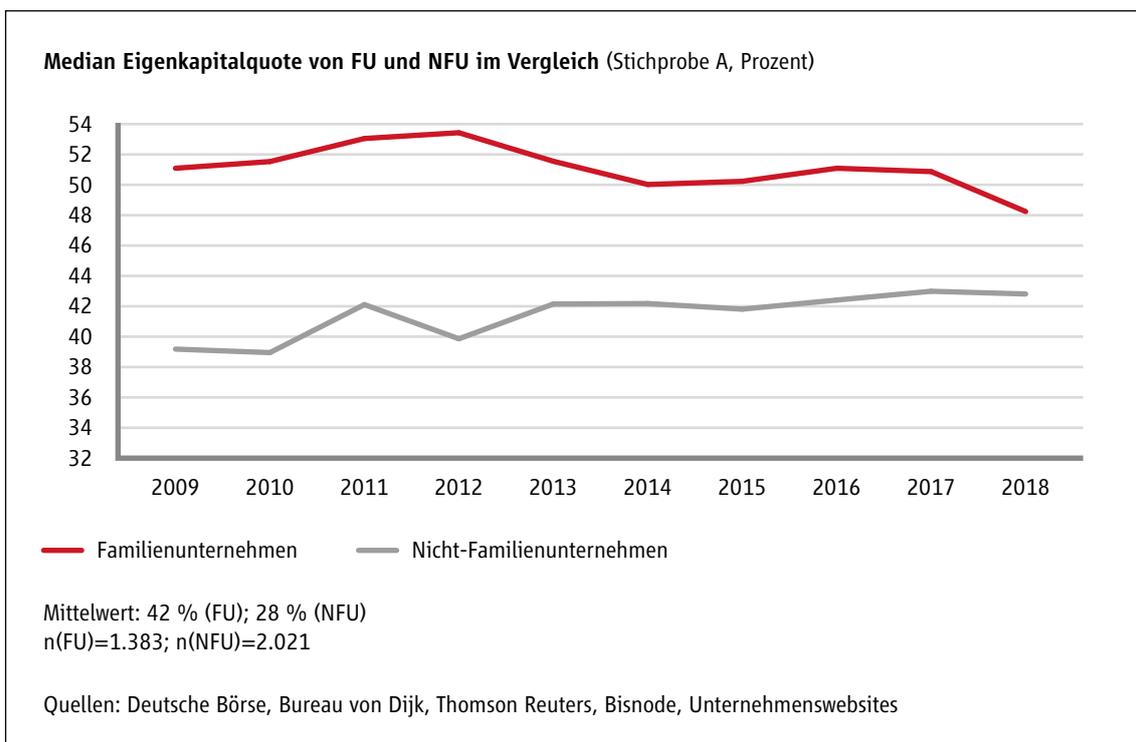
Die gängigste Rechtsform bei Familien und Nicht-Familienunternehmen auf Basis beider Familienunternehmensdefinitionen ist die AG (zwischen 79 und 90 Prozent). Allerdings nutzen Familienunternehmen gemäß Founding-Family-Definition mit 16 Prozent die SE als Rechtsform deutlich häufiger als Nicht-Familienunternehmen mit neun Prozent. Diese Verteilung ist gleichermaßen auch bei Familienunternehmen gemäß SFI_{mod} zu beobachten (19 Prozent gegenüber zehn Prozent bei Nicht-Familienunternehmen). Dieser höhere Anteil an SE könnte an dem tendenziell geringeren Börsenalter der Familienunternehmen liegen. Da die SE erst Ende 2004 in Deutschland eingeführt wurde und Unternehmen ihre Rechtsform verhältnismäßig selten wechseln, könnten Familienunternehmen häufiger von der Rechtsform der SE Gebrauch gemacht haben. Die KGaA tritt sowohl bei den Familienunternehmen als auch bei den Nicht-Familienunternehmen entlang beider Familienunternehmensdefinitionen am seltensten auf (zwischen ein und vier Prozent). Auf Basis der Founding-Family-Definition weisen Familienunternehmen einen höheren Anteil an KGaA auf (vier Prozent gegenüber ein Prozent). Bei den KGaA ist kein Trend hinsichtlich der Auswahl der Rechtsform des Kommanditisten (zum Beispiel GmbH & Co., AG & Co., Stiftung & Co., SE & Co.) zu verzeichnen.

7. Kapitalstruktur

Aufgrund der bereits ermittelten Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen könnte es durchaus sein, dass sich der Einfluss der Gründerfamilie auch auf die Kapitalstruktur der Familienunternehmen auswirkt. Die Studie analysiert daher die Kapitalstruktur anhand der Eigenkapitalquote sowie anhand der Verschuldung. Die Eigenkapitalquote wird dabei aus Vereinfachungsgründen als Verhältnis von Eigenkapital zu Bilanzsumme gemessen.

Familienunternehmen weisen eine deutlich höhere Eigenkapitalquote auf als Nicht-Familienunternehmen. So beträgt die Eigenkapitalquote bei den Familienunternehmen 42 Prozent (Median 51 Prozent), während sie sich bei den Nicht-Familienunternehmen durchschnittlich auf 28 Prozent (Median 41 Prozent) beläuft (Abbildung 27). Bemerkenswert hierbei ist zudem die gegenläufige Entwicklung. Während bei Nicht-Familienunternehmen die Eigenkapitalquote tendenziell über den Zeitverlauf zunimmt, nimmt die Eigenkapitalquote der Familienunternehmen im gleichen Zeitraum um zwei Prozentpunkte ab. Dies könnte auch durch die Niedrigzinspolitik im Euroraum, insbesondere ab Ende 2013, und die dadurch gesunkenen Kosten für Fremdkapital getrieben sein. Familienunternehmen dürften aufgrund ihrer hohen Eigenkapitalquote tendenziell einen einfacheren Zugang zu Fremdkapital gehabt haben.

Abbildung 27: Eigenkapitalquote von Familien- und Nicht-Familienunternehmen



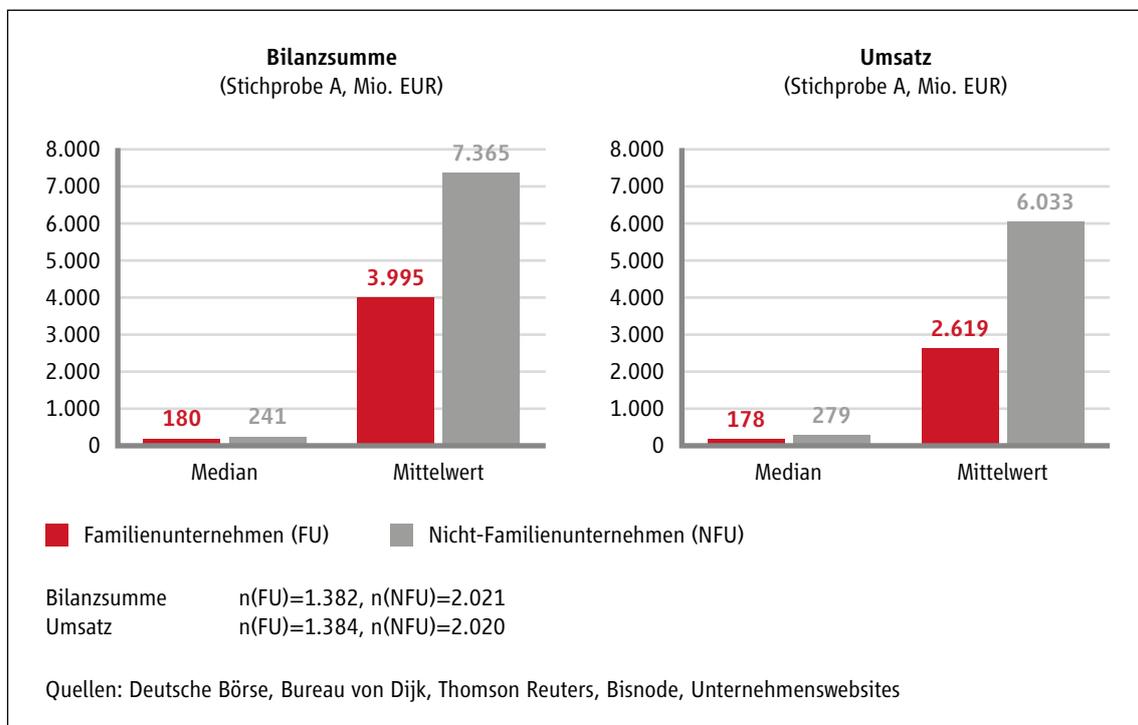
8. Unternehmensgröße (Bilanzsumme, Umsatz)

Unterschiede in der Unternehmensgröße zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen wurden bereits auf Basis der Marktkapitalisierung beleuchtet und werden im Folgenden noch anhand der Bilanzsumme und Umsatzerlöse analysiert (Abbildung 28).

Bei dieser Analyse zeigt sich eine ähnliche Verteilung wie bei der Marktkapitalisierung. In diesem Sinne haben Nicht-Familienunternehmen eine wesentlich höhere Bilanzsumme als Familienunternehmen. Im Durchschnitt ist die Bilanzsumme von Nicht-Familienunternehmen knapp doppelt so hoch (7,4 Milliarden Euro gegenüber 4,0 Milliarden Euro) und in der Medianbetrachtung 34 Prozent höher (241 Millionen Euro gegenüber 180 Millionen Euro) als bei Familienunternehmen.

Die Größenunterschiede werden auch bei Betrachtung der Umsatzerlöse deutlich. So weisen Familienunternehmen im Durchschnitt wesentlich geringere Umsatzerlöse auf als Nicht-Familienunternehmen. Wenn Familienunternehmen im Sinne der Founding-Family-Definition betrachtet werden, haben Nicht-Familienunternehmen im Durchschnitt nahezu 2,5 Mal (6,0 Milliarden Euro gegenüber 2,6 Milliarden Euro) und im Median 1,5 Mal (279 Millionen Euro gegenüber 178 Millionen Euro) so hohe Umsatzerlöse wie Familienunternehmen.

Abbildung 28: Unternehmensgröße von Familien- und Nicht-Familienunternehmen



Zusätzlich offenbart ein Vergleich der Durchschnitts- und Medianwerte für den Zeitraum der aktuellen Studie (2009-2018) mit den entsprechenden Werten der Vorgängerstudie (1998-2008), dass die

Familienunternehmen sowohl gemessen an Bilanzsumme als auch an Umsatz stärker gewachsen sind. Im Mittel ist die Bilanzsumme um 239 Prozent und der Umsatz um 122 Prozent bei Familienunternehmen angestiegen, während der Anstieg in dem gleichen Betrachtungszeitraum bei Nicht-Familienunternehmen bei der Bilanzsumme lediglich 34 Prozent und beim Umsatz 50 Prozent beträgt. Das vergleichsweise hoch ausfallende Größenwachstum ist neben organischem Geschäftswachstum auch ein Indiz für anorganisches Wachstum, zum Beispiel durch Übernahmen und Fusionen. Letzteres entspricht auch der zunehmenden Konsolidierung am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 2009 bis 2018.

Die Kombination von Bilanzsumme und Umsatz liefert Aufschluss darüber, wie effektiv Unternehmen mit ihren gebundenen Vermögenswerten, approximiert durch die Bilanzsumme, Umsatzerlöse generieren können. Bei Betrachtung des Verhältnisses der Umsatzerlöse zur Bilanzsumme sind die Ergebnisse allerdings nicht eindeutig. Während im Median Familienunternehmen ein leicht besseres Verhältnis von 1:1 verglichen mit etwa 4:5 bei Nicht-Familienunternehmen haben, betragen diese Verhältnisse in der Mittelwertbetrachtung jeweils etwa 2:3 und 4:5.

Die großen absoluten Unterschiede und teils unterschiedlichen Ergebnisse zwischen Mittelwert und Median für Bilanzsumme und Umsatz deuten darauf hin, dass die Verteilung eine Rechtsschiefe aufweist. Das heißt, dass einige sehr große Unternehmen unverhältnismäßig hohe Kennzahlen zur Unternehmensgröße zeigen. Für die Familienunternehmen sind die SAP AG oder Thyssenkrupp AG Beispiele für dieses Phänomen. Daher wurde bei den Größenvergleichen der Fokus auf den Median gelegt.

9. Beschäftigung

Familienunternehmen verfügen nach der Founding-Family-Definition in der gesamten Stichprobe über durchschnittlich 10.298 Mitarbeiter (Median 775 Mitarbeiter), während Nicht-Familienunternehmen durchschnittlich 18.923 Mitarbeiter beschäftigen (Median 1.392 Mitarbeiter). Die Befunde zur Beschäftigung sind Abbildung 29 zu entnehmen. Sie unterstützen die bisherigen Ergebnisse, wonach es sich bei den Familienunternehmen tendenziell um die kleineren börsennotierten Gesellschaften handelt. Ein weiterer Effekt, der die Unterschiede der Mitarbeiterzahlen beeinflusst, ist die unterschiedliche Industrieverteilung von Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Der relativ größere Anteil von Familienunternehmen im Dienstleistungsbereich könnte hier ein zusätzlich moderierender Faktor sein, sodass der tatsächliche Einfluss des Größenunterschieds auf die Mitarbeiteranzahl noch etwas größer ausfällt. Zuletzt liegt auch bei der Beschäftigung eine rechtsschiefe Verteilung vor, die durch einige große Unternehmen in der Stichprobe bestimmt wird.

Interessante Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen zeigen sich hinsichtlich des Beschäftigungswachstums. Hierbei weisen Familienunternehmen im Mittelwert ein deutlich schnelleres Wachstum auf als Nicht-Familienunternehmen. Im Median verzeichnen Familienunternehmen ein stärkeres Wachstum von 54 Prozent im Vergleich zu den 21 Prozent für Nicht-Familienunternehmen. Eine mögliche Erklärung für das allgemein starke Wachstum ist die Konsolidierung

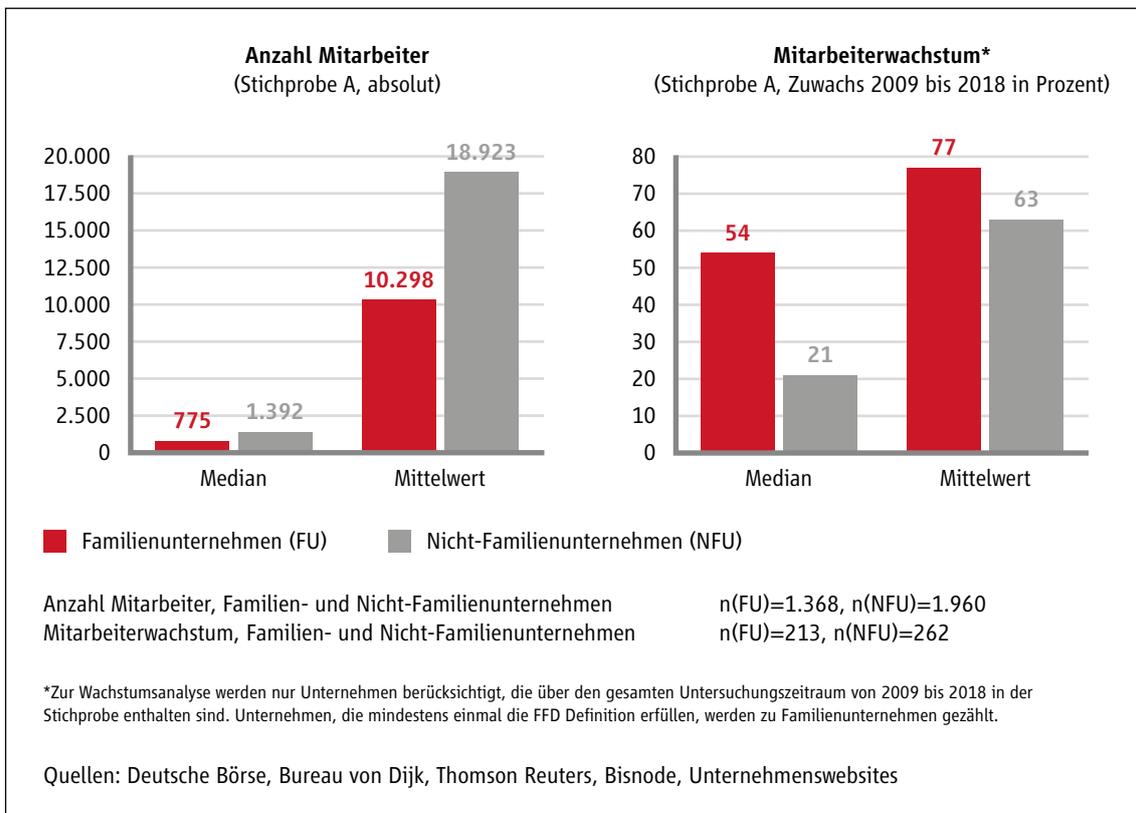
im Markt, welche sich auch in der sinkenden Anzahl der börsennotierten Unternehmen in Deutschland widerspiegelt. In Box 8 werden die unterschiedlichen Wachstumsraten weiter vertieft.

Box 8: Beschäftigungswachstum

Eine weiterführende Analyse des Beschäftigungswachstums in Abhängigkeit der verwendeten Familienunternehmensdefinition bestätigt das stärkere Wachstum der Familienunternehmen. Bemerkenswert hierbei ist ein stärkerer Anstieg des prozentualen Wachstums bei Verwendung der engeren Definition von Familienunternehmen. Das jährliche Wachstum von Familienunternehmen ist bei Betrachtung der gesamten Stichprobe annähernd doppelt so hoch (sechs Prozent gegenüber drei Prozent für Nicht-Familienunternehmen). Dieser Unterschied der Mittelwerte ist auf dem Ein-Prozent-Niveau statistisch signifikant.

Der Effekt lässt sich auch bei weiterführenden multivariaten Analysen für die Stichprobe beobachten.

Abbildung 29: Beschäftigung Familien- und Nicht-Familienunternehmen



Zuletzt ist darauf hinzuweisen, dass auch die Befunde zu den Unterschieden im Wachstum zum Teil durch andere Faktoren wie zum Beispiel die bereits festgestellten Größenunterschiede bedingt sein können. Alte

und große Unternehmen, wie sie in einer höheren Anzahl in der Gruppe der Nicht-Familienunternehmen zu finden sind, können angesichts ihrer großen bestehenden Mitarbeiterbasis schwerlich Wachstumsraten erzielen, wie sie tendenziell von jüngeren Unternehmen in früheren Lebenszyklusphasen erreicht werden. Die Industrie und gegebenenfalls Konsolidierungstrends innerhalb der jeweiligen Industrie sind weitere Faktoren, die die unterschiedlichen Wachstumsraten stark beeinflussen können.⁴⁵

III. Zwischenfazit

Wie einleitend bereits erwähnt, werden börsennotierte Unternehmen in der breiten Öffentlichkeit tendenziell als anonyme Publikumsgesellschaften wahrgenommen. Die Ergebnisse aus Kapitel D zeigen hingegen ein anderes Bild. Trotz einer leicht rückläufigen Tendenz sind 2018 noch immer knapp 40 Prozent der im CDAX notierten Unternehmen Familienunternehmen.⁴⁶ Die Gründerfamilien behalten folglich ihren Einfluss auch nach Börsengang bei. In durchschnittlich 60 Prozent dieser Unternehmen ist die Gründerfamilie noch operativ in die Unternehmensleitung im Rahmen eines Vorstandsmandats involviert. In durchschnittlich 45 Prozent nimmt die Familie, gegebenenfalls zusätzlich, ein Aufsichtsratsmandat wahr.

Bei alternativer Verwendung der engeren Definition von Familienunternehmen in Anlehnung an Klein (2000, 2010), den SFI_{mod} , erfüllt fast ein Viertel der Unternehmen die Kriterien für ein Familienunternehmen. Der zugrunde gelegte Mindestwert von 0,5 für den SFI_{mod} stellt sicher, dass der Familieneinfluss in dieser Unternehmensgruppe erheblich ist. In über 70 Prozent dieser Unternehmen ist die Gründerfamilie noch in die operative Unternehmensführung involviert.

In Bezug auf die Marktkapitalisierung fällt der Anteil von Familienunternehmen etwas geringer aus. Familienunternehmen sind in Summe für etwa 30 Prozent der Marktkapitalisierung der betrachteten CDAX-Unternehmen verantwortlich. Im Kontrast zum rückläufigen Anteil an der Anzahl nimmt der Anteil an der Marktkapitalisierung im Betrachtungszeitraum sogar leicht zu. Dies lässt bereits darauf schließen, dass Familienunternehmen im Durchschnitt einen etwas stärkeren Wertzuwachs im Betrachtungszeitraum verzeichnen als Nicht-Familienunternehmen.

Die Familienunternehmen sind zwar in allen Wirtschaftsbereichen vertreten, konzentrieren sich aber auf bestimmte Industrien. Analog zur Vorgängerstudie zeigt sich auch im aktualisierten Zeitraum ein relativ höherer Anteil der Familienunternehmen im Dienstleistungssektor.

In den Familienunternehmen hält die Gründerfamilie im Durchschnitt 24 Prozent des stimmberechtigten Kapitals. Sie stellt damit die größte Aktionärsgruppe innerhalb der Familienunternehmen dar. Bei

45 Konsolidierungstrends werden in dieser Studie nicht weiterführend analysiert.

46 Exklusive Finanz- und Immobilienunternehmen (SIC-Code 6).

Nicht-Familienunternehmen ist dies die Gruppe der strategischen Investoren, welche im Durchschnitt 28 Prozent des stimmberechtigten Kapitals halten. Die Eigentümerstrukturen sind für Familien- und Nicht-Familienunternehmen ähnlich konzentriert.

Bezüglich der Unternehmensorgane zeigt sich eine vergleichbare Größe des Vorstands von Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Bei Familienunternehmen ist ein klarer Trend weg vom Gründer als Vorstandsvorsitzenden hin zu externen Vorstandsvorsitzenden zu verzeichnen. Im Gegensatz zur Vorstandsgröße unterscheidet sich die Aufsichtsratsgröße stark. Nicht-Familienunternehmen haben mit im Median sechs Aufsichtsratsmitgliedern einen doppelt so großen Aufsichtsrat wie Familienunternehmen. In Bezug auf den Aufsichtsratsvorsitzenden zeigt sich über den Betrachtungszeitraum ein leicht steigender Anteil der Gründer. In Summe ist damit ein Wechsel der Unternehmensgründer vom Vorstand in den Aufsichtsrat zu assoziieren.

In Bezug auf die weiteren Unternehmensmerkmale zeigt sich, dass Familienunternehmen tendenziell eine höhere Eigenkapitalquote aufweisen. Zudem sind sie deutlich kleiner (sowohl gemessen an der Bilanzsumme als auch am Umsatz) und verwenden häufiger alternative kapitalmarktfähige Rechtsformen zur AG. Auch im Hinblick auf die Mitarbeiterzahl sind Familienunternehmen nur etwas mehr als halb so groß wie Nicht-Familienunternehmen. Bemerkenswert hierbei ist allerdings, dass Familienunternehmen im Betrachtungszeitraum deutlich stärker gewachsen sind. Familienunternehmen haben zwischen 2009 und 2018 ihre Beschäftigung im Median um 54 Prozent gesteigert, Nicht-Familienunternehmen im gleichen Zeitraum nur um 21 Prozent.

Angesichts dieser in den deskriptiven Analysen deutlich gewordenen Unterschiede zwischen den beiden Unternehmensgruppen wird im nächsten Kapitel untersucht, inwieweit es Unterschiede in der Unternehmensperformance gibt. Die Hauptimplikationen aus Kapitel D zur Identifikation börsennotierter Familienunternehmen sind in Tabelle 12 noch einmal zusammengefasst.

Tabelle 12: Zwischenfazit Kapitel D

Aspekt	Befund	Aussage
Anzahl und Qualifikation börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland	<ul style="list-style-type: none"> ■ Etwa 40 % der Unternehmen qualifizieren sich als FU. ■ In 60 % der FU ist die Gründerfamilie noch in die operative Unternehmensführung involviert. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Familienunternehmen sind eine bedeutende Gruppe innerhalb des deutschen Kapitalmarktes. ■ Unternehmerfamilien engagieren sich häufig operativ in ihren Unternehmen.
Marktkapitalisierung von börsennotierten Familienunternehmen und Verteilung nach Industrien	<ul style="list-style-type: none"> ■ FU repräsentieren 30 % der Marktkapitalisierung. ■ FU sind insbesondere in den Dienstleistungsindustrien vertreten. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Auch mit Blick auf Marktkapitalisierung sind FU bedeutend. ■ Tendenzieller Fokus von FU auf weniger kapitalintensive Industrien.
Aktionärs- und Organstruktur von börsennotierten Familienunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Gründerfamilie hält im Durchschnitt 24 % am FU. ■ Gründer nehmen in über einem Drittel der Fälle auch den Vorstandsvorsitz wahr. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Unternehmerfamilien sind maßgeblich an FU beteiligt. ■ Familien und insbesondere der Gründer nehmen die operative Unternehmensführung wahr.
Weitere Unternehmenscharakteristika börsennotierter Familienunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> ■ Alter: FU sind deutlich jünger als NFU ■ Eigenkapitalquote: FU weisen höhere Eigenkapitalquoten auf als NFU. ■ Größe: FU sind wesentlich kleiner als NFU. ■ Beschäftigung: FU haben eine geringere Mitarbeiterbasis als NFU, weisen allerdings ein deutlich höheres Wachstum auf. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ FU unterscheiden sich in allen wesentlichen Unternehmenscharakteristika von NFU. ■ Insbesondere der weiter fortgeschrittene Lebenszyklus der NFU (Größe, Alter) ist hierbei ein wichtiger Treiber.

E. Performanceanalyse börsennotierter Familienunternehmen

I. Ziele der Analyse

Im ersten Teil der Studie wurde gezeigt, dass es sich nach der Founding-Family-Definition, entgegen der öffentlichen Wahrnehmung, bei etwa 40 Prozent der börsennotierten Unternehmen in Deutschland um Familienunternehmen handelt. Selbst nach der enger gefassten Definition des SFI_{mod} trifft dies noch auf fast 25 Prozent aller börsennotierten Unternehmen zu. Die Gründerfamilie kann in vielen Fällen neben möglichen Stimmrechten auch über Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate aktiv Einfluss auf die Unternehmensführung beziehungsweise -kontrolle nehmen. Im Folgenden wird untersucht, ob es einen Zusammenhang zwischen dieser spezifischen Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance gibt.⁴⁷

Die Beteiligung der Gründerfamilie könnte sich aus einer Reihe von Gründen positiv auf den Unternehmenserfolg auswirken. Als unterstützende Argumente dieser These werden in der Literatur eine hohe Motivation der Gründerfamilie (verbunden mit der Einheit von Eigentum und Kontrolle), deren langfristige Orientierung (verbunden mit dem Wunsch, das Familienunternehmen an die nachfolgende Generation weiterzugeben), die Sorge um die Familienreputation oder überlegene Kenntnisse der Technologie beziehungsweise des Marktumfeldes angeführt. Es können aber auch Faktoren aufgeführt werden, nach denen die Beteiligung der Gründerfamilie einen negativen Einfluss auf die Unternehmensperformance haben kann. So werden in Familienunternehmen Führungspositionen häufig aus einem begrenzten Personalpool – der Familie – besetzt. Dieses limitierte Humankapital könnte sich im Vergleich zu börsennotierten Nicht-Familienunternehmen, die ihre Führungskräfte nach Leistungskriterien frei am Markt rekrutieren, negativ auf die Unternehmensperformance auswirken. Zudem sind die Nachfolgeproblematik, Konflikte unter den Familieneigentümern oder die Benachteiligung von Minderheitsaktionären als mögliche negative Performanceaspekte zu nennen.

Ziel der vorliegenden Studie ist es zu untersuchen, ob es eine Korrelation zwischen der Klassifikation eines Unternehmens als Familienunternehmen und bestimmten Performancekennzahlen gibt. Aussagen zu einer möglichen Kausalität dieses Zusammenhangs sind jenseits der Zielsetzung dieser Studie.⁴⁸ Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass sich – wie im ersten Teil gezeigt wurde – Familienunternehmen von Nicht-Familienunternehmen bezüglich ihrer Unternehmenscharakteristika (zum Beispiel

47 Zur Darstellung der Performance kann potentiell eine Vielzahl von Kennzahlen verwendet werden. Details hierzu werden im Anschluss in Kapitel E.II thematisiert.

48 Eine Auseinandersetzung mit dem Einfluss von Familieneigentum auf unterschiedliche Performancegrößen findet sich in zahlreichen Studien. Vgl. z. B. für Deutschland Jaskiewicz (2006), Erhardt und Nowak (2006), Andres (2008), Leiber (2008), für Italien Favero et al. (2006), für Frankreich Sraer und Thesmar (2007), für Schweden Cronqvist und Nielson (2003), für Europa allgemein Barontini und Caprio (2006) und Maury (2006), für die USA Anderson und Reeb (2003), Villalonga und Amit (2006) und Fahlenbrach (2009).

Unternehmensgröße oder Eigenkapitalausstattung) erheblich voneinander unterscheiden. Um solchen Unterschieden Rechnung zu tragen, werden in Kapitel E.III und E.IV zur Analyse der Unternehmensperformance neben einfachen statistischen Verfahren (wie etwa einem Mittelwertvergleich zwischen börsennotierten Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen) auch multivariate Regressionsanalysen durchgeführt.

II. Operative Performance (deskriptive Analyse)

1. Methodik

Zur Messung der operativen Performance von Unternehmen gibt es eine große Bandbreite möglicher Kennzahlen. In der vorliegenden Studie werden für die Analyse die Maße Return on Assets (RoA) und Return on Equity (RoE) verwendet (vergleiche hierzu Box 9). Den beiden Kennzahlen ist eine gute Datenverfügbarkeit sowie eine verständliche Interpretierbarkeit gemein. Aufgrund der häufigen Verwendung der Kennzahlen ist zudem eine weitgehende Vergleichbarkeit zu anderen Studien gewährleistet.⁴⁹

Box 9: Operative Kennzahlen

Die Kalkulation der Kennzahlen basiert jeweils auf der Relation zwischen einer Größe der Gewinn- und Verlustrechnung und einer bilanziellen Größe.

Beim Return on Assets (RoA) wird das Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT) in Relation zur Bilanzsumme gesetzt.

Beim Return on Equity (RoE) wird der Jahresüberschuss ins Verhältnis zum Buchwert des Eigenkapitals gesetzt. Dadurch wird die Profitabilität im Hinblick auf das eingesetzte Eigenkapital ermittelt.

Wie bereits in Kapitel C dargelegt wurde, bezieht sich die Analyse der operativen Unternehmensperformance ausschließlich auf solche Unternehmen, die mit Stammaktien im CDAX notiert sind (Stichprobe A).⁵⁰ Die Befunde aus den Analysen zur operativen Performance werden zunächst deskriptiv dargestellt. Ergänzend werden im Anschluss die Ergebnisse multivariater Regressionsanalysen diskutiert.

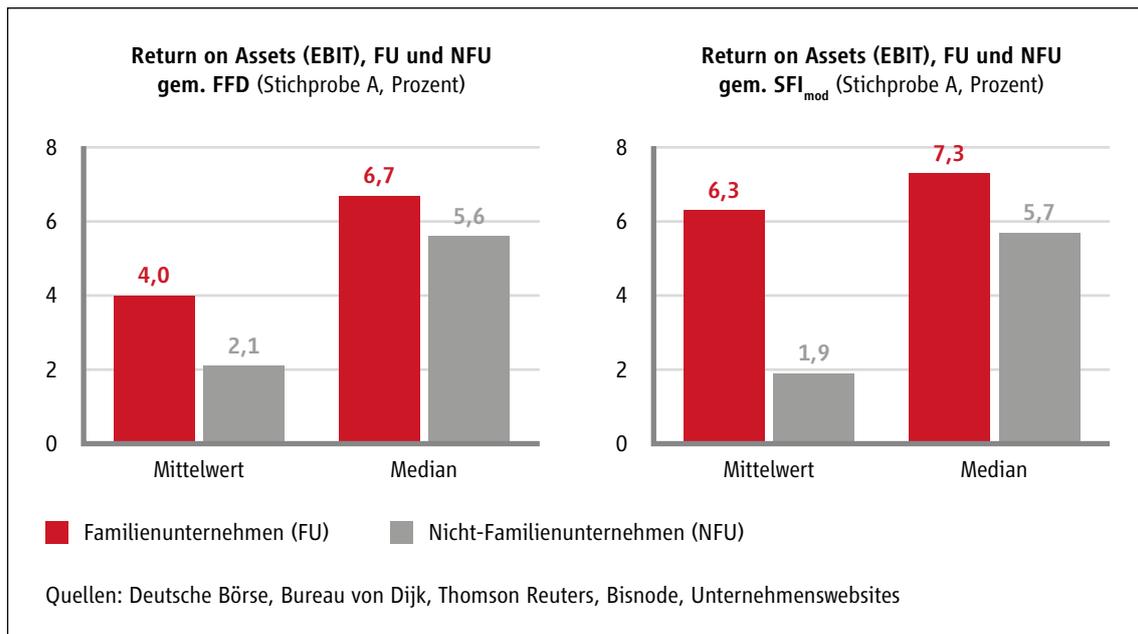
49 Die gewählten Kennzahlen zur operativen Performance erlauben auch eine Vergleichbarkeit mit Befunden zu privat gehaltenen Familienunternehmen.

50 Dies schließt auch solche Unternehmen ein, die mit mehreren Aktiengattungen, also Vorzugs- und Stammaktien, notiert sind.

2. Return on Assets (RoA)

Der erste Teil der Analyse zur operativen Performance widmet sich der Größe Return on Assets. Hierfür wird eine Differenzierung nach der Founding-Family-Definition sowie nach dem SFI_{mod} vorgenommen. Die linke Bildhälfte von Abbildung 30 bezieht sich auf eine Untersuchung unter Abgrenzung von Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition, während die rechte Abbildungshälfte auf den SFI_{mod} abstellt. In den beiden Teilabbildungen werden jeweils der Mittelwert und der Median ausgewiesen.

Abbildung 30: Deskriptive Befunde zum Return on Assets



Die Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen werden bereits in der graphischen Darstellung in Abbildung 30 deutlich. In der Gesamtstichprobe erzielen Familienunternehmen nach Founding-Family-Definition einen RoA von durchschnittlich 4,0 Prozent, während Nicht-Familienunternehmen einen RoA von durchschnittlich 2,1 Prozent aufweisen. Wird der mittlere Wert der Verteilung (Median) in der Analyse berücksichtigt, relativiert sich dieser Unterschied etwas. Der Median von 6,7 Prozent für Familienunternehmen ist allerdings immer noch 1,1 Prozentpunkte höher als der Median für Nicht-Familienunternehmen, der bei 5,6 Prozent liegt. Dies lässt darauf schließen, dass der größere Unterschied im Mittelwert teilweise auch durch Ausreißer bedingt ist. So tragen einzelne Nicht-Familienunternehmen mit sehr niedrigem RoA zu einem deutlich kleineren Durchschnitt bei.

Werden ausschließlich Familienunternehmen unter Abgrenzung nach dem SFI_{mod} betrachtet, ergibt sich ein ähnliches Bild. Der Unterschied in der Performance nach RoA ist allerdings nochmal größer. So steigt bei Familienunternehmen nach Anpassung der Definition der Mittelwert um 2,2 Prozentpunkte und der Median um 0,6 Prozentpunkte. Bei Nicht-Familienunternehmen sinkt der Mittelwert weiter ab auf 1,9 Prozent, wobei der Median leicht steigt. Diese Effekte erlauben Schlussfolgerungen auf den Teil

der Stichprobe, der zwar die Founding-Family-Definition, allerdings nicht die SFI_{mod} -Definition erfüllt. Dieser Teil der Stichprobe hat folglich im Mittelwert einen niedrigeren RoA als beide andere Gruppen – die Nicht-Familienunternehmen nach Founding-Family-Definition sowie die Familienunternehmen nach SFI_{mod} . In Bezug auf den Median liegt ebendiese Gruppe zwischen dem Median der Familien- und Nicht-Familienunternehmen nach Founding-Family-Definition und hat dementsprechend einen leicht positiven Einfluss.

Die Ergebnisse zeigen, dass eine differenzierte Analyse auf Basis der beiden Definitionen zu einem deutlichen Erkenntnisgewinn führt. Familienunternehmen unterscheiden sich demnach nicht nur von Nicht-Familienunternehmen, sondern zeichnen sich bezüglich verschiedener Merkmale auch untereinander als heterogene Gruppe aus. Insbesondere der Zusammenhang zur Stärke des Familieneinflusses, welcher sich aus der Abgrenzung der beiden Definitionen ableiten lässt, ist bemerkenswert. Je stärker der Familieneinfluss auf das Unternehmen, desto höher ist folglich die operative Performance. Diese rein deskriptiven Befunde werden in Kapitel E.III empirisch weiter untersucht.

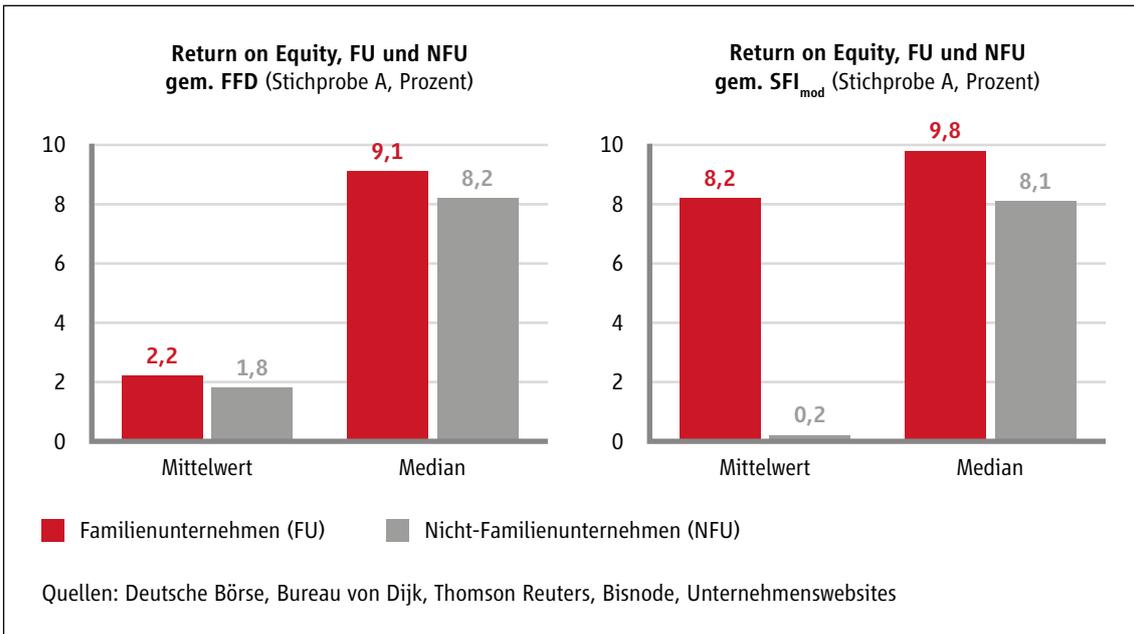
3. Return on Equity (RoE)

Eine weitere Kennzahl zur Messung der operativen Performance ist Return on Equity. Wie bereits in Box 9 erläutert, wird hierbei der Jahresüberschuss zum Buchwert des Eigenkapitals ins Verhältnis gesetzt.

In der Gesamtstichprobe erzielen Familienunternehmen höhere Werte für die Kennzahl Return on Equity als Nicht-Familienunternehmen (siehe Abbildung 31). Der Mittelwert (Median) für Familienunternehmen im weiteren Sinne liegt bei 2,2 Prozent (9,1 Prozent). Bei Nicht-Familienunternehmen im weiteren Sinne ist dieser Wert sowohl im Mittelwert als auch im Median geringer. Der große Unterschied zwischen Mittelwert und Median deutet auf eine linksschiefe Verteilung hin. Der durchschnittliche RoE wird hierbei durch Ausreißer mit sehr kleinem RoE gesenkt.

Wie auch beim Return on Assets wird die Differenz zwischen den Gruppen bei Verwendung der SFI_{mod} -Definition größer. Der Mittelwert von Familienunternehmen nach SFI_{mod} steigt mit sechs Prozentpunkten erheblich an. Dies lässt darauf schließen, dass in der im vorherigen Kapitel beschriebenen Übergangsgruppe einige Unternehmen mit sehr niedrigem RoE enthalten sind. Insbesondere bei unprofitablen Unternehmen, die durch negative Jahresüberschüsse sukzessive ihr Eigenkapital aufzehren, kann der RoE stark negativ ausfallen und dadurch den Mittelwert entsprechend beeinflussen. Der Effekt wird dadurch verstärkt, dass ein negativer Jahresüberschuss zum einen den Zähler der RoE-Berechnung festlegt, zum anderen aber gleichzeitig den Nenner reduziert.

Abbildung 31: Deskriptive Befunde zu Return on Equity



Box 10: Gewichtete Mittelwerte der operativen Kennzahlen

Gewichtete Mittelwerte stellen eine alternative Kennzahl zur einfachen Berechnung der durchschnittlichen operativen Performancekennzahlen dar. Hierbei werden die Gesamtsummen des Zählers (EBIT beziehungsweise Jahresüberschuss) und des Nenners (Bilanzsumme beziehungsweise Eigenkapital) ins Verhältnis gesetzt. Der Vorteil dieser Berechnung ist die Reduktion des Einflusses von Ausreißern.

Für RoA ergibt sich so ein gewichteter Durchschnitt von 5,8 Prozent für Familien- und 5,5 Prozent für Nicht-Familienunternehmen nach Founding-Family-Definition. Nach SFI_{mod} ergeben sich sogar 9,4 Prozent RoA bei Familienunternehmen und 5,4 Prozent bei Nicht-Familienunternehmen. Somit zeigt sich auch im gewichteten Durchschnitt eine Outperformance der Familienunternehmen in Bezug auf RoA.

Auch für den RoE zeigt sich bei analoger Berechnung eine solche Outperformance. Bei Anwendung der Founding-Family-Definition resultiert ein RoE von 11,3 Prozent für Familien- und 10,6 Prozent für Nicht-Familienunternehmen. Nach SFI_{mod} ist hier wieder ein leichter Anstieg auf 12,4 Prozent von Familien- und 10,7 Prozent von Nicht-Familienunternehmen zu verzeichnen.

Wie in Box 10 dargestellt, lässt sich dieser Effekt durch gewichtete Mittelwerte eliminieren. Die Tendenz, dass Familienunternehmen positivere Durchschnittswerte erzielen, bleibt erhalten.

4. Zusammenfassung operative Performance (deskriptiv)

Zusammenfassend ergeben sich aus der deskriptiven Analyse zur operativen Performance folgende Erkenntnisse (Tabelle 13):

- Erstens weisen börsennotierte Familienunternehmen – im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen – eine sowohl im Durchschnitt als auch im Median bessere Performance hinsichtlich Return on Assets und Return on Equity auf.
- Zweitens ist dieser Effekt größer, wenn eine engere Definition von Familienunternehmen verwendet wird.
- Letztlich sind die Unterschiede in Mittelwert und Median auch statistisch weitestgehend signifikant (Tabelle 13). Dennoch können die ermittelten Kennzahlen lediglich einen ersten, vorläufigen empirischen Befund darstellen. Sie sind mithilfe multivariater Verfahren zu prüfen.

Tabelle 13: Zusammenfassung deskriptiver Befunde zur operativen Performance

Zusammenfassung deskriptiver Befunde zur operativen Performance												
Stichprobe A – nur Unternehmen mit notierten Stammaktien												
Return on		FU				NFU				Signifikanz		
		Mittelwert	Median	Std. abw.	Beob.	Mittelwert	Median	Std. abw.	Beob.	Mittelwert	Median	Summe Beob.
Assets	FFD	4,0 %	6,7 %	18,4 %	1.378	2,1 %	5,6 %	18,1 %	2.012	***	***	3.390
	SFI _{mod}	6,3 %	7,3 %	16,3 %	737	1,9 %	5,7 %	18,7 %	2.653	***	***	3.390
Return on		FU				NFU				Signifikanz		
		Mittelwert	Median	Std. abw.	Beob.	Mittelwert	Median	Std. abw.	Beob.	Mittelwert	Median	Summe Beob.
Equity	FFD	2,2 %	9,1 %	48,2 %	1.383	1,8 %	8,2 %	50,3 %	2.007	n. s.	**	3.390
	SFI _{mod}	8,2 %	9,8 %	36,6 %	741	0,2 %	8,1 %	52,3 %	2.649	***	***	3.390

Kennzeichnung des Signifikanzniveaus durch * (10 %), ** (5 %), *** (1 %), n. s. (nicht signifikant verschieden)

III. Operative Performance (Regressionsanalyse)

1. Methodik

Wie in Kapitel D beschrieben, unterscheiden sich Familienunternehmen im Betrachtungszeitraum 2009 bis 2018 hinsichtlich wesentlicher Unternehmenscharakteristika, wie etwa Unternehmensgröße oder Unternehmensalter, von Nicht-Familienunternehmen. Daher ist im nächsten Schritt mittels einer multivariaten Regressionsanalyse zu überprüfen, ob die rein deskriptiven Performanceergebnisse weiterhin Bestand haben, wenn der Einfluss dieser Unternehmenscharakteristika in der Analyse berücksichtigt wird. Dadurch kann auch aufgezeigt werden, welche weiteren Faktoren neben dem Familieneinfluss mit

der operativen Unternehmensperformance korrelieren.⁵¹ Eine Übersicht zur deskriptiven Statistik der verwendeten erklärenden Variablen findet sich in nachfolgender Abbildung (Tabelle 14).

Tabelle 14: Deskriptive Statistik der erklärenden Variablen der Regressionen

Deskriptive Statistik der erklärenden Variablen der Regressionen nach Founding-Family-Definition Stichprobe A – nur Unternehmen mit notierten Stammaktien									
	FU			NFU			Signifikanz		
	Mittelwert	Median	Beob.	Mittelwert	Median	Beob.	Mittelwert	Median	Summe Beob.
Eigentümerkonzentration (in %)	0,51	0,53	1.388	0,52	0,52	2.028	n. s.	n. s.	3.416
Bilanzsumme (in Mio. EUR)	3.991,70	179,94	1.383	7.361,88	240,92	2.021	***	***	3.404
Unternehmensalter (in Jahren)	43,46	26,00	1.388	61,78	35,00	2.029	***	***	3.417
Verschuldungsgrad (in %)	0,61	0,27	1.383	6,27	0,37	2.007	n. s.	***	3.390
Internationale Rechnungslegung	0,97	1,00	1.385	0,92	1,00	2.019	***	***	3.404
Risiko (Beta)	0,69	0,66	1.388	0,70	0,66	2.028	n. s.	n. s.	3.416

Kennzeichnung des Signifikanzniveaus durch * (10 %), ** (5 %), *** (1 %), n. s. (nicht signifikant verschieden)

In den nachfolgenden Regressionsanalysen werden für jede Kennzahl zur operativen Performance sechs Modelle geschätzt. Modelle (1) und (4) haben zusätzlich eine Dummyvariable für Familienunternehmen im weiteren Sinne (nach der Founding-Family-Definition), Modelle (2) und (4) eine Dummyvariable im engeren Sinne (nach der SFI_{mod} -Definition) und Modelle (3) und (6) beinhalten eine kontinuierliche Variable des SFI_{mod} (im Folgenden SFI_{cont}).

Modelle (1) bis (3) kontrollieren nicht für Industrie- und Zeiteffekte. In Modellen (4) bis (6) werden dann analog zur Vorgängerstudie fixe Effekte für die einzelnen Betrachtungsjahre sowie Industrien der Unternehmen inkludiert. Dadurch wird der Tatsache Rechnung getragen, dass sich operative Kennzahlen über Industrien hinweg unterscheiden und von makroökonomischen Bedingungen (Phasen und Zyklen) abhängen können (siehe Anhang B und C). Diese drei Modelle werden für die gesamte Stichprobe sowie für die Teilstichprobe der etablierten Unternehmen geschätzt.

51 Die vorliegende Analyse betrachtet Paneldaten. Damit gehen ökonomische Schwierigkeiten einher, die in dieser Studie analog zur Vorgängerstudie zumindest mit Industrie- und Jahresdummies berücksichtigt werden.

Darüber hinaus werden in die drei Modelle relevante Kontrollgrößen integriert: ein Maß der Eigentümerkonzentration,⁵² die Größe des Unternehmens (gemessen als logarithmierte Bilanzsumme), das logarithmierte Unternehmensalter, der Verschuldungsgrad,⁵³ eine Dummyvariable für die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards, IFRS)⁵⁴ sowie eine Kennzahl zur Messung des Unternehmensrisikos (Beta).

2. Return on Assets (RoA)

Den Auftakt der Regressionsanalysen macht die Untersuchung des Return on Assets, gemessen anhand von Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) in Relation zur Bilanzsumme (Tabelle 15). Familienunternehmen weisen über alle sechs Modelle hinweg eine bessere RoA-Performance auf.

In den Modellen zeigt sich, dass sowohl Faktoren wie unter anderem die Unternehmensgröße, das Alter und das Unternehmensrisiko das Ergebnis des Return on Assets stark beeinflussen. Auch die Dummyvariablen zur Klassifizierung von Familienunternehmen haben einen signifikanten Einfluss in allen sechs Modellen. Bei Verwendung der Definition im weiteren Sinne zeigt sich ein statistisch signifikanter Zusammenhang auf Fünf-Prozent-Niveau. Der positive Koeffizient von circa drei Prozent bedeutet, dass Familienunternehmen im Durchschnitt einen drei Prozentpunkte höheren Return on Assets aufweisen.

Auch für die Ergebnisse für SFI_{mod} (Modell (2) und (5)) und SFI_{cont} (Modell (3) und (6)) zeigt sich ein statistisch auf dem Ein-Prozent-Niveau signifikant positiver Zusammenhang zwischen der Familienunternehmenseigenschaft und dem Return on Assets. Interessant ist hierbei auch die Veränderung im Koeffizienten. Bei Verwendung des SFI_{mod} zeigt sich, dass Familienunternehmen im Durchschnitt sogar einen fünf Prozentpunkte höheren Return on Assets haben.⁵⁵

52 Bei dieser Variable wird auf den kumulierten Anteilsbesitz der drei größten Aktionäre abgestellt.

53 Berechnet sich als Verhältnis zinstragender Verbindlichkeiten zum Eigenkapital.

54 Entspricht einer Variablen von 1, wenn das Unternehmen nach IFRS bilanziert, bei Bilanzierung nach HGB ist die Variable 0.

55 Zu einem ähnlichen Befund bezüglich der operativen Performance von Familienunternehmen kommt die Analyse von Andres (2008). Er untersucht 275 börsennotierte Nicht-Finanzunternehmen im Zeitraum 1998 bis 2004. Nachdem der Ausgangspunkt seiner Stichprobe alle Nicht-Finanzunternehmen des Amtlichen Handels im Jahr 1998 darstellen, betrachtet Andres (2008) eine Stichprobe, die ebenfalls nur etablierte börsennotierte Unternehmen beinhaltet. Dabei zeigt der Autor, dass börsennotierte Familienunternehmen einen höheren Return on Assets als Nicht-Familienunternehmen haben.

Tabelle 15: RoA (EBIT), Stichprobe A

OLS Regressionen						
Unternehmensperformance in Abhängigkeit der Familienunternehmenseigenschaft						
Stichprobe A – nur Unternehmen mit notierten Stammaktien						
Variablen	Return on Assets					
	OLS: Gesamtstichprobe					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FFD	0,0305** (0,0126)			0,0318** (0,0125)		
SFI _{mod}		0,0525*** (0,0125)			0,0539*** (0,0127)	
SFI _{cont}			0,0605*** (0,0135)			0,0613*** (0,0131)
Eigentümerkonzentration	0,0463** (0,0232)	0,0353 (0,0230)	0,0389* (0,0227)	0,0388* (0,0221)	0,0275 (0,0220)	0,0317 (0,0218)
Log Bilanzsumme	0,0189*** (0,00336)	0,0193*** (0,00332)	0,0199*** (0,00338)	0,0214*** (0,00352)	0,0218*** (0,00349)	0,0225*** (0,00355)
Log Unternehmensalter	0,0192*** (0,00497)	0,0184*** (0,00488)	0,0198*** (0,00504)	0,0238*** (0,00582)	0,0228*** (0,00570)	0,0241*** (0,00582)
Verschuldungsgrad	-1,12e-06 (4,07e-06)	-1,07e-06 (4,02e-06)	-5,36e-07 (4,00e-06)	-1,70e-07 (4,45e-06)	3,47e-08 (4,41e-06)	3,94e-07 (4,38e-06)
Internationale Rechnungslegung	0,0579 (0,0358)	0,0563 (0,0355)	0,0563 (0,0348)	0,0505 (0,0345)	0,0485 (0,0342)	0,0488 (0,0335)
Beta	-0,0303** (0,0124)	-0,0309** (0,0123)	-0,0301** (0,0124)	-0,0359*** (0,0132)	-0,0371*** (0,0132)	-0,0361*** (0,0133)
Konstante	-0,347*** (0,0620)	-0,340*** (0,0599)	-0,361*** (0,0616)	-0,436*** (0,0730)	-0,441*** (0,0682)	-0,454*** (0,0702)
Beobachtungen	3.364	3.364	3.364	3.364	3.364	3.364
Angepasstes R-Quadrat	0,107	0,114	0,118	0,134	0,141	0,145
Jahres fixe Effekte	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja
Industrie fixe Effekte	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja

Robuste Standardfehler in Klammern.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

In (1) - (6) sind die Standardfehler auf Unternehmensebene geclustert.

3. Return on Equity (RoE)

Im nächsten Schritt wird mittels einer weiteren Regressionsanalyse die Größe Return on Equity untersucht. Analog zur Vorgehensweise der RoA-Analyse werden sechs Modelle untersucht, die sich jeweils durch die Familiendefinition respektive die Identifikation des Familieneinflusses sowie die berücksichtigten fixen Effekte unterscheiden. Wie beim RoA umfassen Modelle (1) und (4) immer eine Dummyvariable für Familienunternehmen im weiteren Sinne (nach der Founding-Family-Definition), Modelle (2) und (5) eine Dummyvariable für Familienunternehmen im engeren Sinne (nach der SFI_{mod}-Definition) und

Modelle (3) und (6) SFI_{cont} , eine kontinuierliche Variable des SFI_{mod} , zur Messung des substantiellen Familieneinflusses (Tabelle 16).

Tabelle 16: RoE (Jahresüberschuss), Stichprobe A

OLS Regressionen						
Unternehmensperformance in Abhängigkeit der Familienunternehmenseigenschaft						
Stichprobe A – nur Unternehmen mit notierten Stammaktien						
Variablen	Return on Equity					
	OLS: Gesamtstichprobe					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FFD	0,0197 (0,0221)			0,0237 (0,0220)		
SFI_{mod}		0,0935*** (0,0230)			0,0932*** (0,0236)	
SFI_{cont}			0,0652*** (0,0249)			0,0670*** (0,0247)
Eigentümerkonzentration	0,0521 (0,0438)	0,0324 (0,0448)	0,0442 (0,0442)	0,0547 (0,0446)	0,0353 (0,0457)	0,0470 (0,0451)
Log Bilanzsumme	0,0234*** (0,00573)	0,0248*** (0,00569)	0,0247*** (0,00584)	0,0253*** (0,00598)	0,0267*** (0,00599)	0,0268*** (0,00612)
Log Unternehmensalter	0,0250** (0,0108)	0,0256** (0,0107)	0,0265** (0,0109)	0,0333*** (0,0121)	0,0336*** (0,0120)	0,0344*** (0,0121)
Verschuldungsgrad	-0,000262*** (1,69e-05)	-0,000261*** (1,69e-05)	-0,000261*** (1,70e-05)	-0,000266*** (1,71e-05)	-0,000265*** (1,71e-05)	-0,000265*** (1,71e-05)
Internationale Rechnungslegung	0,0349 (0,0518)	0,0220 (0,0515)	0,0291 (0,0512)	0,0386 (0,0491)	0,0263 (0,0485)	0,0334 (0,0483)
Beta	-0,0440 (0,0302)	-0,0456 (0,0299)	-0,0439 (0,0301)	-0,0388 (0,0316)	-0,0410 (0,0314)	-0,0391 (0,0316)
Konstante	-0,399*** (0,0968)	-0,408*** (0,0948)	-0,422*** (0,0980)	-0,652*** (0,162)	-0,702*** (0,152)	-0,687*** (0,159)
Beobachtungen	3.377	3.377	3.377	3.377	3.377	3.377
Angepasstes R-Quadrat	0,0298	0,0353	0,0322	0,0394	0,0446	0,0418
Jahres fixe Effekte	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja
Industrie fixe Effekte	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja

Robuste Standardfehler in Klammern.

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

In (1) - (6) sind die Standardfehler auf Unternehmensebene geclustert.

In den Modellen (1) und (4) zeigt sich kein signifikanter Familieneinfluss auf Return on Equity. In den Modellen (2), (3), (5) und (6), also unter Verwendung der SFI_{mod} - und SFI_{cont} -Definition, zeigt sich hingegen ein statistisch auf dem Ein-Prozent-Niveau signifikanter Zusammenhang. Der Koeffizient ist hierbei mit

über neun Prozentpunkten für SFI_{mod} und fast sieben Prozentpunkten für SFI_{cont} bemerkenswert. Folglich ist der RoE von Familienunternehmen nach SFI_{mod} im Erwartungswert neun Prozentpunkte höher.

Bei den Kontrollvariablen zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei den Regressionen zu Return on Assets. Allerdings ist das Risiko nun nicht mehr signifikant. Zudem ist der Verschuldungsgrad nun statistisch signifikant auf dem Ein-Prozent-Niveau. Die Signifikanz entspricht grundsätzlich der Erwartung, da Fremdkapitalkosten den Return on Equity positiv beeinflussen. Der Koeffizient erscheint allerdings kontraintuitiv da typischerweise Unternehmen vergleichsweise günstigeres Fremdkapital nutzen um ihre Eigenkapitalrendite zu steigern. Eine mögliche Erklärung hierbei ist die Endogenität des Verschuldungsgrades. So sinkt bei unprofitablen Unternehmen ceteris paribus mit der Zeit das Eigenkapital, was einen relativen Anstieg des Fremdkapitals zur Folge hat. Bei Wiederholung der Regressionen unter Ausschluss der unprofitablen Unternehmen beider Gruppen verschwindet die Signifikanz. Dies stützt diese Hypothese.

Der Erklärungsgehalt (angepasstes R^2) der Regressionsmodelle liegt mit drei bis vier Prozent auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Die Ergebnisse sollten daher mit Vorsicht interpretiert werden.

IV. Kapitalmarktperformance

1. Methodik

Neben der bereits diskutierten operativen Performance der Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen vervollständigt die folgende Analyse der Kapitalmarktperformance die Untersuchungen in Kapitel E. Dieses Kapitel widmet sich damit der Fragestellung, ob Unterschiede in der Kapitalmarktperformance zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen festzustellen sind. In Kapitel E.I wurden bereits Argumente vorgestellt, die allgemein Performanceunterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen begründen könnten. Kapitalmarktstudien im Speziellen haben in der Vergangenheit allerdings gezeigt, dass besonders das spezifische Unternehmensrisiko, die Unternehmensgröße, Wachstums- beziehungsweise Werthaltigkeitscharakteristika oder auch der Verschuldungsgrad Aktienrenditen maßgeblich bestimmen.⁵⁶

Unter Berücksichtigung dieser Aspekte fokussiert die Analyse der Kapitalmarktperformance auf drei Punkte: eine Überprüfung der Marktbewertung mittels der Kennzahl Tobin's q, eine Untersuchung der Aktienrenditen und schließlich eine Analyse der Volatilität von Aktienrenditen. Wie beschrieben, kann die Kapitalmarktperformance durch Aspekte bestimmt sein, die relativ unabhängig von der Eigentümer- und Organstruktur sind. Diese Aspekte versucht die Regressionsanalyse mit Tobin's q durch eine Auswahl

56 Vgl. z. B. Fama und French (1993), Fama und French (1996), Fama und French (1998).

an Kontrollvariablen zu berücksichtigen.⁵⁷ Für die Interpretation der Befunde bleibt zu berücksichtigen, dass die Analyse nicht eindeutig zeigen kann, dass die Eigentümerstruktur respektive die subsumierten Familiencharakteristika kausal die Performance bestimmen. Vielmehr könnte sich die Eigentümerstruktur auch aufgrund der Unternehmensperformance und anderer Unternehmenscharakteristika einstellen.⁵⁸ Zudem werden Aktienrenditen und deren Volatilitäten untersucht.

2. Tobin's q

Tobin's q ist ein gängiger Indikator zur Messung der Kapitalmarktbeurteilung. Vergleichbar zu anderen Kapitalmarktstudien approximiert auch diese Studie Tobin's q mit dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis eines Unternehmens, das heißt die Marktbewertung des Unternehmens wird in Relation zum Buchwert gesetzt.⁵⁹

Der Marktwert wird aus der Bilanzsumme zuzüglich dem Marktwert des Eigenkapitals (EK) und abzüglich des Buchwerts des Eigenkapitals berechnet. Der Buchwert des Unternehmens entspricht der Bilanzsumme. Die Berechnung von Tobin's q ist in der nachfolgenden Formel dargestellt:

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{Bilanzsumme} + \text{Marktwert (EK)} - \text{Buchwert (EK)}}{\text{Bilanzsumme}}$$

Ein Tobin's q größer eins zeigt, dass der Wert des Eigenkapitals am Kapitalmarkt über seinem Buchwert gehandelt wird und damit ein Aufschlag gegenüber dem bilanziellen Wert festzustellen ist. Je höher die Kennzahl Tobin's q, desto höher ist auch die relative Marktbewertung eines Unternehmens.

Die deskriptive Analyse (Tabelle 17) der Gesamtstichprobe zeigt zunächst, dass sich für Familienunternehmen im Durchschnitt ein Tobin's q in Höhe von 1,8 für die Founding-Family-Definition und 1,9 für SFI_{mod} ergibt. Damit liegt der Mittelwert der Familienunternehmen über dem Mittelwert der Nicht-Familienunternehmen, von durchschnittlich 1,7. Die Ergebnisse für den Median deuten in die gleiche Richtung:

57 Es handelt sich dabei um dieselben Kontrollvariablen, die bei der Analyse der operativen Performance (RoA und RoE) verwendet wurden. Deren Ermittlung wird in Kapitel E.III.1 beschrieben.

58 In wissenschaftlichen Analysen stellen die Eigentümer- und Organstrukturen im Zusammenhang mit der Performanceanalyse endogene und nicht exogene Variablen dar. Vgl. hierzu z. B. Demsetz und Lehn (1985), Himmelberg et al. (1999), Kaserer und Moldenhauer (2008) und Adams et al. (2009).

59 Tobin's q sieht in der ursprünglichen Fassung vor, den Marktwert des Unternehmens zum Substanzwert in Relation zu setzen. Aus Datenverfügbarkeits- bzw. Vereinfachungsgründen wird in empirischen Studien in der Regel auf den Buchwert des Unternehmens als Approximation des Substanzwertes abgestellt.

Der Median der Familienunternehmen liegt bei 1,4 während Nicht-Familienunternehmen einen Wert von 1,3 aufweisen. Der Unterschied im Median nach Founding-Family-Definition sowie im Mittelwert bei Anwendung von SFI_{mod} ist statistisch signifikant auf Basis eines Ein-Prozent-Konfidenzintervalls. Der Unterschied im Mittelwert nach Founding-Family-Definition auf Basis eines Fünf-Prozent-Konfidenzintervalls und der Median nach SFI_{mod} ist statistisch signifikant auf Basis eines Zehn-Prozent-Konfidenzintervalls.⁶⁰

Tabelle 17: Zusammenfassung deskriptiver Befunde zu Tobin's q

Zusammenfassung deskriptiver Befunde zu Tobin's q												
Stichprobe A – nur Unternehmen mit notierten Stammaktien												
Tobin's q		FU				NFU				Signifikanz		
		Mittelwert	Median	Std. abw.	Beob.	Mittelwert	Median	Std. abw.	Beob.	Mittelwert	Median	Summe Beob.
		FFD	1,83	1,35	1,43	1.383	1,72	1,28	1,39	2.021	**	**
	SFI_{mod}	1,89	1,36	1,50	741	1,73	1,29	1,38	2.663	***	*	3.404

Kennzeichnung des Signifikanzniveaus durch * (10 %), ** (5 %), *** (1 %), n. s. (nicht signifikant verschieden)

Wird Tobin's q unter Berücksichtigung weiterer Einflussfaktoren in einer multivariaten Regressionsanalyse untersucht, ergeben sich – anders als in der vorhergehenden Analyse der operativen Performance – keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen den beiden Unternehmensgruppen. In diesen Analysen zeigt sich, dass Tobin's q hauptsächlich von Faktoren wie der Unternehmensgröße, dem Unternehmensalter, dem unternehmensspezifischen Risiko und dem Verschuldungsgrad abhängt (Tabelle 18).

Folglich kann ein statistisch signifikanter Familieneinfluss aufgrund spezifischer Familiencharakteristika auf den Marktwert der Familienunternehmen – gemessen anhand von Tobin's q – nicht bestätigt werden. Die höhere operative Performance schlägt sich dementsprechend nicht in einer höheren Kapitalmarkt-bewertung nieder.

60 Statistisch signifikant auf Basis eines 1%-Konfidenzintervalls sowohl im t-test (für Mittelwert) als auch im Wilcoxon-Rangsummentest (für Mediane) sind die Unterschiede in der Gesamtstichprobe sowie der Teilstichprobe der etablierten Unternehmen.

Tabelle 18: Tobin's q, Stichprobe A

OLS Regressionen						
Unternehmensperformance in Abhängigkeit der Familienunternehmenseigenschaft						
Stichprobe A – nur Unternehmen mit notierten Stammaktien						
Variablen	Tobin's q					
	OLS: Gesamtstichprobe					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FFD	0,0276 (0,123)			0,0398 (0,121)		
SFI _{mod}		0,0674 (0,153)			0,0692 (0,155)	
SFI _{cont}			0,0386 (0,159)			0,0477 (0,157)
Eigentümerkonzentration	-0,0908 (0,178)	-0,105 (0,175)	-0,0954 (0,176)	0,0291 (0,176)	0,0146 (0,172)	0,0235 (0,173)
Log Bilanzsumme	-0,148*** (0,0344)	-0,147*** (0,0343)	-0,147*** (0,0350)	-0,148*** (0,0347)	-0,147*** (0,0349)	-0,147*** (0,0356)
Log Unternehmensalter	-0,116*** (0,0415)	-0,116*** (0,0406)	-0,116*** (0,0411)	-0,119*** (0,0444)	-0,120*** (0,0435)	-0,119*** (0,0439)
Verschuldungsgrad	-9,86e-05*** (2,34e-05)	-9,81e-05*** (2,28e-05)	-9,85e-05*** (2,32e-05)	-7,97e-05*** (2,76e-05)	-7,94e-05*** (2,72e-05)	-7,99e-05*** (2,74e-05)
Internationale Rechnungslegung	-0,144 (0,289)	-0,150 (0,287)	-0,143 (0,287)	-0,119 (0,290)	-0,122 (0,289)	-0,116 (0,289)
Beta	-0,00413 (0,0998)	-0,00511 (0,100)	-0,00388 (0,0995)	0,129 (0,104)	0,127 (0,105)	0,129 (0,105)
Konstante	4,204*** (0,518)	4,206*** (0,498)	4,200*** (0,521)	3,691*** (0,646)	3,683*** (0,628)	3,696*** (0,645)
Beobachtungen	3.377	3.377	3.377	3.377	3.377	3.377
Angepasstes R-Quadrat	0,0907	0,0910	0,0907	0,141	0,141	0,141
Jahres fixe Effekte	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja
Industrie fixe Effekte	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja

Robuste Standardfehler in Klammern.

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

In (1) - (6) sind die Standardfehler auf Unternehmensebene geclustert.

3. Aktienrenditen

Zusätzlich zu den Untersuchungsergebnissen der Marktbewertung, das heißt zu Tobin's q, werden im folgenden Abschnitt die Aktienrenditen von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen untersucht.⁶¹

61 Zur Durchführung der Analyse wurden gängige Modellannahmen getroffen: So werden beispielsweise keine Transaktionskosten oder Steuern berücksichtigt und es wird eine Gleichgewichtung der Unternehmen unterstellt.

Dabei wird auch hier die Gesamtstichprobe über die Zeitperiode von 2009 bis 2018 betrachtet und keine Fallunterscheidung vorgenommen.⁶² Die Aktienrenditen werden aus monatlichen Return-Index-Daten⁶³ berechnet und gehen in der jeweiligen Periode entsprechend ihrer Klassifikation in die Renditeberechnung für Familienunternehmen beziehungsweise Nicht-Familienunternehmen ein. Durch die beschriebene Vorgehensweise wird ein Portfoliovergleich zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bezüglich ihrer Renditeentwicklung durchgeführt. Hierbei findet jeweils auf Basis der Founding-Family-Definition und SFI_{mod}-Definition eine jährliche Anpassung der Portfoliozusammensetzung statt. Dies hat zur Folge, dass sich die Portfolios durch Börsengänge, Delistings und Wechsel von Familienunternehmen zu Nicht-Familienunternehmen im Zeitablauf ändern.

Eine weitere wichtige Komponente ist die Gewichtung basierend auf der individuellen Marktkapitalisierung des Unternehmens. Findet – wie in der Vorgängerstudie – keine Gewichtung der monatlichen Renditen statt, geht jede Aktie unabhängig von ihrer Größe und Liquidität mit der gleichen Gewichtung in die Untersuchung ein. Im gewichteten Fall gehen die Renditen der Unternehmen mit einer Gewichtung, die dem Anteil ihrer Marktkapitalisierung an der Gesamtmarktkapitalisierung aller Familien- beziehungsweise Nicht-Familienunternehmen zu diesem Zeitpunkt entspricht, in die jeweiligen Portfolios ein. Letztere Methode entspricht im Allgemeinen eher einer Investorenperspektive. In dieser Studie werden beide Methoden angewandt, um sowohl der Vergleichbarkeit zur Vorgängerstudie als auch der allgemeinen Investorenperspektive gerecht zu werden.

In einem letzten methodischen Schritt werden sowohl die nicht gewichteten, als auch die gewichteten Portfoliorenditen geometrisch verknüpft.⁶⁴

Zunächst werden die nicht gewichteten Renditen von Familien- und Nicht-Familienunternehmen in Form einer geometrischen Reihe analysiert. Abbildung 32 und Tabelle 19 zeigen, dass Nicht-Familienunternehmen eine höhere geometrische Gesamrendite als Familienunternehmen aufweisen.

So beträgt die geometrische Gesamrendite (Abbildung 32) von Nicht-Familienunternehmen gemäß Founding-Family-Definition 292 Prozent, während die geometrische Gesamrendite von Familienunternehmen 263 Prozent über den Zeitraum 2009 bis 2018 beträgt. Das leicht höhere Ergebnis der Nicht-Familienunternehmen ist vor allem von Ausreißern mit sehr hohen Renditen aber sehr kleiner Marktkapitalisierung im Jahr 2017 (41,3 Prozent) geprägt. Dieser Effekt wird durch eine Marktgewichtung abgeschwächt (siehe Abbildung 33 und Tabelle 20). Im Vergleich zur Vorgängerstudie für

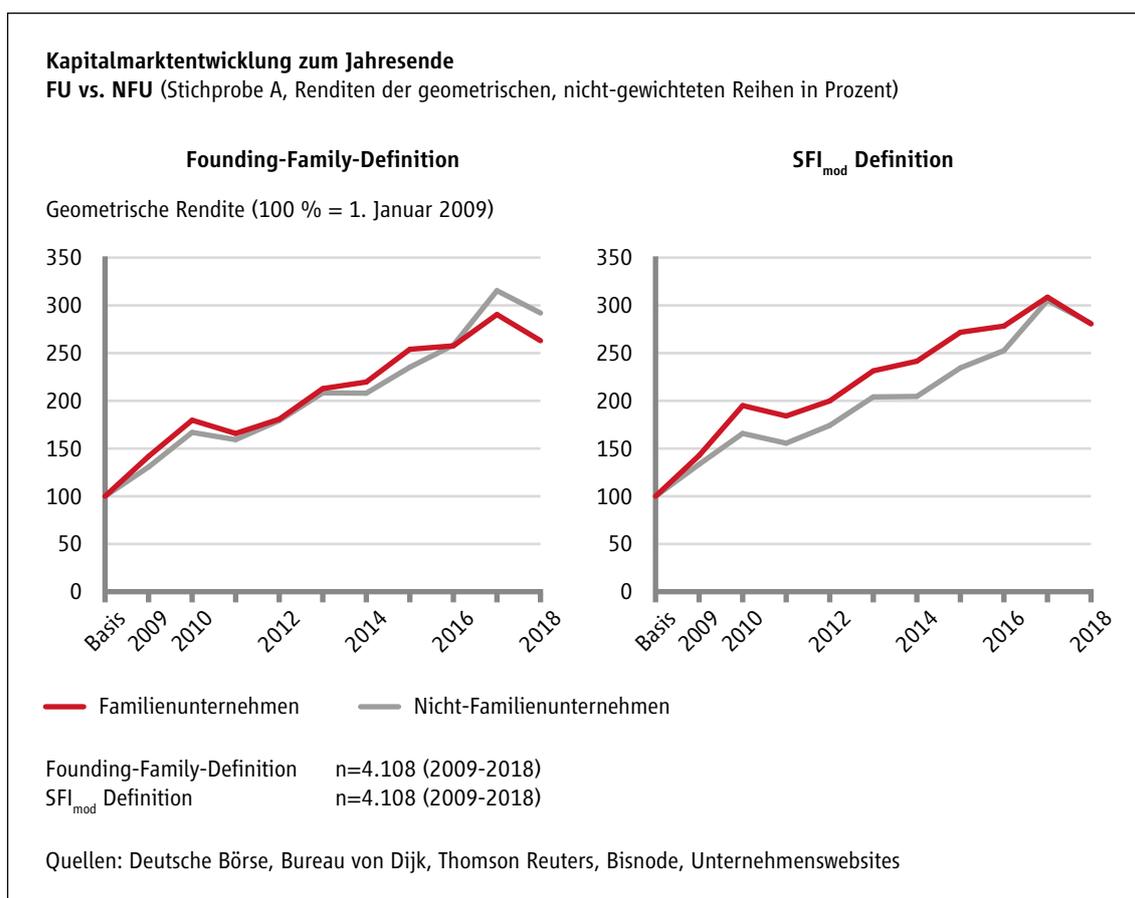
62 Eine Periode von 10 Jahren stellt für eine Performanceanalyse noch immer einen mittleren bis kurzen Beobachtungszeitraum dar, der den Einfluss von Marktzyklen überinterpretieren kann.

63 Die Return-Index-Daten berücksichtigen die Aktienperformance unter Annahme einer Reinvestition von Dividendenzahlungen. Die Rohdaten stammen aus der Datenbank Thomson Financial Datastream.

64 Zur errechneten Rendite wird jeweils 1 hinzuaddiert. Die Werte werden anschließend multiplikativ verknüpft.

den Zeitraum 1998 bis 2008 weisen beide Unternehmenstypen höhere geometrische Gesamtrenditen auf (Nicht-Familienunternehmen 81 Prozentpunkte und Familienunternehmen 55 Prozentpunkte). Bei diesem Vergleich ist allerdings zu beachten, dass 2008 die geometrischen Gesamtrenditen im Zuge der Finanzkrise nahezu halbiert wurden und in Deutschland der Zeitraum der aktuellen Studie (2009 bis 2018) durch nahezu ununterbrochene makroökonomische Expansion⁶⁵ geprägt war.

Abbildung 32: Nicht-gewichtete geometrische Renditen



Diese Ergebnisse ändern sich bei der Anwendung der SFI_{mod}-Definition. Nicht-Familienunternehmen mit 282 Prozent und Familienunternehmen mit 281 Prozent haben eine nahezu identische geometrische Gesamtrendite. Folglich weisen die Familienunternehmen im engeren Sinne eine leicht höhere geometrische Gesamtrendite als die Familienunternehmen im weiteren Sinne auf.

Die korrespondierenden Mittelwerte und Mediane der jährlichen, nicht gewichteten Renditen (Tabelle 19) auf Basis der Founding-Family-Definition für Nicht-Familienunternehmen betragen 17,6 Prozent und 25,1 Prozent, während diese Werte für Familienunternehmen mit 16,3 Prozent und 23,5 Prozent geringer

65 Eine makroökonomische Expansionsphase wird allgemein so definiert, dass die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts eines Landes in 2 aufeinander folgenden Quartalen nicht negativ sein darf.

ausfallen. Für Familienunternehmen gemäß der SFI_{mod}-Definition mit 18,1 Prozent im Durchschnitt und 23,0 Prozent im Median zeigen sich leicht höhere Werte.

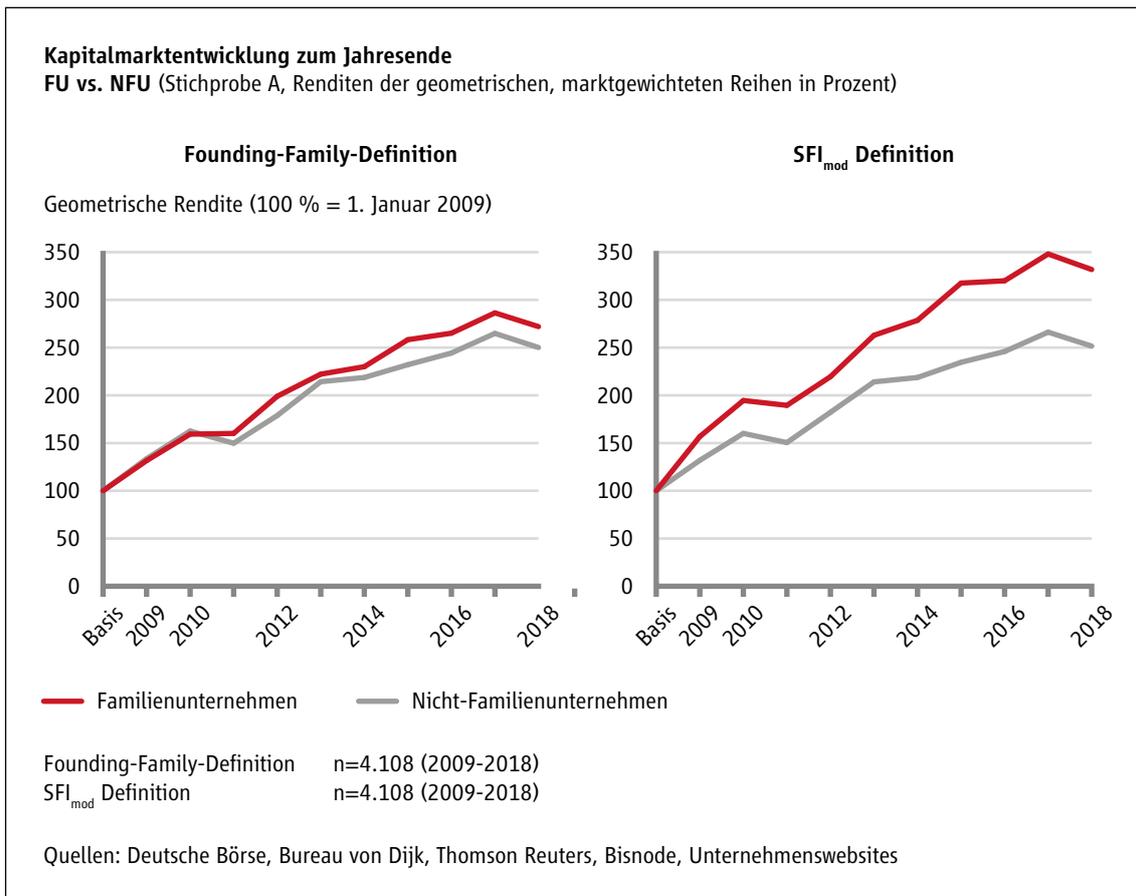
Tabelle 19: Nicht-gewichtete jährliche Renditen

	FFD		SFI _{mod}	
	Familienunternehmen	Nicht-Familienunternehmen	Familienunternehmen	Nicht-Familienunternehmen
2009	41,8 %	30,7 %	42,7 %	33,5 %
2010	37,9 %	36,2 %	52,3 %	32,3 %
2011	-13,9 %	-7,6 %	-10,8 %	-10,2 %
2012	14,9 %	20,0 %	15,8 %	18,5 %
2013	32,2 %	28,9 %	31,5 %	29,9 %
2014	6,9 %	-0,2 %	10,1 %	0,6 %
2015	34,3 %	27,2 %	30,3 %	29,9 %
2016	3,6 %	23,1 %	6,5 %	18,2 %
2017	32,8 %	41,3 %	30,2 %	40,2 %
2018	-27,4 %	-23,4 %	-28,0 %	-24,1 %
Wachstumsrate	10,2 %	10,7 %	10,9 %	10,4 %
Durchschnitt	16,3 %	17,6 %	18,1 %	16,9 %
Median	23,5 %	25,1 %	23,0 %	24,2 %

Eine weitere interessante Beobachtung, die für beide Familienunternehmensdefinitionen gilt, ist, dass die Mediane der jährlichen Renditen höher als die Mittelwerte sind. Dies lässt darauf schließen, dass die Stichprobe viele Ausreißer mit geringen beziehungsweise negativen Renditen enthält. Folglich wird auch hier die hohe Heterogenität der Stichprobe im Allgemeinen und der Familienunternehmen im Speziellen deutlich.

Die Untersuchungsergebnisse ändern sich substantiell, wenn man die angesprochene Gewichtung der Renditen entlang der Marktkapitalisierung vornimmt (Abbildung 33 und Tabelle 20).

Abbildung 33: Gewichtete geometrische Renditen



Bei einer Gewichtung der Renditen auf Basis der jeweiligen Marktkapitalisierung der Aktie weisen die auf Basis der Founding-Family-Definition identifizierten Familienunternehmen mit 272 Prozent eine leicht höhere geometrische Gesamtrendite als Nicht-Familienunternehmen mit 250 Prozent auf (Abbildung 33). Diese höhere Rendite von Familienunternehmen verstärkt sich bei Anwendung der SFI_{mod}-Definition. Die geometrische Gesamtrendite von Familienunternehmen beträgt 332 Prozent, während selbige Rendite lediglich 252 Prozent für Nicht-Familienunternehmen im gleichen Zeitraum beträgt.

Eine Übersicht der jährlichen Renditen findet sich in Tabelle 20. Es zeigt sich, dass die jährlichen Renditen in der untersuchten Zeitperiode starken Schwankungen unterliegen. Familienunternehmen auf Basis der Founding-Family-Definition weisen im Mittel und im Median im Vergleich zu den Nicht-Familienunternehmen leicht höhere Renditen auf. Analog zu den geometrischen Gesamtrenditen fallen die jährlichen, gewichteten Renditen im Mittel und Median für Familienunternehmen (23,2 Prozent und 29,1 Prozent) gemäß der SFI_{mod}-Definition deutlich höher als für Nicht-Familienunternehmen (15,2 Prozent und 18,1 Prozent) aus.

Tabelle 20: Gewichtete jährliche Renditen

	Founding-Family-Definition		SFI _{mod}	
	Familienunternehmen	Nicht-Familienunternehmen	Familienunternehmen	Nicht-Familienunternehmen
2009	31,6 %	33,6 %	56,8 %	31,9 %
2010	27,7 %	28,9 %	37,7 %	28,2 %
2011	0,8 %	-12,7 %	-5,1 %	-9,5 %
2012	38,9 %	29,0 %	30,1 %	31,7 %
2013	23,2 %	35,5 %	43,3 %	31,9 %
2014	7,7 %	4,4 %	15,7 %	4,6 %
2015	28,3 %	13,4 %	39,0 %	15,9 %
2016	6,8 %	12,1 %	2,4 %	11,3 %
2017	21,3 %	20,6 %	28,1 %	20,2 %
2018	-14,4 %	-14,7 %	-16,2 %	-14,5 %
Wachstumsrate	10,5 %	9,6 %	12,7 %	9,7 %
Durchschnitt	17,2 %	15,0 %	23,2 %	15,2 %
Median	22,3 %	17,0 %	29,1 %	18,1 %

4. Volatilität von Aktienrenditen

Neben einer Renditebetrachtung wird hier auch das Risiko analysiert. Als Maßzahl hierfür wird die Volatilität verwendet.

Die Ex-post-Betrachtung der Volatilität beginnt zunächst mit der Gesamtstichprobe. Aus den 120 monatlichen Aktienrenditen für Familienunternehmen und für Nicht-Familienunternehmen im Beobachtungszeitraum 2009 bis 2018 lassen sich die Standardabweichungen für die Renditen der Familienunternehmen respektive der Nicht-Familienunternehmen berechnen. Eine Darstellung sowohl der monatlichen Renditen – unterschieden nach Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen – als auch der errechneten Standardabweichung (Volatilität) findet sich in den folgenden Abbildungen (Abbildung 34 bis 37). Das Intervall +/- einer Standardabweichung (σ , Sigma) ist jeweils deutlich markiert. Je größer dieses Intervall ist, desto stärker streuen die Aktienrenditen um den Mittelwert.

Es wird eine Unterscheidung der Ergebnisse entlang der Familienunternehmensdefinitionen vorgenommen. Zunächst werden die Resultate auf Basis der Founding-Family-Definition präsentiert (Abbildung 34 und 35).

Abbildung 34: Volatilität der Aktienrenditen von Familienunternehmen gemäß FFD

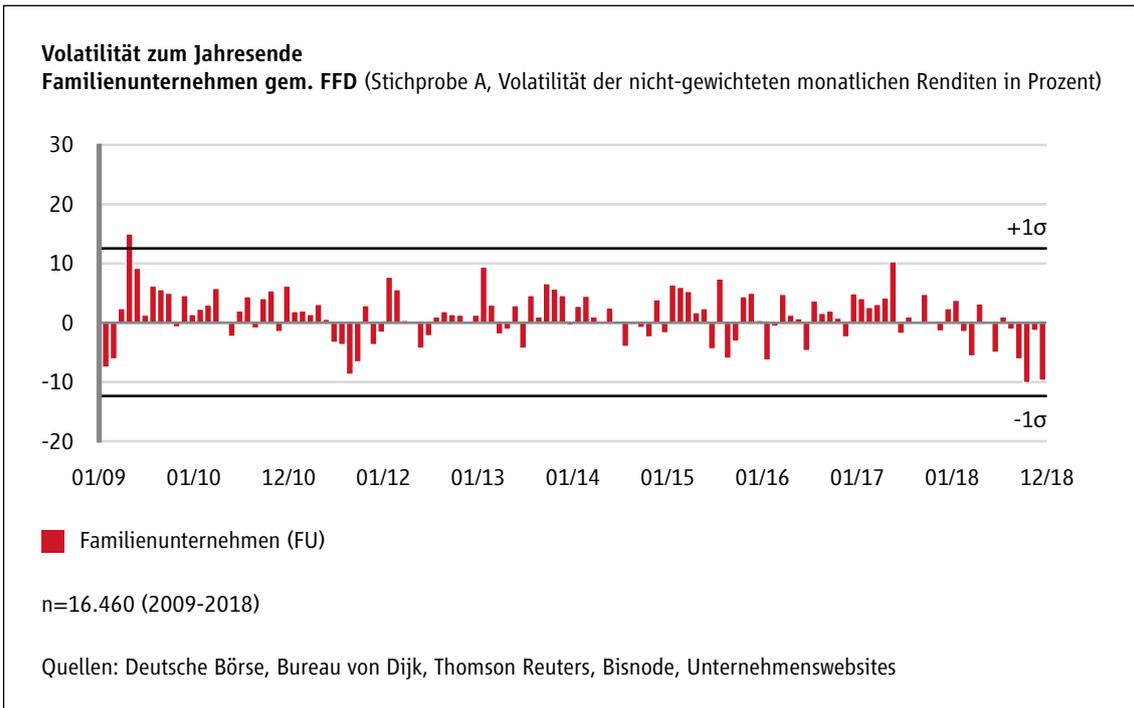
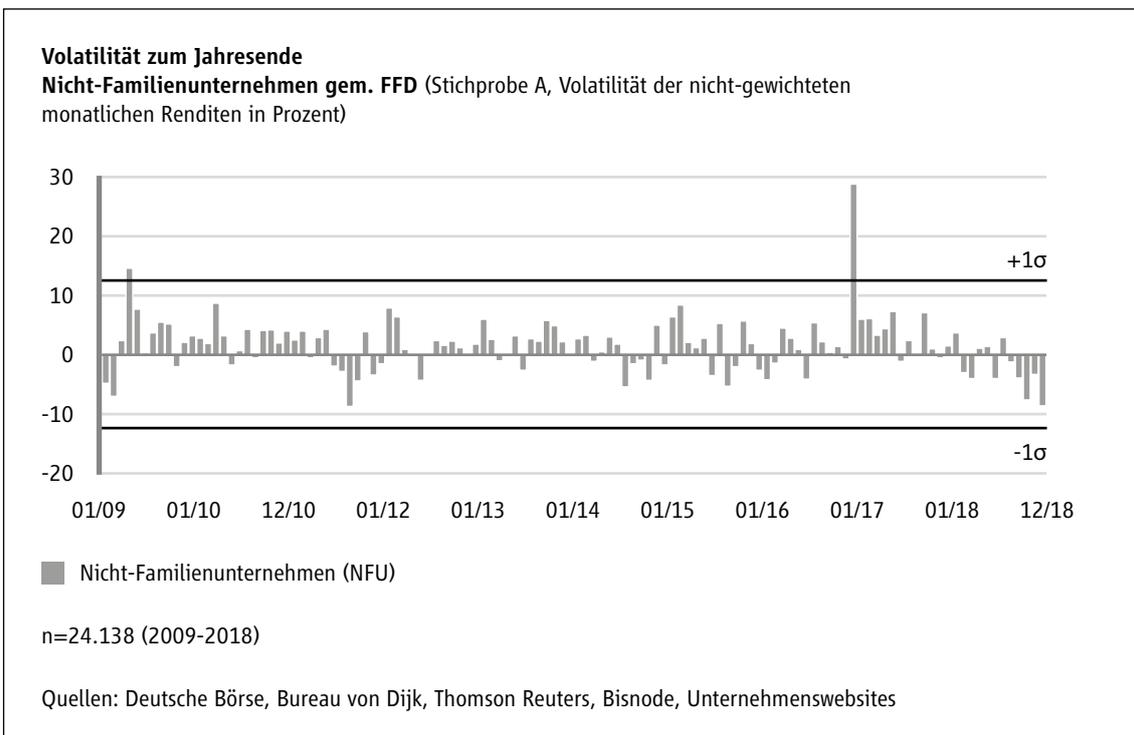


Abbildung 35: Volatilität der Aktienrenditen von Nicht-Familienunternehmen gemäß FFD



Für die Nicht-Familienunternehmen gemäß der Founding-Family-Definition ergeben die Untersuchungen leicht volatilere Renditen, als dies für Familienunternehmen der Fall ist. Über den betrachteten Zeitraum von 120 Monaten liegt die Volatilität der Zeitreihe bei Nicht-Familienunternehmen bei 14 Prozent

(annualisiert bei 48,7 Prozent). Die Familienunternehmen hingegen zeigen geringere Schwankungen von durchschnittlich 12,7 Prozent und jährlich 44 Prozent. Kombiniert mit den Ergebnissen der nichtgewichteten Renditeanalyse gemäß Founding-Family-Definition scheint es somit, dass die leicht höheren Renditen der Nicht-Familienunternehmen gegebenenfalls eine Kompensation für ein leicht erhöhtes Risiko darstellen.

Dieses Rendite-Risikoverhältnis war in der Vorgängerstudie für den Zeitraum 1998 bis 2008 spiegelbildlich. Gemäß der Founding-Family-Definition hatten die Familienunternehmen leicht höhere Renditen und eine leicht höhere Volatilität.

Bei Anwendung des Kriteriums eines Familienunternehmens im engeren Sinne sind die isolierten Resultate hinsichtlich Volatilität für Familien- und Nicht-Familienunternehmen vergleichbar (siehe Abbildung 36 und 37).

Abbildung 36: Volatilität der Aktienrenditen von Familienunternehmen gemäß SFI_{mod}

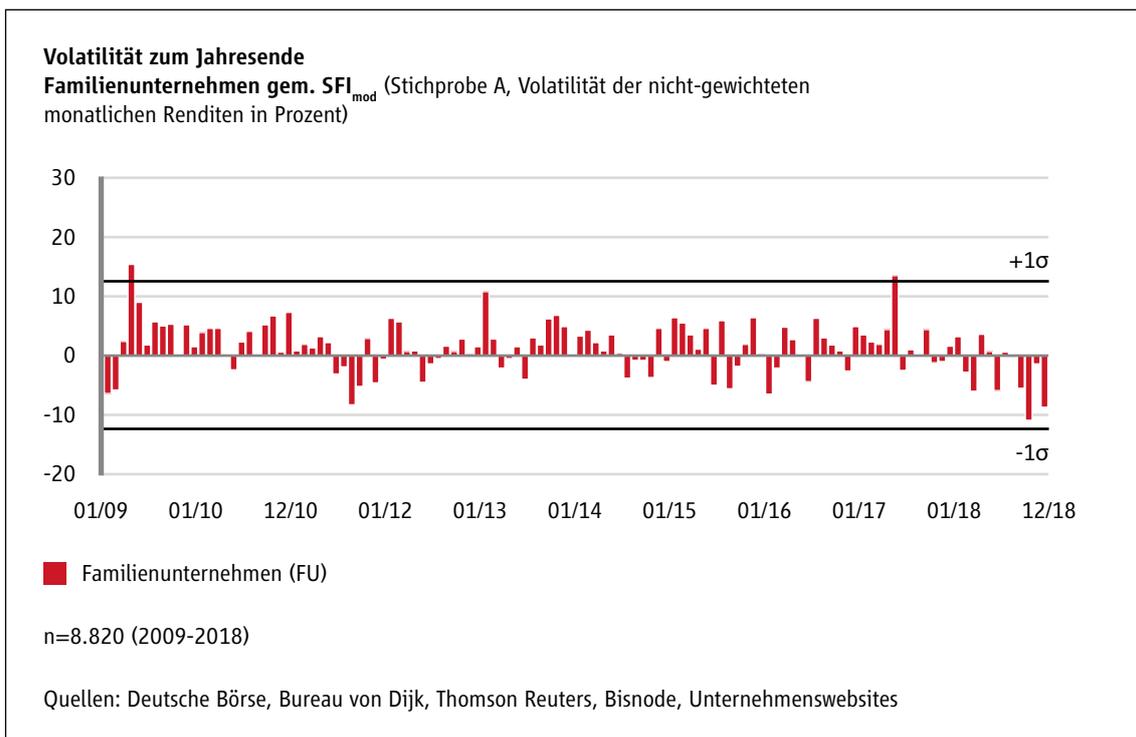
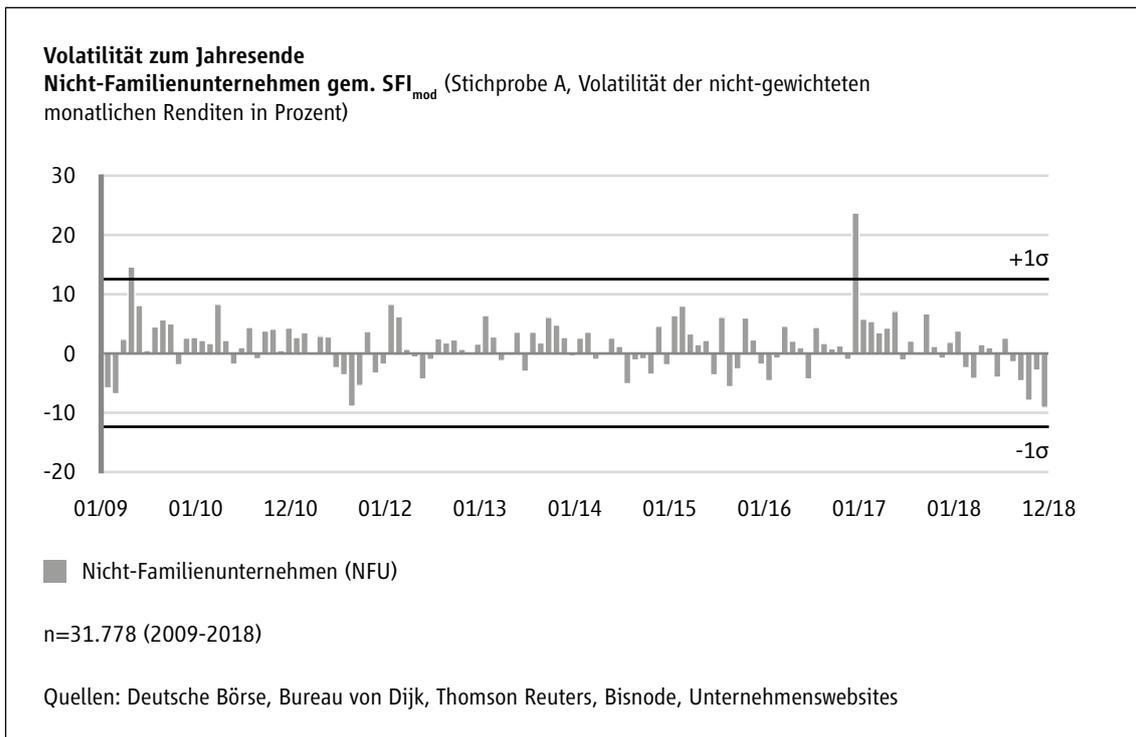


Abbildung 37: Volatilität der Aktienrenditen von Nicht-Familienunternehmen gemäß SFI_{mod}



Auch Familienunternehmen nach SFI_{mod} -Definition haben über den Untersuchungszeitraum hinweg eine leicht geringere Volatilität von 12,5 Prozent (annualisiert 43,3 Prozent) als Nicht-Familienunternehmen mit 13,8 Prozent (annualisiert 47,8 Prozent).

V. Zwischenfazit

Bezogen auf die Marktbewertung (Tobin's q) indiziert die deskriptive Analyse Unterschiede bezüglich Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen. Die multivariaten Analysen zeigen hingegen, dass nicht die Charakteristika von Familienunternehmen, sondern andere Einflussfaktoren, so zum Beispiel Größe, Alter oder Verschuldungsgrad, Tobin's q beeinflussen.

Die Analyse der Aktienrenditen und Volatilität verdeutlicht, dass die Auswahl der Familienunternehmensdefinition für die betrachtete Zeitperiode einen hohen Einfluss auf die Ergebnisse hat. Wird keine Gewichtung der Renditen entlang der Marktkapitalisierung vorgenommen, haben Familienunternehmen im weiteren Sinne im Durchschnitt geringere Renditen und ein geringeres Risiko als Nicht-Familienunternehmen, während Familienunternehmen im engeren Sinne vergleichbare Renditen bei geringerem Risiko als Nicht-Familienunternehmen aufweisen. Wird eine Marktgewichtung vorgenommen, welche eher einer Investorenperspektive entspricht, ist die geometrische Gesamtrendite von Familienunternehmen höher als bei Nicht-Familienunternehmen. Dieser Effekt tritt verstärkt bei Familienunternehmen im engeren Sinne auf. Bei dem gleichgewichteten Rendite-/Risikoprofil sind jedoch keine systematischen Unterschiede festzustellen.

F. Fazit

Der Gruppe der Familienunternehmen kommt in Deutschland traditionell eine hohe volkswirtschaftliche Bedeutung zu. Dass Familienunternehmen nicht nur mittelständisch geprägte, private Unternehmen und andersherum börsennotierte Unternehmen nicht nur anonyme Publikumsgesellschaften sind, hat die Vorgängerstudie „Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland“ aus dem Jahr 2009 bereits verdeutlicht.⁶⁶ Die nun vorliegende Studie bestätigt und erweitert diese Erkenntnisse für den Zeitraum 2009 bis 2018.

Im ersten Teil der Studie wird aufgezeigt, dass Familienunternehmen entgegen der herrschenden Meinung am deutschen Kapitalmarkt gemessen an ihrer Anzahl und ihrer Marktkapitalisierung eine bedeutende Stellung einnehmen.

Dabei ist zu erwähnen, dass die Gesamtzahl an deutschen börsennotierten Unternehmen stark abgenommen hat. Während 2008 noch 618 Unternehmen im CDAX notiert waren, sind es 2018 nur noch 426 (Gesamtrückgang von 192 Unternehmen oder -31 Prozent). Die erhöhte Anzahl von Insolvenzen im Rahmen der Finanzkrise 2008/2009 und der Eurokrise 2011/2012 sowie eine zunehmende Konsolidierung von Unternehmen sind die Ursachen des Rückgangs. Zudem ist eine geringere Anzahl an Börsengängen aufgrund des insbesondere in der ersten Hälfte des Betrachtungszeitraums ungünstigeren Börsenklimas und der höheren Verfügbarkeit und Beliebtheit alternativer, weniger regulierter Wachstumsfinanzierungen, zum Beispiel Private Equity, zu beobachten. Weitere makroökonomische Faktoren wie dauerhaft niedrige Fremdkapitalkosten und ein hohes Maß an Liquidität komplementieren schlussendlich den Gesamtrückgang.

Auf Basis der sogenannten Founding-Family-Definition lassen sich etwa 40 Prozent aller Nicht-Finanzunternehmen im breitesten deutschen Aktienindex CDAX der Gruppe der börsennotierten Familienunternehmen zuordnen. Während des hier untersuchten Zeitraums von 2009 bis 2018 schwankt die Anzahl der börsennotierten Familienunternehmen zwischen einem Minimum von 38 Prozent (im Jahr 2017) und einem Maximum von 44 Prozent (im Jahr 2009). Dies ist eine leicht rückläufige Tendenz verglichen mit der Periode 1998 bis 2008, in der die Familienunternehmen etwa 44 Prozent der deutschen börsennotierten Nicht-Finanzunternehmen ausmachten.

Obwohl börsennotierte Familienunternehmen im Durchschnitt kleiner sind als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen, sind sie im Mittel immerhin für etwa 30 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung des CDAX verantwortlich. Im Kontrast zum rückläufigen Anteil an der Gesamtzahl nimmt der Anteil an der Marktkapitalisierung im Betrachtungszeitraum sogar leicht zu. Dies lässt bereits darauf schließen,

66 Vgl. Achleitner et al. (2009).

dass Familienunternehmen im Durchschnitt einen etwas stärkeren Wertzuwachs im Betrachtungszeitraum verzeichnen als Nicht-Familienunternehmen.

Bei alternativer Verwendung der engeren Definition von Familienunternehmen in Anlehnung an Klein (2000, 2010), den SFI_{mod} , erfüllt fast ein Viertel der Unternehmen die Kriterien für Familienunternehmen. Der zugrunde gelegte Mindestwert von 0,5 für den SFI_{mod} stellt sicher, dass der Familieneinfluss in dieser Unternehmensgruppe erheblich ist. Zudem wird mit dem SFI_{cont} eine kontinuierliche Variable zur Messung des Familieneinflusses verwendet.

Analog zu den Befunden der Vorgängerstudie wird auch für den Zeitraum 2009 bis 2018 deutlich, dass es sich bei börsennotierten Familienunternehmen bezüglich Aktionärsstruktur, Organstruktur, Unternehmensgröße, Unternehmensalter sowie Industriezugehörigkeit um eine sehr heterogene Gruppe handelt.

Während die Gründerfamilien mit im Durchschnitt 24 Prozent des stimmberechtigten Eigenkapitals die bedeutendste Aktionärsgruppe bei den börsennotierten Familienunternehmen stellen, sind dies bei den börsennotierten Nicht-Familienunternehmen strategische Investoren mit 28 Prozent. Die Eigentümerstrukturen sind bemerkenswerterweise für Familien- und Nicht-Familienunternehmen ähnlich konzentriert. Eine Gewichtung der Unternehmensanteile auf Basis der Marktkapitalisierung lässt die Konzentration bei Nicht-Familienunternehmen stark abnehmen. Verglichen mit der Vorgängerstudie über den Zeitraum 1998 bis 2008 ist der erhöhte Anteil von Staatsfonds und institutionellen Anlegern hervorzuheben.

Die Vorstände bei beiden Gruppen sind gleich groß. Zudem ist die Gründerfamilie in durchschnittlich 60 Prozent der Unternehmen noch operativ in die Unternehmensleitung im Rahmen eines Vorstandsmandats involviert. Allerdings zeichnet sich bei Familienunternehmen ein klarer Trend weg vom Gründer als Vorstandsvorsitzenden hin zu einem externen Vorstandsvorsitzenden ab. Die Aufsichtsratsgröße unterscheidet sich dagegen stark. Nicht-Familienunternehmen haben im Median deutlich größere Aufsichtsräte (12 Mitglieder) als Familienunternehmen (6 Mitglieder). In durchschnittlich 45 Prozent nimmt die Familie, teils zusätzlich zu einem Vorstandsmandat, ein Aufsichtsratsmandat wahr.

Darüber hinaus sind Familienunternehmen deutlich kleiner als Nicht-Familienunternehmen – unabhängig davon, ob man Unternehmensgröße anhand der Bilanzsumme, der Umsatzerlöse oder der Anzahl der Beschäftigten misst. Bemerkenswert bei Letzterem ist allerdings, dass die Beschäftigung bei Familienunternehmen im Betrachtungszeitraum 2009 bis 2018 im Median mit 54 Prozent deutlich stärker gewachsen ist als bei Nicht-Familienunternehmen mit 21 Prozent. Dies unterstreicht einmal mehr die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen. Außerdem nehmen Familienunternehmen öfter die Rechtsformen SE und KGaA ein und verfügen über eine höhere Eigenkapitalquote als Nicht-Familienunternehmen.

Familienunternehmen sind zwar in allen Industriebereichen vertreten, konzentrieren sich aber auf bestimmte Industrien. Analog zur Vorgängerstudie zeigt sich auch im aktualisierten Zeitraum ein relativ höherer Anteil der Familienunternehmen im Dienstleistungssektor.

Angesichts der Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen widmet sich der zweite Teil der Studie der Fragestellung, inwieweit es einen Zusammenhang zwischen dieser unterschiedlichen Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance gibt.

Bezüglich der operativen Performance gemessen anhand des Return on Asset zeigt sich, dass Familienunternehmen eine signifikant bessere Performance aufweisen als Nicht-Familienunternehmen. Dabei wird statistisch für die Faktoren Größe, Eigentümerkonzentration, Alter, Risiko, Verschuldungsgrad, Rechnungslegung sowie möglicher fixer Effekte bezüglich der Jahre und Industrien kontrolliert. Diese Outperformance verstärkt sich mit der Zunahme des Familieneinflusses.

Die Ergebnisse für die operative Performance auf Basis des Return on Equity sind etwas schwächer. Unter Verwendung der analogen Kontrollvariablen wird eine signifikante Outperformance der Familienunternehmen gegenüber den Nicht-Familienunternehmen für den Zeitraum von 2009 bis 2018 nur dann festgestellt, wenn mit der engeren SFI_{mod} -Definition gearbeitet wird.

In Bezug auf die operative Performance kann somit festgestellt werden, dass deutsche börsennotierte Familienunternehmen im Zeitraum 2009 bis 2018 signifikant besser als Nicht-Familienunternehmen abschnitten. Dies war für die Periode der Vorgängerstudie 1998 bis 2008 nicht der Fall.

Bezüglich der Kapitalmarktpformance werden sowohl die Marktbewertung (gemessen anhand von Tobin's q) als auch die Entwicklung der Aktienrenditen während des Untersuchungszeitraums betrachtet. Hinsichtlich Tobin's q zeigt sich kein signifikanter Familieneinfluss. Dies entspricht den Befunden der Vorgängerstudie. Ebenso können keine systematischen Unterschiede im Risiko-/Renditeprofil von Familien- und Nicht-Familienunternehmen festgestellt werden.

Bezüglich möglicher Limitationen ist zu erwähnen, dass Timing-Effekte, wie zum Beispiel der Start- und Endpunkt des Untersuchungszeitraums, eine bedeutende Rolle für das Ergebnis der Kapitalmarktpformance-Analyse spielen. Darüber hinaus sind die dargestellten Ergebnisse gegebenenfalls von einer potenziellen Endogenität der Eigentümer- und Organstrukturen geprägt. Die gezeigten Zusammenhänge stellen daher statistische Korrelationen und keine abschließenden, kausalen Effekte dar.

Nichtsdestoweniger bleibt festzuhalten, dass börsennotierten Familienunternehmen am deutschen Kapitalmarkt sowohl zahlenmäßig als auch bezogen auf die Marktkapitalisierung eine hohe Bedeutung zukommt. Die deskriptive Analyse zeigt weiterhin, dass sich Familienunternehmen hinsichtlich der

Corporate-Governance-Strukturen und wesentlicher Unternehmenscharakteristika deutlich voneinander und vor allem auch zu Nicht-Familienunternehmen unterscheiden. Das Wissen um die Existenz und die Merkmale von börsennotierten Familienunternehmen kann letztlich auch für Fragestellungen der Kapitalmarktregulierung oder Gesetzgebung von Bedeutung sein.

Das zusammenfassende Fazit und die daraus abgeleiteten Implikationen werden abschließend in den Tabellen 21 und 22 dargestellt.

Tabelle 21: Fazit

Charakterisierung von FU	<ul style="list-style-type: none"> ■ Familienunternehmen sind am deutschen Kapitalmarkt ein bedeutendes Phänomen. ■ Etwa 40 % aller börsennotierten Unternehmen erfüllen die Definition von FU im weiteren Sinne (nach FFD). Sie repräsentieren etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung, stellen allerdings in sich eine stark heterogene Gruppe dar (siehe auch Beispiele). ■ Bei deutlich mehr als der Hälfte der Familienunternehmen sind Gründerfamilien nicht nur investiert, sondern auch im Vorstand und/oder Aufsichtsrat engagiert. ■ Gründerfamilien repräsentieren in FU den bedeutendsten Aktionärsblock, bei NFU sind dies strategische Investoren.
Operative Performance von FU	<ul style="list-style-type: none"> ■ In der Regressionsanalyse zeichnet sich bzgl. der operativen Performance maße Return on Assets und Return on Equity ein deutlich positiver Familieneinfluss ab (insbesondere bei Verwendung des SFI_{mod}). Es ist allerdings nicht auszuschließen, dass Endogenitätsprobleme (bezogen auf Unternehmenscharakteristika und Ausstieg der Gründerfamilie) eine Rolle spielen bzw. Befunde verzerren.
Kapitalmarktperformance von FU	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kein Hinweis auf einen positiven Familieneinfluss bzgl. Marktbewertung mittels Tobin's q. ■ Keine systematischen Unterschiede im Risiko-/Renditeprofil.

Tabelle 22: Implikationen

Implikationen für die Praxis	<ul style="list-style-type: none">■ Das Wissen um die Bedeutung und Charakteristika von Familienunternehmen kann für Fragestellungen der Kapitalmarktregulierung und der Gesetzgebung relevant sein.■ Die rückläufige Anzahl der börsennotierten Familienunternehmen und das zunehmende Ausscheiden der Gründerfamilien aus der operativen Geschäftsführung impliziert die Notwendigkeit einer Stärkung der öffentlichen Wahrnehmung von Familienunternehmen.■ Zuletzt reflektiert die abnehmende Anzahl der börsennotierten Unternehmen einen zunehmenden Trend zu alternativen Finanzierungsmethoden und eine relativ abnehmende Attraktivität des Börsenganges als Finanzierungsinstrument.
Implikationen für die Wissenschaft	<ul style="list-style-type: none">■ Die sinkende Anzahl der börsennotierten Unternehmen in Deutschland ist ein Phänomen, das wissenschaftlich noch genauer untersucht werden muss.■ Ein weiteres potenzielles Forschungsfeld stellt der Zusammenhang zwischen operativer Performance und Kapitalmarktperformance von Familienunternehmen dar.■ Es gilt zudem, ein tieferes Verständnis der Treiber für die operative Out-performance, insbesondere auch im Hinblick auf die Heterogenität der Familienunternehmen, zu erreichen.

G. Anhang

I. Veränderung der Stichprobe im Zeitverlauf

	▲ 09/10	▲ 10/11	▲ 11/12	▲ 12/13	▲ 13/14	▲ 14/15	▲ 15/16	▲ 16/17	▲ 17/18
Zugänge FU (brutto)									
+ Aufnahme in CDAX	5	5	4	2	3	5	3	3	5
+ Segmentwechsel	1	2	0	0	1	1	1	0	0
+ Wechsel von VZ auf ST	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Abgänge FU (brutto)									
- Insolvenz	2	4	1	10	9	3	1	3	0
- Denotierung	3	2	7	0	5	6	3	0	0
- Segmentwechsel	9	8	3	5	6	4	5	3	4
Erklärte Veränderung FU									
Zugänge	6	7	4	2	4	6	4	3	6
Abgänge	14	14	11	15	20	13	9	6	4
Netto (+/-) Sample Veränderung FU	-8	-7	-7	-13	-16	-7	-5	-3	2
Zugänge NFU (brutto)									
+ Aufnahme in CDAX	4	4	6	4	2	8	6	4	3
+ Segmentwechsel	9	8	3	5	6	4	5	3	4
+ Wechsel von VZ auf ST	0	0	0	1	1	0	0	0	0
Abgänge NFU (brutto)									
- Insolvenz	7	1	2	8	4	2	2	2	8
- Denotierung	15	8	7	11	21	13	5	5	2
- Segmentwechsel	1	2	0	0	1	1	1	0	0
Erklärte Veränderung NFU									
Zugänge	13	12	9	10	9	12	11	7	7
Abgänge	23	11	9	19	26	16	8	7	10
Netto (+/-) Sample Veränderung NFU	-10	1	0	-9	-17	-4	3	0	-3
▲ Netto (+/-)	-18	-6	-7	-22	-33	-11	-2	-3	-1

II. Definition der erklärenden Variablen aus der Regressionsanalyse

Variable	Definition
Familienunternehmen (Dummy)	Variable ist 1, wenn die Gründerfamilie mindestens 25 % der Stimmrechte hält und/oder ein Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand und/oder im Aufsichtsrat sitzt, sonst 0
Modifizierter Substantial Family Influence (SFI_{mod})	Stimmrechtsanteil der Gründerfamilie + Anteil der Familienmitglieder im Vorstand + Anteil der Familienmitglieder im Aufsichtsrat
SFI_{mod} (Dummy)	Variable ist 1, wenn SFI_{mod} mindestens 0,5 beträgt, sonst 0
Return on Assets	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern geteilt durch die Bilanzsumme
Return on Equity	Jahresüberschuss (oder -fehlbetrag) geteilt durch das bilanzielle Eigenkapital
Tobin's q	Gesamtbetrag aus Bilanzsumme und Marktwert des Eigenkapitals minus Buchwert des Eigenkapitals geteilt durch die Bilanzsumme
Eigentümerkonzentration	Kumulierter Anteil der drei größten Blockaktionäre im Unternehmen
Log (Bilanzsumme)	Natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme
Log (Unternehmensalter)	Natürlicher Logarithmus des Unternehmensalters (aktuelles Jahr - Gründungsjahr)
Verschuldungsgrad	Summe der Verbindlichkeiten geteilt durch Bilanzsumme
Rechnungslegung	Variable ist 1, wenn das Unternehmen nach IFRS bilanziert, Variable ist 0 bei Bilanzierung nach HGB
Risiko	Risiko des Unternehmens relativ zum Markt (Betafaktor)
Fixe Effekte für Jahre	Berücksichtigung fixer Effekte über die Jahre der Stichprobe (2009-2018)
Fixe Effekte für Industrien	Berücksichtigung fixer Effekte über die Industrien der Stichprobe basierend auf dem SIC-Code

III. Ökonometrische Verfahren und statistische Begriffe

Problemkreis	Ökonometrisches Verfahren
Schätzmethode	Pooled OLS-Regression zur Schätzung von Variation über Unternehmenscluster und Zeit
Mittelwert	Arithmetisches Mittel, Durchschnitt
Median	Zentralwert einer Verteilung
Heteroskedastizität	Verwendung von Huber-White-Sandwich-Schätzern, die robust gegenüber Heteroskedastizität (Varianz des Fehlerterms nicht konstant) sind
Multikollinearität	Zu starke Korrelation zwischen zwei oder mehreren erklärenden Variablen, daher Test der Variance-Inflation-Factors (VIFs) ⁶⁴
Behandlung von Ausreißern	Zur Analyse der operativen Performancemaße und der Kapitalmarktbeurteilung werden Ausreißer der abhängigen Variablen auf Basis des 1-%-Perzentils winsorisiert, das heißt auf den Grenzwert des 1-%-Perzentils gesetzt
Zweistichproben t-Test	Signifikanztest zur Prüfung, ob die Mittelwerte zweier Grundgesamtheiten auf Basis der Mittelwerte der jeweiligen Stichproben voneinander verschieden sind
Wilcoxon Rangsummentest	Nichtparametrischer Test zur Prüfung, ob die Mediane zweier gepaarter Grundgesamtheiten auf Basis der Mediane der jeweiligen Stichproben voneinander verschieden sind
Standardfehler	Clusterung der Standardfehler zur Berücksichtigung der Zeitstruktur von Daten. Unabhängige Beobachtungen liegen nur über Unternehmenscluster hinweg vor, Beobachtungen innerhalb eines Unternehmensclusters über Zeit sind nicht unabhängig voneinander
Erklärungsgehalt	Messung des Erklärungsgehalts einer Regression anhand des angepassten R^2 . Je höher R^2 , desto besser die Güte der Regression. Übliche R^2 -Werte liegen bei empirischen Studien zur operativen Performance zwischen 0,1 und 0,3
Signifikanzniveau	Unterschiede zwischen Messgrößen oder Variablen heißen signifikant, wenn mit gewisser Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden kann, dass sie durch zufällige Schwankungen zustande gekommen sind. Der zufällige Fehler (Fehler 1. Art), dass die Nullhypothese richtig ist, heißt Irrtumswahrscheinlichkeit. Das Signifikanzniveau gibt eine obere Grenze für den Fehler 1. Art (bzw. diese Irrtumswahrscheinlichkeit) an. Üblicherweise beträgt das akzeptierte Signifikanzniveau in den statistischen Testverfahren 10 %, 5 % oder 1 %. Kennzeichnung des Signifikanzniveaus in dieser Studie durch *(10 %),**(5 %) und ***(1 %)

67 Wie auch in der Vorgängerstudie liegen die VIFs innerhalb der Studie zwischen 1 und 2. Ein Multikollinearitätsproblem liegt daher nicht vor.

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Unternehmensprofil Knorr-Bremse AG	10
Tabelle 2:	Beispiele zur Erläuterung von SFI_{mod} und Founding-Family-Definition.....	13
Tabelle 3:	SIXT SE	35
Tabelle 4:	Rhön-Klinikum AG	36
Tabelle 5:	Bauer AG.....	36
Tabelle 6:	KWS Saat SE.....	37
Tabelle 7:	Axel Springer SE	37
Tabelle 8:	Hornbach AG	38
Tabelle 9:	Zalando SE	38
Tabelle 10:	Jungheinrich AG	39
Tabelle 11:	Schaeffler AG.....	40
Tabelle 12:	Zwischenfazit Kapitel D.....	57
Tabelle 13:	Zusammenfassung deskriptiver Befunde zur operativen Performance.....	64
Tabelle 14:	Deskriptive Statistik der erklärenden Variablen der Regressionen	65
Tabelle 15:	RoA (EBIT), Stichprobe A	67
Tabelle 16:	RoE (Jahresüberschuss), Stichprobe A.....	68
Tabelle 17:	Zusammenfassung deskriptiver Befunde zu Tobin's q.....	71
Tabelle 18:	Tobin's q, Stichprobe A.....	72
Tabelle 19:	Nicht-gewichtete jährliche Renditen.....	75
Tabelle 20:	Gewichtete jährliche Renditen	77
Tabelle 21:	Fazit.....	84
Tabelle 22:	Implikationen	85

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Aufbau der Studie	3
Abbildung 2:	Überblick über wissenschaftlich anerkannte Definitionskonzepte	7
Abbildung 3:	Definitionsbasis der Studie für Founding-Family-Definition	8
Abbildung 4:	Schärfung der Founding-Family-Definition mittels SFI_{mod}	11
Abbildung 5:	Zusammenhang zwischen SFI_{mod} und der Founding-Family-Definition	12
Abbildung 6:	Auswahl der Stichprobe	17
Abbildung 7:	Auswahl der Datenbasis	19
Abbildung 8:	Veränderungen der Stichprobe im Zeitablauf	20
Abbildung 9:	Veränderungen der Stichprobenszusammensetzung von 2008 auf 2009.....	21
Abbildung 10:	Anzahl Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition	26
Abbildung 11:	Anteil Familienunternehmen nach der Founding-Family-Definition	27
Abbildung 12:	Anzahl Familienunternehmen nach dem SFI_{mod}	28
Abbildung 13:	Anteil Familienunternehmen nach dem SFI_{mod}	28
Abbildung 14:	Qualifikationskriterien nach der Founding-Family-Definition	30
Abbildung 15:	Qualifikationskriterien von Familienunternehmen nach dem SFI_{mod}	31
Abbildung 16:	Marktgewichtete Darstellung von Familienunternehmen (absolut).....	32
Abbildung 17:	Marktgewichtete Darstellung von Familienunternehmen (relativ)	33
Abbildung 18:	Anzahl von Familienunternehmen nach Industrien	34
Abbildung 19:	Anteil von Familienunternehmen nach Industrien.....	35
Abbildung 20:	Anzahl von Familienunternehmen nach Industrie (inkl. Vorzugsaktien)	39
Abbildung 21:	Aktionärsstruktur von Familien- und Nicht-Familienunternehmen	42
Abbildung 22:	Eigentümerstruktur von Familien- und Nicht-Familienunternehmen	44
Abbildung 23:	Vorstandsgröße und -struktur.....	46
Abbildung 24:	Aufsichtsratsgröße und -struktur	47
Abbildung 25:	Alter von Familien- und Nicht-Familienunternehmen	49
Abbildung 26:	Rechtsformen von Familien- und Nicht-Familienunternehmen.....	50
Abbildung 27:	Eigenkapitalquote von Familien- und Nicht-Familienunternehmen	51

Abbildung 28:	Unternehmensgröße von Familien- und Nicht-Familienunternehmen.....	52
Abbildung 29:	Beschäftigung Familien- und Nicht-Familienunternehmen	54
Abbildung 30:	Deskriptive Befunde zum Return on Assets	61
Abbildung 31:	Deskriptive Befunde zu Return on Equity	63
Abbildung 32:	Nicht-gewichtete geometrische Renditen	74
Abbildung 33:	Gewichtete geometrische Renditen	76
Abbildung 34:	Volatilität der Aktienrenditen von Familienunternehmen gemäß FFD	78
Abbildung 35:	Volatilität der Aktienrenditen von Nicht-Familienunternehmen gemäß FFD	78
Abbildung 36:	Volatilität der Aktienrenditen von Familienunternehmen gemäß SFI_{mod}	79
Abbildung 37:	Volatilität der Aktienrenditen von Nicht-Familienunternehmen gemäß SFI_{mod}	80

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
CDAX	Composite Deutscher Aktien Index (beinhaltet alle deutschen Unternehmen des Prime Standard und des General Standard)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EK	Eigenkapital
FFD	Founding-Family-Definition
F-PEC	Family Power Experience and Culture
FU	Familienunternehmen
HGB	Handelsgesetzbuch
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering; Börsengang
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
NFU	Nicht-Familienunternehmen
OLS	Ordinary Least Squares
RoA	Return on Assets
RoE	Return on Equity
SE	Societas Europaea
SFI	Substantial Family Influence
SFI _{cont}	kontinuierlicher SFI, welcher den tatsächlich errechneten Wert ausdrückt
SFI _{mod}	modifizierter SFI bezogen auf die Gründerfamilie börsennotierter Familienunternehmen
SIC	Standard Industrial Classification
ST	Stammaktien
VIF	Variance-Inflation-Factor
VZ	Vorzugsaktien
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Kauf, T., Günther, N. und Ampenberger, M. (2009). Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, München: Stiftung Familienunternehmen.
- Adams, R., Almeida, H. und Ferreira, D. (2009): Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance, in: *Journal of Empirical Finance* 16, 136-150.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K. und Kaserer, C. (2009): Capital structure decisions in family firms – Empirical evidence from Germany, 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., Mansi, S. und Reeb, D. (2003): Founding family ownership and the agency cost of debt, in: *Journal of Financial Economics* 68, 263-286.
- Anderson, R. und Reeb, D. (2003a): Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, in: *Journal of Finance* 58, 1301-1328.
- Anderson, R. und Reeb, D. (2003b): Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage, in: *Journal of Law and Economics* 46, 653-680.
- Andres, C. (2008): Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership, in: *Journal of Corporate Finance* 14, 431-445.
- Andres, C. (2011): Family ownership, financing constraints and investment decisions, in: *Applied Financial Economics*, 21 (2), p. 1641-1659.
- Astrachan, J., Klein, S. und Smyrnios, K. (2002): The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem, in: *Family Business Review* 15, 45-48.
- Azila-Gbetteor, E. M., Honyenuga, B. Q., Berent-Braun, M. M. und Kil, A. (2018). Structural aspects of corporate governance and family firm performance: a systematic review. *Journal of Family Business Management* 8 (3), 306-330.
- 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, 689-723.
- Claessens, S., Djankov, S. und Lang, L.H.P. (2000): The separation of ownership and control in East Asian corporations, in: *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. und Lang, L.H.P. (2002): Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, in: *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Cornett, M., Marcus, A. und Tehranian, H. (2008): Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management, in: *Journal of Financial Economics* 87, 357-373.

- Cronqvist, H. und Nilsson, M. (2003): Agency costs of controlling minority shareholders, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 695-719.
- Demsetz, H. und Lehn, K. (1985): The Structure of corporate ownership: Causes and consequences, in: *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Dittmann, I. und Ulbricht, N. (2008): Timing and wealth effects of German dual class stock unifications, in: *European Financial Management* 14, 163-196.
- Ehrhardt, O., Nowak, E. und Weber, F.-M. (2006): Running in the family – the evolution of ownership, control, and performance in German family-owned firms, 1903-2003, Swiss Finance Institute Working Paper.
- Fama, E. und French, K. (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds, in: *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, E. und French, K. (1996): Multifactor-explanations of asset pricing anomalies, in: *Journal of Finance* 51, 55-84.
- Fama, E. und French, K. (1998): Value versus growth: The international evidence, in: *Journal of Finance* 53, 1975-1999.
- Faccio, M. und Lang, L. (2002): The ultimate ownership of Western European corporations, in: *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Fahlenbrach R. (2009): Founder CEOs, investment decisions and stock market performance, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44, 439-466.
- Favero, C., Giglio, C., Honorati, M. und Panuzi, F. (2006): The performance of Italian family firms, ECGI-Working Paper 127/2006.
- Flören, R. H. (2002): *Crown Princes in the Clay: An Empirical Study on the Tackling of Succession Challenges in Dutch Family Farms*. Dissertation: Universiteit Nyenrode.
- Franks, J., Mayer, C., Volpin, P. und Wagner, H. (2009): The life cycle of family ownership: A comparative study of France, Germany, Italy and the U.K., AFA 2009 San Francisco Meetings Paper; EFA 2009 Bergen Meetings Paper.
- Gottschalk, S., Lubczyk, M., Hauer, A. und Keese, D. (2019): *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*: München: Stiftung Familienunternehmen.
- Himmelberg, C., Hubbard, R. und Palia, D. (1999): Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, in: *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Jaskiewicz, P. (2006): *Performance-Studie börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland, Frankreich und Spanien*, Dissertation European Business School (ebs).
- Kaserer, C. und Moldenhauer, B. (2008): Insider Ownership and Corporate Performance – New Evidence from Germany, in: *Review of Managerial Science* 2, 1-35.

- Kappes, I. und Schmid, T. (2013): The Effect of Family Governance on Corporate Time Horizons, in: *Corporate Governance: An International Review* 21 (6), 547-566.
- Klein, S. (2000): Family businesses in Germany – significance and structure, in: *Family Business Review* 13, 157-183.
- Klein, S. (2010): *Familienunternehmen*, EUL Verlag, Lohmar.
- Klein, S., Astrachan, J. und Smyrnios, K. (2005): The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory, in: *Entrepreneurship Theory & Practice* 29, 321-339.
- Klerk, E., Kersley, R. und O’Sullivan, M. (2018): *The CS Family 1000 in 2018*, Zurich, Credit Suisse AG Research Institute.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. und Shleifer, A. (1999): Corporate ownership around the world, in: *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Leiber, M. K. (2008): *Performance-Studie deutscher Familienunternehmen*, Dissertation Universität Augsburg.
- Maury, B. (2006): Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, in: *Journal of Corporate Finance* 12, 321-341.
- 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), 829–858.
- Nenova, T. (2003): The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, in: *Journal of Financial Economics* 68, 325-351.
- 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 13-2008, Technische Universität München.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C. und Achleitner, A.-K. (2014): Family Firm Heterogeneity and Corporate Policy: Evidence from Diversification Decisions, in: *Corporate Governance: An International Review* 23 (3), 285-302.
- Schmid, T., Achleitner, A.-K., Ampenberger, M. und Kaserer, C. (2014): Family firms and R&D behavior – New evidence from a large-scale survey, in: *Research Policy* 43, 233-244.
- 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, 709-751.
- Villalonga, B. und Amit, R. (2006): How do family management, ownership and control affect firm value?, in: *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Villalonga, B. und Amit, R. (2008): How are U.S. family firms controlled, in: *Review of Financial Studies* 22, 3047-3091.

Zingales, L. (1994): The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience, in:
Review of Financial Studies 7 (1), 125-148.

Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50

D-80538 München

Telefon + 49 (0) 89 / 12 76 400 02

Telefax + 49 (0) 89 / 12 76 400 09

E-Mail info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

Preis: 19,90 €

ISBN: 978-3-942467-71-1