

65. Deutscher Betriebswirtschafter-Tag



Wertorientierte Steuerung und Bewertung von Familienunternehmen

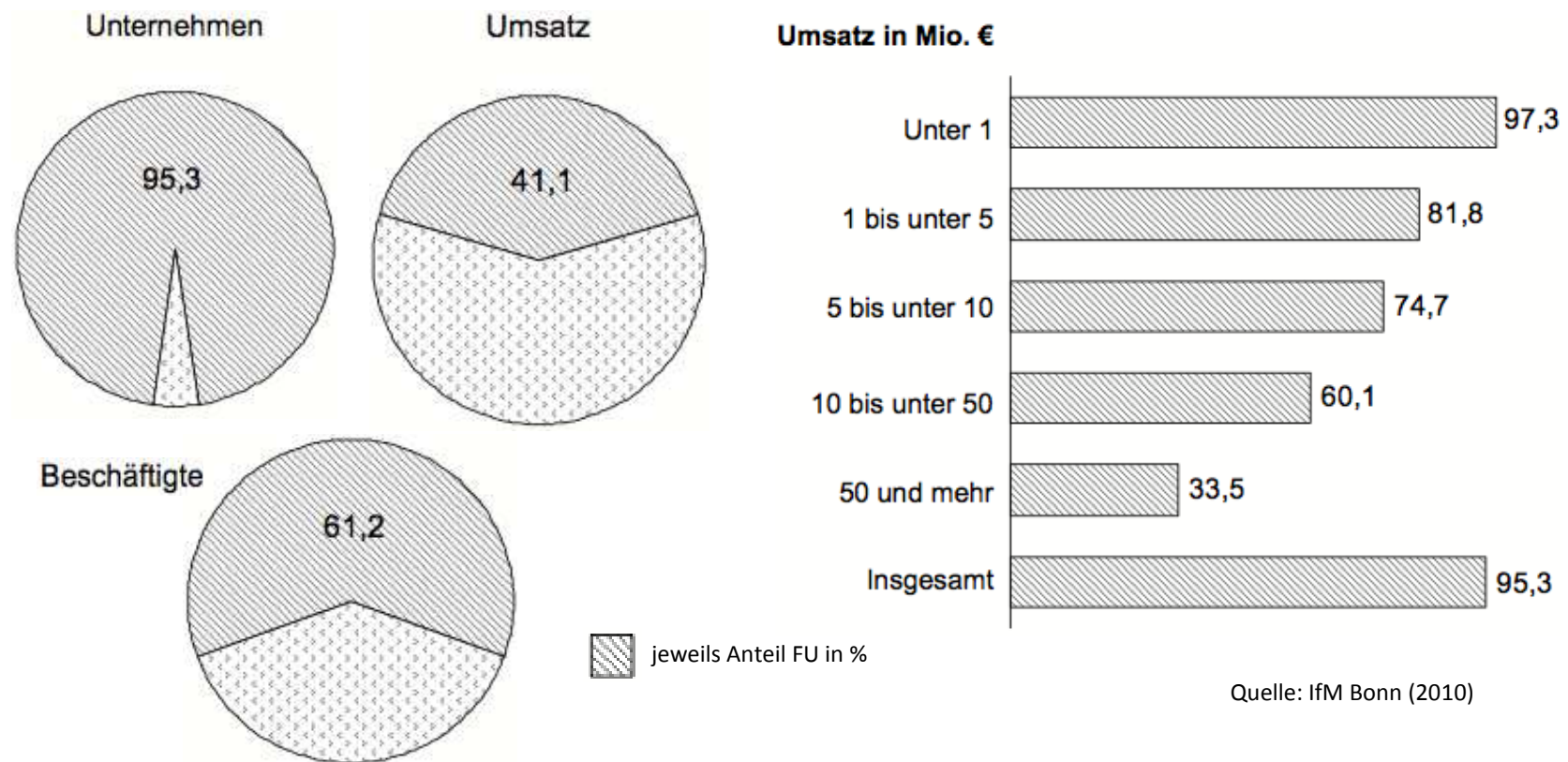
Prof. Dr. Christian Andres

Frankfurt am Main, 22. September 2011

Excellence in
Management
Education

Bedeutung von Familienunternehmen

- Hohe gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen



Quelle: IfM Bonn (2010)

Potentielle Vorteile

- Hoher (gewöhnlich kaum diversifizierter) Familienanteil erhöht Anreize zu aktivem Monitoring (Demsetz, Lehn 1985)
- Kenntnis spezieller betriebs- oder branchenspezifischer Technologien
- Längerer Investitionshorizont erhöht Effizienz (Stein 1988, 1989)
- Reputation der Familie gegenüber externen Stakeholdern (Anderson et al. 2003)

Potentielle Nachteile

- Kombination von Eigentum & Verfügungsgewalt kann zu unvorteilhaften Investitionsentscheidungen führen (Fama, Jensen 1985)
- Besetzung von Führungspositionen häufig durch Familienmitglieder
- Gründer könnte aktiv bleiben, obwohl sie/er nicht mehr kompetent ist (Shleifer, Vishny 1997)
- Hohe Eigentumsanteile reduzieren die Wahrscheinlichkeit eines Gebots durch Externe (Barclay, Holderness 1989)

Familienunternehmen - Begriffsdefinition

- In der wissenschaftlichen Literatur existiert keine einheitliche Definition des „Familienunternehmens“

- USA/Kanada:

Anderson, Reeb (JF 2003): Gründerfamilie hält Eigenkapitalanteil oder Familienmitglied hat Sitz im Verwaltungsrat inne

Villalonga, Amit (JFE 2006): Gründer oder Familienmitglied ist leitender Angestellter, Verwaltungsratsmitglied oder Aktionär (alternative Definition mit 5 bzw. 20% EK)

- Kontinentaleuropa:

Barontini, Caprio (EFM 2006): Familie hält mind. 10% des Aktienkapitals

Sraer, Thesmar (JEEA 2007): Familie hält mind. 20% des Aktienkapitals

Andres (JCF 2008): Gründer oder Familienmitglied hält mind. 25% des stimmberechtigten EK oder (wenn geringer) ist Vorstands- / Aufsichtsratsmitglied

Familienunternehmen in D – Deskriptive Statistiken

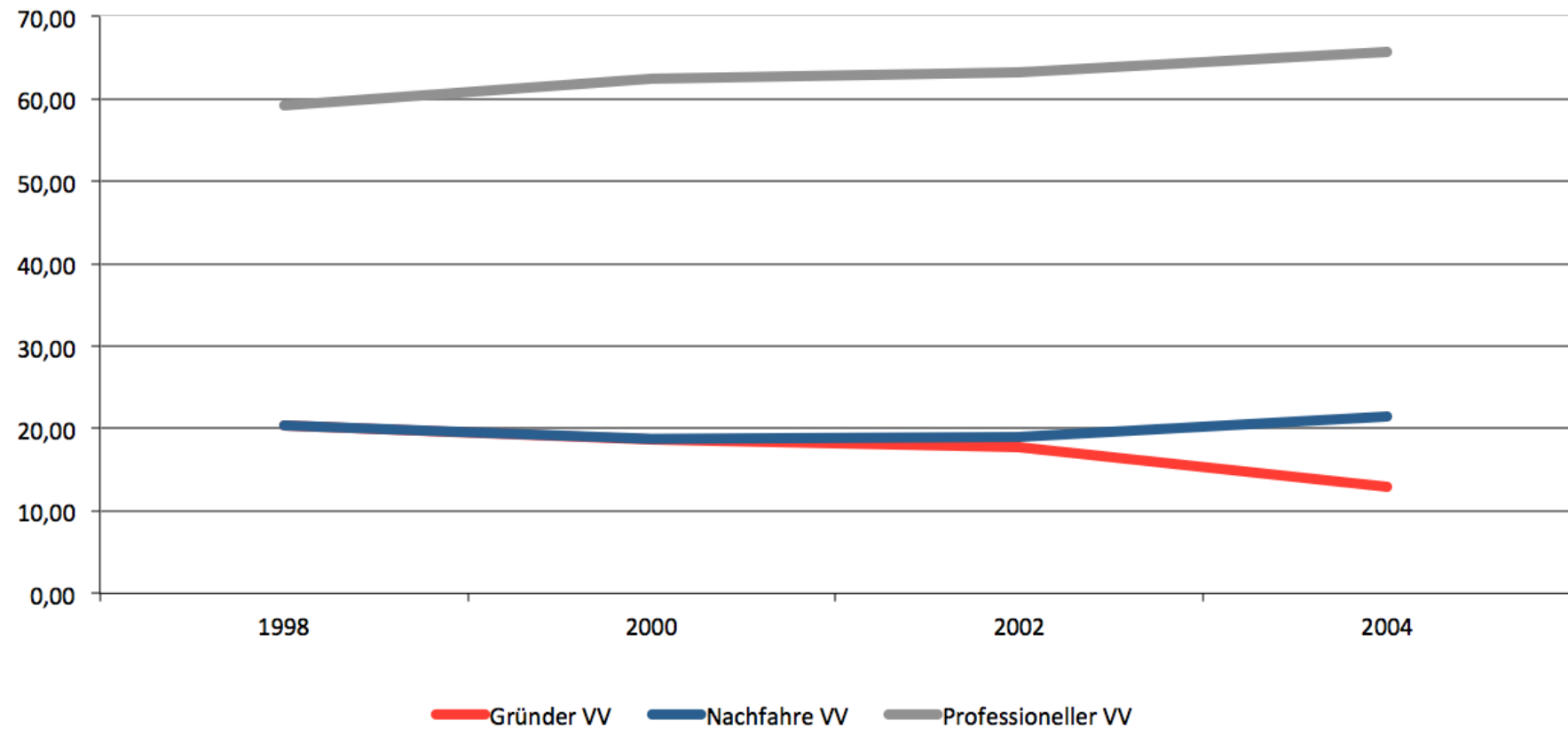
- Studie (Andres 2008) börsennotierter deutscher Unternehmen über den Zeitraum von 1998 – 2004 (Amtlicher Handel, ca. 300 Unternehmen)
- Ca. ein Drittel aller börsennotieren Unternehmen Familienunternehmen
- Familienunternehmen sind im Durchschnitt
 - signifikant kleiner und jünger
 - weisen eine signifikant höhere Fremdkapitalquote auf
 - schütten einen höheren Anteil des Jahresüberschusses (und des Cash Flows) als Dividende aus
- Familienbesitz scheint über Generationen stabil zu sein

Generation	Anzahl Unternehmen	Durchschnittl. Familienanteil
Gründer	39	61,97%
2. Generation	20	65,36%
>2. Generation	44	62,83%
Insgesamt	103	63,00%

Quelle: Andres (2008)

Familienunternehmen in D – Deskriptive Statistiken

- Ca. zwei Drittel der Unternehmen werden von familienfremden Managern geführt



Quelle: Andres (2008)

Performance von Familienunternehmen

Studie	Ergebnisse
Anderson, Reeb (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • FU weisen sowohl auf der Basis von Buchwerten als auch auf Marktwertbasis eine bessere Performance als Nicht-FU auf • Nichtlinearer Einfluss der Eigentümerkonzentration; Performance besser, wenn Familienmitglied CEO
Villalonga, Amit (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • FU weisen bessere Performance auf • Ergebnis hat nur dann Bestand, wenn Gründer als CEO aktiv ist oder Gründer Chairman mit einem professionellen CEO ist - ist ein Nachfahre CEO, so wird Unternehmenswert reduziert
Barontini, Caprio (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • Bewertung durch den Kapitalmarkt und operative Performance bei FU signifikant höher • Dieses Ergebnis hängt von der Rolle der Familie ab: positiver Effekt solange Gründer aktiv ist und wenn Nachfahren eine passive Rolle im Verwaltungsrat übernehmen
Sraer, Thesmar (2007)	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichbare Ergebnisse hinsichtlich der Unternehmensperformance • Kommen zu dem (überraschenden) Ergebnis, dass Performance auch dann höher ist, wenn Nachfahre aktive Managementrolle übernimmt
Morck et al. (2000)	<ul style="list-style-type: none"> • Durch Nachfahren kontrollierte FU weisen eine niedrigere Performance auf und sind durch niedrigere Ausgaben für F&E gekennzeichnet • Autoren beziehen Ergebnisse auf den institutionellen Kontext ("the Canadian disease")

Performance von Familienunternehmen

- Ergebnisse zum deutschen Kapitalmarkt weisen in eine ähnliche Richtung

	Return on Assets(EBITDA)		Return on Assets(EBIT)		Tobin's q	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Family firm	0.043 (3.09)***		0.045 (3.54)***		0.618 (1.70)*	
Founder CEO		0.065 (2.03)**		0.069 (2.13)**		3.186 (3.02)***
Descendant CEO		0.039 (2.71)***		0.040 (3.11)***		0.031 (0.04)
Professional CEO		0.040 (3.02)***		0.042 (3.56)***		0.341 (0.70)

- Rolle der Familie hat entscheidenden Einfluss

	Return on Assets(EBITDA)		Return on Assets(EBIT)		Tobin's q	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Family blockholder	0.033 (1.98)**		0.032 (2.04)**		0.970 (2.36)**	
Family representation		0.035 (2.48)**		0.034 (2.54)**		0.874 (2.04)**
No family representation		0.020 (0.87)		0.014 (0.67)		0.716 (2.52)**
Government blockholder	-0.074 (-3.02)***	-0.075 (-3.07)***	-0.082 (-3.86)***	-0.084 (-3.94)***	1.288 (1.83)*	1.342 (1.31)
Financial blockholder	-0.025 (-1.30)	-0.025 (-1.29)	-0.032 (-2.01)**	-0.032 (-1.99)**	0.044 (0.07)	0.032 (0.04)
Strategic blockholder	-0.019 (-1.27)	-0.019 (-1.28)	-0.023 (-1.73)*	-0.024 (-1.76)*	0.845 (1.87)*	0.858 (1.97)**
Individual blockholder	0.002 (0.04)	0.002 (0.04)	-0.008 (-0.19)	-0.007 (-0.18)	0.038 (0.04)	0.020 (0.02)
Other blockholder	-0.013 (-0.58)	-0.012 (-0.54)	-0.008 (-0.39)	-0.007 (-0.33)	0.677 (1.22)	0.629 (0.56)
Control-enhancing mechanisms	-0.023 (-1.90)*	-0.021 (-1.78)*	-0.027 (-2.50)**	-0.025 (-2.33)**	-0.416 (-0.72)	-0.520 (-1.25)

Quelle: Andres (2008)

Performance von Familienunternehmen

Welche Faktoren haben einen entscheidenden Einfluss auf Profitabilität und Bewertung von Familienunternehmen?

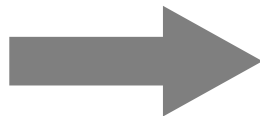
- Rolle des Gründers bzw. der Familie
 - Gründereffekt
 - Repräsentanz der Familie im Aufsichtsorgan
 - Besetzung der Position des CEO
- Nichtlinearer Einfluss der Eigentümerkonzentration („Entrenchment“)
- Organisationsstrukturen, welche das „one-share-one-vote“-Prinzip aufweichen
 - Pyramidale Eigentumsstrukturen
 - Unterschiedliche Aktiengattungen

Aber: Aus welchem Grund sind Familienunternehmen profitabler?

Familienunternehmen & Finanzierungsrestriktionen

1. Investitionspolitik

- Familien sind auf stabile Dividendenzahlungen als primäre Einkommensquelle angewiesen
- Familien fürchten Kontrollverlust
- Familienunternehmen sind meist kleiner und jünger
- Familien verfolgen Strategien zur Risikoreduktion



Sämtliche Quellen der Außenfinanzierung beinhalten mögliche Nachteile für den Kontrollaktionär

Investitionsentscheidungen könnten mit der Verfügbarkeit intern generierter Cash Flows zusammenhängen

Überlegungen stehen offensichtlich im Widerspruch zu überdurchschnittlicher Unternehmensperformance

Familienunternehmen & Finanzierungsrestriktionen

- Andres (AFE 2011) liefert empirische Evidenz
- Analyse von Investment-Cash Flow Sensitivitäten nach Fazzari et al. (1988)

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_{CF} \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_{MB} \left(\frac{M}{B}\right)_{i,t-1} + u_{it}$$

- Konsistent niedrigere Investment-Cash Flow Sensitivitäten bei Familienunternehmen
- Investitionsverhalten zeigt höhere Sensitivität gegenüber Investitionsaussichten (approximiert durch Tobin's q)
- Evidenz für Gründereffekt
- Ergebnisse deuten auf niedrigere Agency-Kosten bzw. Informationsasymmetrien hin

Familienunternehmen & Fremdkapitalkosten

2. Fremdkapitalkosten

- Auf Basis agency-theoretischer Überlegungen Interessenskonflikte zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern (Jensen, Meckling 1976); Anreiz zum „Asset Substitution“
 - Aktionäre mit hohen und kaum diversifizierten EK-Anteilen haben jedoch eine andere Anreizstruktur als diversifizierte Kleinaktionäre (Shleifer, Vishny 1997)
 - Familien haben langfristigen Investitionshorizont und fürchten Kontrollverluste, sind daher auf Fremdkapitalfinanzierung angewiesen
- Anreiz, Agency-Konflikte mit Fremdkapitalgebern zu minimieren

Familienunternehmen & Fremdkapitalkosten

- Anderson et al. (JFE 2003) untersuchen den Einfluss von Gründerfamilien auf die Fremdkapitalkosten

$$\begin{aligned}
 \text{Spread}_{i,t} = & A_0 + A_1(\text{FamFirm}_{i,t}) + A_2(\text{Duration}_{i,t}) + A_3(\text{Credit}_{i,t}) + A_4(\text{Size}_{i,t}) + A_5(\text{Age}_{i,t}) \\
 & + A_6(\text{Leverage}_{i,t}) + A_7(\text{Risk}_{i,t}) + A_8(\text{Perform}_{it}) + A_9(\text{Time_Dum}_{,t}) + A_{10}(\text{Ind_Dum}_{it})\varepsilon.
 \end{aligned}$$

- Fremdkapitalkosten für Familienunternehmen um etwa 32 Basispunkte niedriger
- Ebenfalls Evidenz für Gründereffekt
- Wenn Nachfahren die Rolle des CEO einnehmen höhere Fremdkapitalkosten verglichen mit Familienunternehmen in denen ein professioneller Manager CEO ist
- Autoren schließen daraus, dass Familienbesitz Anreizstrukturen induziert, die zu vergleichsweise geringen Agency-Konflikten zwischen EK- und FK-Gebern führen

Familienunternehmen & Implizite Verträge

3. Implizite Verträge

- Um firmenspezifische Investitionen zu fördern sind langfristige Verträge zwischen Aktionären und anderen Stakeholdern nötig (Williamson 1979)
- Da vollständige Verträge nicht möglich sind stellen implizite Verträge eine wünschenswerte Lösung dar
- Unternehmen können jedoch Anreize zur Nachverhandlung haben und sind daher unter Umständen nicht glaubwürdig
- Aufgrund des langfristigen Engagements besteht für Familien(unternehmen) die Möglichkeit, das Vertrauen anderer Stakeholder zu gewinnen und ggf. die Vorteile impliziter Verträge zu realisieren

→ Einfluss auf das Verhältnis zu Arbeitnehmern?

Familienunternehmen & Arbeitnehmer

- Sraer und Thesmar (JEEA 2007) untersuchen Produktivität und Löhne in Familienunternehmen
 - Ergebnisse deuten darauf hin, dass Produktivität in vom Gründer geführten Unternehmen höher ist
 - Löhne sind in Familienunternehmen, die von Nachfahren oder professionellen Managern geführt werden niedriger
 - Ergebnisse sind nicht durch niedriger qualifizierte Arbeitnehmer zu erklären
 - Familienunternehmen weisen eine niedrigere Sensitivität des Beschäftigungsniveaus gegenüber Schocks auf (Effekt am stärksten ausgeprägt wenn Nachfahren als CEO aktiv sind)
- „Versicherungseffekt“ für Arbeitnehmer

- Familienunternehmen weisen unter bestimmten Bedingungen bessere Performance als Nicht-Familienunternehmen auf
 - Gründereffekt
 - Familieneinfluss in Organen
 - Adverse Anreize bei Auseinanderfallen von „one-share-one-vote“
- Familienunternehmen scheinen nicht stärker unter Finanzierungsrestriktionen zu leiden als vergleichbare Nicht-Familienunternehmen
- Niedrigere Fremdkapitalkosten → Zugang zu FK-Märkten
- Beschäftigung in Familienunternehmen weniger sensitiv gegenüber Schocks; dadurch „Versicherungseffekt“