

Maximilian Ph. Müller

Die Messung der langfristigen
Entwicklung von Akquisitionen
durch Familienunternehmen

– Monographie –

Verlag

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	v
Inhaltsverzeichnis	vii
Abbildungsverzeichnis	xi
Tabellenverzeichnis	xv
1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.1 Familienunternehmen und Akquisitionen - ein Erfolgsmodell?	1
1.2 Zielsetzung und Neuigkeitsgehalt der Arbeit	3
1.3 Vorgehen im Literatur-Review-Prozess	6
1.4 Gang der Untersuchung	8
Abkürzungsverzeichnis	1
2 Grundlagen der Forschung über Familienunternehmen	11
2.1 Problematik der Definition von Familienunternehmen	11
2.2 Volkswirtschaftliche Relevanz von Familienunternehmen	28
2.3 Zwischenfazit	31
3 Theorie und Marktentwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen	33
3.1 Begrifflichkeiten und definitorische Abgrenzung	33
3.2 Transaktionsanlässe und Motive von Familienunternehmen aus Käufersicht	36
3.3 M&A – Ein prozessorientierter Ansatz	43
3.4 Entwicklung des M&A-Marktes	50
3.5 Relevante theoretische Erklärungsansätze für die Familienunternehmensforschung	63
3.6 Zusammenfassung	93

4	Performance-Messung von Familienunternehmen – Stand der Forschung	95
4.1	Erfolg im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen	95
4.2	Empirische Performance-Studien	96
4.3	Methodische Verfahren zur Messung des M&A-Erfolgs	109
4.4	Zusammenfassung und Forschungsbedarf	143
5	Datengrundlage und Methodik der Untersuchung	145
5.1	Ziel der Untersuchung	145
5.2	Beschreibung der Datengrundlagen	148
5.3	Indikatoren der Erfolgsmessung	165
5.4	Angewandte Methodik und Vorgehensweise	169
5.5	Zwischenergebnis	184
6	Empirische Auswertung der langfristigen Entwicklung von Familienunternehmen	185
6.1	Voruntersuchung der Datensätze	185
6.2	Deskriptive Stichprobenanalyse	188
6.3	Erfolgsanalyse – Multivariate Auswertung der Ergebnisse	204
6.4	Empirische Auswertung der verbundenen Stichprobe	246
6.5	Abschließende Betrachtung der Ergebnisse	249
7	Zusammenfassung und Beurteilung der Ergebnisse	255
7.1	Analyseergebnisse und ihr spezifischer Beitrag	255
7.2	Einschränkungen der Arbeit und Ausblick	260
7.3	Fazit der Arbeit	263
	Literaturverzeichnis	265

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	v
Inhaltsverzeichnis	vii
Abbildungsverzeichnis	xi
Tabellenverzeichnis	xv
1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.1 Familienunternehmen und Akquisitionen - ein Erfolgsmodell?	1
1.2 Zielsetzung und Neuigkeitsgehalt der Arbeit	3
1.3 Vorgehen im Literatur-Review-Prozess	6
1.4 Gang der Untersuchung	8
Abkürzungsverzeichnis	1
2 Grundlagen der Forschung über Familienunternehmen	11
2.1 Problematik der Definition von Familienunternehmen	11
2.1.1 Unbestimmtheit der Begriffsverwendung	11
2.1.2 Theoretische Definition des Begriffs	13
2.1.2.1 Darstellung theoretischer Definitionsansätze	13
2.1.2.2 Interaktion der theoretischen Definitionsansätze ..	17
2.1.3 Operationalisierung in empirischen Studien	19
2.1.3.1 Operationalisierung des Definitionsdilemmas	20
2.1.3.2 Systematisierung der Einzelsysteme	22
2.1.3.3 Mehrstufige Modularisierung	23
2.1.4 Angewandte Definition in der vorliegenden Studien	25
2.2 Volkswirtschaftliche Relevanz von Familienunternehmen	28
2.3 Zwischenfazit	31

3	Theorie und Marktentwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen	33
3.1	Begrifflichkeiten und definitorische Abgrenzung	33
3.1.1	Beschreibung des Begriffs M&A	33
3.1.2	Definition von M&A im Kontext dieser Arbeit	35
3.2	Transaktionsanlässe und Motive von Familienunternehmen aus Käufersicht	36
3.2.1	Gesamtwirtschaftliche Transaktionsanlässe	37
3.2.2	Einzelwirtschaftliche Transaktionsanlässe	38
3.3	M&A – Ein prozessorientierter Ansatz	43
3.4	Entwicklung des M&A-Marktes	50
3.4.1	Phänomen Mergerwellen – Eine historische Betrachtung ...	51
3.4.2	Europäische Entwicklung des M&A-Marktes	53
3.4.3	Der deutsche Markt für Unternehmensübernahmen	57
3.4.4	Zusammenfassung	63
3.5	Relevante theoretische Erklärungsansätze für die Familienunternehmensforschung	63
3.5.1	Fehlender einheitlicher Ordnungsrahmen bei Familienunternehmen	64
3.5.2	Erklärungsansatz der Neuen Institutionenökonomik	69
3.5.2.1	Grundlagen der Agency-Theorie	69
3.5.2.2	Relevanz der Agency-Theorie für Familienunternehmen	72
3.5.2.3	Relevanz der Agency-Theorie in Bezug auf Mergers & Acquisitions	77
3.5.3	Erklärungsansatz der Strategieforschung	80
3.5.3.1	Grundlagen des ressourcenbasierten Ansatzes ...	81
3.5.3.2	Relevanz des RBA für Familienunternehmen	86
3.5.3.3	Relevanz des RBA in Bezug auf Mergers & Acquisitions	90
3.6	Zusammenfassung	93
4	Performance-Messung von Familienunternehmen – Stand der Forschung	95
4.1	Erfolg im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen	95
4.2	Empirische Performance-Studien	96
4.2.1	Eingrenzung der betrachteten Studien	97
4.2.2	Systematisierung der analysierten Studien	98
4.3	Methodische Verfahren zur Messung des M&A-Erfolgs	109
4.3.1	Kapitalmarktorientierte Performance-Forschung	110
4.3.1.1	Event-Study Studien	111
4.3.1.2	Modelle zur Bestimmung der abnormalen Rendite	112
4.3.1.3	Beurteilung des Forschungsansatzes	114
4.3.1.4	Ergebnisse kapitalmarktorientierter Studien	115
4.3.2	Jahresabschlussorientierte Performance-Forschung	122

4.3.2.1	Darstellung der Methodik	122
4.3.2.2	Beurteilung des Forschungsansatzes	125
4.3.2.3	Ergebnisse jahresabschlussorientierter Studien	127
4.3.3	Erfolgsbeurteilung anhand von Befragungen	134
4.3.3.1	Forschungsansatz	134
4.3.3.2	Beurteilung des Forschungsansatzes	135
4.3.3.3	Ergebnisse durch Studien anhand von Befragungen	136
4.3.4	Beurteilung der Forschungsansätze	140
4.4	Zusammenfassung und Forschungsbedarf	143
5	Datengrundlage und Methodik der Untersuchung	145
5.1	Ziel der Untersuchung	145
5.2	Beschreibung der Datengrundlagen	148
5.2.1	Datensatz Familienunternehmen	148
5.2.1.1	Bestimmung des Datensatzes	148
5.2.1.2	Charakteristika betrachteter Familienunternehmen	156
5.2.2	Datensatz vergleichbare Unternehmen	162
5.2.2.1	Definition der Peer-Group	162
5.2.2.2	Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen	163
5.3	Indikatoren der Erfolgsmessung	165
5.4	Angewandte Methodik und Vorgehensweise	169
5.4.1	Untersuchung mittels Multivariater Analysemethoden	171
5.4.1.1	GLM - Multivariates Untersuchungsdesign	171
5.4.1.2	GLM - Univariates Untersuchungsdesign	175
5.4.1.3	Analyse der Kontrastwerte	179
5.4.1.4	Prüfung des Erklärungswertes	180
5.4.2	Untersuchung anhand einer verbundenen Stichprobe	182
5.5	Zwischenergebnis	184
6	Empirische Auswertung der langfristigen Entwicklung von Familienunternehmen	185
6.1	Voruntersuchung der Datensätze	185
6.2	Deskriptive Stichprobenanalyse	188
6.2.1	Datensatz Familienunternehmen	189
6.2.2	Datensatz Vergleichbare Unternehmen	195
6.2.3	Verknüpfung Familienunternehmen in Relation zur Peer-Group	199
6.3	Erfolgsanalyse – Multivariate Auswertung der Ergebnisse	204
6.3.1	Ex ante/ ex post-Vergleich des Datensatzes	204
6.3.1.1	GLM - MANOVA	204
6.3.1.2	GLM - Univariate Untersuchungen	206
6.3.1.3	Kontraste	210
6.3.1.4	Interpretation	215
6.3.1.5	Zwischenergebnis	223
6.3.2	Komparative Objektanalyse	224

6.3.2.1	GLM - MANOVA	225
6.3.2.2	GLM - Univariate Untersuchungen	226
6.3.2.3	Kontraste	231
6.3.2.4	Interpretation	234
6.3.2.5	Zwischenergebnis	242
6.3.3	Performancesimulation durch Indikatorenpermutation	243
6.4	Empirische Auswertung der verbundenen Stichprobe	246
6.5	Abschließende Betrachtung der Ergebnisse	249
7	Zusammenfassung und Beurteilung der Ergebnisse	255
7.1	Analyseergebnisse und ihr spezifischer Beitrag	255
7.1.1	Resümee	255
7.1.2	Spezifischer wissenschaftlicher Beitrag	257
7.1.3	Bedeutung für die Praxis	258
7.2	Einschränkungen der Arbeit und Ausblick	260
7.3	Fazit der Arbeit	263
	Literaturverzeichnis	265

Abbildungsverzeichnis

1	Vorgehensweise im Literatur Review-Prozess	8
2	Konzeptionelle Gliederung der Arbeit	10
3	Übersicht Definitionsansätze	17
4	Konzeptionelle Abgrenzung der Definitionsansätze	19
5	Integrative Sicht der gewählten Forschungsdefinition	26
6	Übersicht des M&A-Prozess	44
7	Historische Entwicklung der Anzahl von M&A	52
8	Entwicklung des europäischen M&A-Marktes	54
9	Kaufpreisentwicklung nach Anzahl der Transaktionen	55
10	Wachstum des europäischen M&A-Markte	56
11	Entwicklung des deutschen M&A-Marktes	58
12	Übersicht Transaktionsvolumina in Deutschland	59
13	Übersicht Zahlungsmodalitäten Deutschland	60
14	Übersicht Besserungsscheine Deutschland	61
15	Übersicht Besserungsscheine Grossbritannien	62
16	Analysierter Studien nach Performance-Art und Performance-Metrik	102
17	Analysierte Studien nach geographischem Fokus und Performance-Metrik	104
18	Idealtypen empirischer Untersuchungen sowie verwendete Erfolgskriterien	110
19	Beurteilung der analysierten Forschungsansätze	143
20	Beobachtungszeitraum der vorliegenden empirischen Studie	152
21	Herleitung des finalen Datensatzes	155
22	Chronologie der Leitindizes DAX, Dow Jones, BIP und Anzahl Transaktionen	157

23	Übersicht Transaktionen nach Branchenzugehörigkeit	159
24	Veranschaulichung des Untersuchungsdesign	170
25	Korrelationsmatrix für den Datensatz Familienunternehmen	178

Tabellenverzeichnis

1	Übersicht empirischer Definitionen des Begriffs Familienunternehmen	21
2	Die 25 meistzitierten Artikel in der Familienunternehmensforschung	66
3	Zentrale Artikel der AT in der Familienunternehmensforschung	74
4	Zentrale Artikel des RBV in der Familienunternehmensforschung . . .	87
5	Übersicht untersuchter empirischer Performance-Studien	101
6	Übersicht ausgewerteter Performance-Studien nach Zeitraum	106
7	Ergebnisse ausgewerteter kapitalmarktorientierter Performance-Studien	120
8	Ergebnisse ausgewerteter jahresabschlussorientierter Performance-Studien	133
9	Deskriptive Analyse der Jahresabschlussinformationen der untersuchten Familienunternehmen	160
10	Gegenüberstellung der methodische Vorgehensweise im GLM	176
11	Klassifikation der Effektgrößen im GLM	182
12	„Mauchly-Test of Sphericity“ für den Datensatz der Familienunternehmen	187
13	„Mauchly-Test of Sphericity“ für den Datensatz der Familienunternehmen in Relation zur Branche	188
14	Deskriptive Statistik für den Datensatz Familienunternehmen	193
15	Deskriptive Statistik für den Datensatz der Vergleichsunternehmen . .	197
16	Deskriptive Statistik für den Datensatz Familienunternehmen in Relation zur Peer-Group	202
17	Multivariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen	205

18	Univariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen	208
19	Test der Innersubjektkontraste für den Datensatz Familienunternehmen	213
20	Umsatzwachstum Datensatz Familienunternehmen im Zeitablauf ...	215
21	Entwicklung der EBITDA-Marge des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf	217
22	Entwicklung der EBIT-Marge des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf	218
23	Entwicklung der FCF-Rendite des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf	219
24	Entwicklung des NetDebt/ EBITDA des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf	220
25	Entwicklung des EBIT/ Bilanzsumme des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf	221
26	Entwicklung ROCE des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf	222
27	Multivariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	225
28	Univariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	230
29	Test der Innersubjektkontraste für den Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	233
30	Umsatzwachstum Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	235
31	Entwicklung EBITDA-Marge Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	236
32	Entwicklung EBIT-Marge Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	237
33	Entwicklung FCF-Rendite Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	239
34	Entwicklung NetDebt/ EBITDA Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	240
35	Entwicklung EBIT/ Bilanzsumme Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	241

36	Entwicklung ROCE Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	242
37	Indikatorenpermutation Datensatz Familienunternehmen	245
38	Indikatorenpermutation Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich	246
39	Empirische Auswertung der gepaarten Stichprobe im Selbst- und im Branchenvergleich	247

Abkürzungsverzeichnis

A

Abb.	Abbildung
AccPerf	Accounting oder Financial Performance
AT	Agency-Theorie
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
ALM	Allgemein lineares Modell
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers (bei Zitaten)
ANOVA	Univariate Analysis of Variance
AR	abnormal Renditen / <i>engl.</i> abnormal returns
Aufl.	Auflage

B

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BRIC	Brasilien, Russland, Indien, China
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika
BWL	Betriebswirtschaftslehre
bzw.	beziehungsweise

C

ca.	circa
CAR	kumulierte abnormale Rendite / <i>engl.</i> cumulated abnormal returns
CAGR	Compound Annual Growth Rate (<i>engl.</i>)
CAGR	durchschnittliche Wachstumsrate p.a. (<i>dt.</i>)
CAPM	Capital Asset Pricing Model

CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
D	
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex
DBW	Die Betriebswirtschaft
DD	Due Diligence
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
DV	Datenverarbeitung
d. h.	das heißt
E	
€	Euro
ebd.	Ebenda
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen (auf Sachanlagen) und Abschreibungen (auf immaterielle Vermögensgegenstände)
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister
EK	Eigenkapital
EPS	Earnings per Share
et al.	et alii = und andere (bei Verfassern)
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
Erg. d. Verf	Ergänzung des Verfassers (bei Zitaten)
E-Mail	Electronic Mail
e.V.	eingetragener Verein
F	
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FB	Family Business
FCF-Rendite	Die Free CashFlow-Rendite beschreibt die operative Ertrags- und Finanzierungskraft eines Unternehmens.
F & E	Forschung und Entwicklung
Fn.	Fußnote
FU	Familienunternehmen

G

GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GB	Geschäftsbericht(e)
GLM	Generalized Linear Model
GLM	Allgemeines Lineares Modell
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen

H

HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Human Resources
Hrsg.	Herausgeber

I

IfM Bonn	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
ifm Mannheim	Institut für Mittelstandsforschung Mannheim
IFRS	International Financial Reporting Standards
IAS	International Accounting Standards
i. d. R.	in der Regel
IT	Informationstechnologie
iVm	in Verbindung mit (bei Paragraphen)

J

Jg.	Jahrgang
JÜ	Jahresüberschuss

K

k. A.	keine Angabe
Kap.	Kapitel
KAR	Kumulierte abnormale Renditen
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KS-Test	Kolmogorow-Smirnow-Test

L

LTMPerf	Long-Term Financial Performance, auch langfristige Performanceentwicklung
---------	---

M

M&A	Mergers & Acquisitions
M&A	Fusionen & Übernahmen
MANOVA	Multivariate Analysis of Variance
m. a. W.	mit anderen Worten

MBA	markt-basierter Ansatz
MBO	Management Buyout
MBV	market-based view
Mio.	Million(en)
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat
Mrd.	Milliarde(n)
N	
NACE	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft
NAICS	North American Industry Classification System
Nicht-FU	Nicht-Familienunternehmen
n. a.	not applicable
Nr.	Nummer
O	
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OLS	Ordinary Least Squares
o. V.	ohne Verfasser
OverAqPerf	Overall Acquisition Performance, auch Allgemeine Akquisitionserfolg
P	
p	p-Wert zur Angabe der statistischen Signifikanz
PAT	Prinzipal-Agenten-Theorie
Peer Group	vergleichbare Unternehmen bzw. Vergleichsunternehmen
PMI	Post-Merger-Integration
PublG	Publizitätsgesetz
R	
RBA	ressourcenbasierter Ansatz
RBK	Ressourcenbezogene Kriterien
RBV	Resource-Based View
REWE	Rechnungswesen
ROA	Return on Assets bzw. Gesamtkapitalrendite
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity bzw. Eigenkapitalrendite
ROI	Return on Investment
RSH	Total Return to Shareholders
RWI	Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung Essen

S

S.	Seite
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SFI	Substantial Family Influence
SIC	Standard Industrial Classification
Sig.	Signifikanz
STMPerf	Short-Term Financial Performance, auch kurzfristige Performanceentwicklung

T

XT-Jahre	XT-2, XT-1 entsprechen den ex ante Jahren (XT) vor der Transaktion sowie XT-0 dem Transaktionsjahr selbst
TX+Jahre	XT+1, XT+2 und XT+3 entsprechen den ex post Jahren (TX), den Jahren nach der Transaktion

U

u.a.	unter anderem, und andere
u.U.	unter Umständen
UK	United Kingdom
US	United States
USA	United States of America

V

v. a.	vor allem
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
VVC	Verband der Vereine Creditreform

W

WTO	Welthandelsorganisation
-----	-------------------------

Z

ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

Anmerkungen

Die Bezeichnung *XT-2* und *XT-1* beschreibt die Jahre vor der Transaktion, *XT-0* entspricht dem Transaktionsjahr sowie *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* mit den Jahren nach der Transaktion gleichzusetzen sind.

Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1*, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr *XT-0* und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen.

Die Signifikanzniveaus werden in der vorliegenden Untersuchung mit den folgenden Kurzzeichen versehen: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$.

Um die Darstellung in Abbildungen und Tabellen übersichtlicher zu gestalten, werden negative Werte in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

Kapitel 1

Problemstellung und Zielsetzung

1.1 Familienunternehmen und Akquisitionen - ein Erfolgsmodell?

Familienunternehmen prägen nicht nur die Unternehmenslandschaft in Deutschland, sie sind auch ein Pfeiler der deutschen Volkswirtschaft und tragen substantiell zum Wohlstand und zur Zukunftssicherung unserer Gesellschaft bei. Hierbei familiengeführte Unternehmen undifferenziert als Erfolgsmodell zu beschreiben, wäre jedoch zu kurz gedacht. Entsprechend ist von einer erhöhten Erfolgs- zugleich aber auch einer erhöhten Scheiternswahrscheinlichkeit auszugehen.¹ Das Scheitern zahlreicher Unternehmen ist u.a. durch das Festhalten an vergangenen Erfolgsstrategien ungeachtet der sich verändernden Marktbedingungen, an den Problemen der Nachfolgeregelung oder durch ausgetragene Gesellschafterkonflikte bedingt.² Doch ob diese Herausforderungen langfristig zu einem Niedergang der Institution Familienunternehmen führen werden, bleibt abzuwarten, denn das charakterisierende Kontinuum zwischen Familie und Unternehmen kann in einer spezifischen Dynamik münden.³ Dieses einzigartige Bündel, über das ein familiengeführtes Unternehmen dank dieser beiden Sozialsysteme verfügt, kann zu erheblichen Wettbewerbsvorteilen führen.⁴ Beide Aspekte machen Familienunternehmen zu einem interessanten und zugleich anspruchsvollen Forschungsgegenstand. So diagnostizieren zahlreiche empirische Untersuchungen zur Erklärung der Performanceunterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen, dass Familienpräsenz einen positiven Einfluss auf die unternehmerische Tätigkeit und den Erfolg einer organisch gewach-

¹ Vgl. *Schlippe* (2009), S. 52.

² Vgl. *Carlock/ Ward* (2001); *Weissman/ Schultheiss* (2006); *Baus* (2010) und *Ward* (2011).

³ Vgl. *Zellweger* (2007), S. 14f.

⁴ Vgl. *Habbershon/ Williams* (1999); *Chrisman et al.* (2010); *Memili et al.* (2010) und *Sieger et al.* (2011).

senen Unternehmung ausübt.⁵

Zur Sicherung ihrer Wettbewerbsfähigkeit sind auch diese Unternehmen gezwungen Entscheidungen zu treffen, die bis hin zur Übernahme eines anderen Unternehmens führen kann. Horizontale, wie auch vertikale Akquisitionen gehören zu den strategisch wichtigsten und folgenreichsten Entscheidungen im Unternehmertum. Insbesondere Familienunternehmen stehen hier vor ganz besonderen Herausforderungen, sehen aber immer häufiger die Vorteile durch nicht-generisches Wachstum zu expandieren.⁶ In einer eng verzahnten Welt müssen sich familiengeführte Unternehmen kurz-, mittel und auch langfristig immer häufiger den Herausforderungen neuer technologischer Erfindungen und einer rapide wachsenden Globalisierung stellen. In den traditionellen Wachstumsmärkten sind überdurchschnittliche Wachstumspotentiale größtenteils ausgeschöpft oder stoßen an natürliche Grenzen und so sind neben dem organischen Aufbau von neuen Geschäftszweigen auch Akquisitionen oder strategische Partnerschaften ein probates Mittel, um die gesetzten Unternehmensziele zu realisieren. Dabei erscheint es unverständlich, dass umfassende empirische Arbeiten zum Akquisitionsverhalten von deutschen Familienunternehmen weitestgehend fehlen, obgleich deskriptive Studien ein spezifisches Akquisitionsverhalten sowie Akquisitionserfolg familiengeführter Betriebe unterstellen.⁷ Folglich bedarf es einer tiefergehenden Analyse der Akquisitionsperformance und der treibenden Faktoren in Familienunternehmen, um deren Akquisitionsverhalten gründlicher zu verstehen.

Mergers & Acquisitions (M&A) stellt hierbei ein bedeutendes Instrument der strategischen Unternehmensführung dar und ist sowohl in der Theorie als auch in der Praxis ein unverändert aktuelles Thema. Daher gehört M&A seit geraumer Zeit zum Kernbereich der Forschung über das Strategische Management bei Unternehmen. Nicht nur die hohe Komplexität von M&A sondern auch die hohen Misserfolgsraten stellen die Unternehmenspraxis aber weiterhin vor große Herausforderungen und können durch empirische Untersuchungen nach wie vor nur unzureichend erklärt werden.⁸ Das Interesse an M&A ist dagegen, trotz eines herben Einbruchs der Transaktionszahlen und -volumina gegen Ende des Jahres 2008 nach wie vor ungebrochen. Zwar erreichen meist nur große Transaktionen die mediale Aufmerksamkeit, dennoch sind es vor allem Akquisitionen mittelständischer Familienunternehmen, die den wesentlichen Anteil des Transaktionsgeschehens in jüngster Zeit ausmachen. Ungeachtet ihrer hohen Bedeutung für die europäische bzw. deutsche Wirtschaft sowie den Markt für Unternehmensübernahmen, sind eben genau diese Transaktionen in der aktuellen M&A-Forschung weitestgehend unterrepräsentiert.

⁵ Vgl. *Christensen* (1953); *Hershon* (1975); *Klein* (2000b); *Anderson/Reeb* (2003b); sowie *Leiber* (2008); *Jaskiewicz* (2006) und *Astrachan/Zellweger* (2008a).

⁶ Vgl. *Hatlapa* (2008); *Handelsblatt* (2012c)

⁷ Vgl. u.a. *Ernst&Young / IMA* (2003), *Eiben* (2007) und *Sachs* (2007) aber auch *Beitel et al.* (01/2010) sowie *Booz&Co.* (2012).

⁸ Vgl. *Datta/Grant* (1990), S. 29, *Gerpott* (1993), S. 3, *Cartwright/Cooper* (1995), S. 33 sowie *Jansen* (2000), S. 241.

Basierte die einschlägige Forschung zumeist auf großen Publikumsgesellschaften und Studien aus dem angloamerikanischen und angelsächsischen Raum, konnten die bisher gefundenen wissenschaftstheoretischen sowie empirischen Grundlagen der heterogenen und mittelständisch geprägten deutschen Firmenlandschaft nicht in Ansätzen gerecht werden. Die Akquisitionsforschung konzentriert sich hierbei allzu häufig auf kapitalmarktorientierte Erfolgsindikatoren als Bewertungsmaßstab, während deutsche Familienunternehmen größtenteils eben nicht börsennotiert sind und eher im operativen Bereich substantielle Effizienzgewinne realisieren. Die empirische Forschung zu deutschen Familienunternehmen und deren Akquisitionstätigkeit ist aus diesem Grund als unzureichend einzustufen. Daher widmet sich die vorliegende Arbeit den beiden beschriebenen Forschungsbereichen aus Familienunternehmen sowie M&A.⁹ Mit einem eigens erhobenen Datensatz, der sich ausschließlich auf privat gehaltene Familienunternehmen bezieht und zugleich eine Stichprobe von kapitalmarktorientierten Unternehmen zum Vergleich heranzieht, fokussiert sich die vorliegende Arbeit auf die Quantifizierung der langfristigen Erfolgsmessung von Übernahmen durch privat gehaltene, familiengeführte Unternehmen.

Neben der theoretischen Aufarbeitung, die sich mit der Disziplinierung von Agency-Konflikten bei Familienunternehmen und M&A auseinandersetzt, verbunden mit Überlegungen beruhend auf der Ressourcen-Theorie, die die spezifischen Ressourcenpräsenz und -übertragung diskutieren, werden Theorieansätze zur Erklärung von Performanceunterschieden zwischen privat gehaltenen Familien- und Nicht-Familienunternehmen erläutert. Bisherige empirische Untersuchungen zur Divergenz von börsennotierten Familien- und Nicht-Familienunternehmen kommen zu dem Ergebnis, dass Familienpräsenz offenbar einen positiven Einfluss nicht nur auf die Unternehmensperformance selbst, sondern ebenfalls auf den Zusammenschlusserfolg von Unternehmen ausübt.¹⁰ Nach Validierung des in der vorliegenden Arbeit ausgewählten Bündels an Performanceindikatoren zur Beschreibung des Unternehmens- und Transaktionserfolgs, soll sowohl die Performance der in der Stichprobe enthaltenen privat gehaltenen Familienunternehmen im Zeitablauf als auch in Relation zu ihrem jeweiligen Industriezweig analysiert sowie hinsichtlich ihrer spezifischen wissenschaftlichen und praktischen Relevanz erläutert werden.

1.2 Zielsetzung und Neuigkeitsgehalt der Arbeit

Die ausführliche Diskussion um den Zusammenhang zwischen Familie und Unternehmen einerseits und die resultierende überdurchschnittliche Performance andererseits ist seit einigen Jahren im Fokus der wissenschaftlichen Diskussion.¹¹

⁹ Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 4.4.

¹⁰ Vgl. u.a. *Anderson/Reeb* (2003b); *Jaskiewicz* (2006); *Leiber* (2008) und ebenfalls *Engelskirchen* (2007); *Basu et al.* (2009) sowie *Feito-Ruiz/Menéndez-Requejo* (2010).

¹¹ Vgl. u.a. *Anderson/Reeb* (2003b), *Habbershon et al.* (2003), *Dyer* (2006) sowie *Chrisman et al.* (2007).

So können nicht nur eine Vielzahl von US-amerikanischen Publikationen sondern auch weitreichende europäische Untersuchungen belegen, dass die Performance von Familienunternehmen als erfolgreich anzusehen ist.¹² In der Vergangenheit wurde das Thema Wachstumsstrategien bei Familienunternehmen hingegen nicht so intensiv diskutiert. Unternehmenszusammenschlüsse in Form von Akquisitionen oder Fusionen (engl. M&A) bieten Familienunternehmen bei begrenztem organischem Wachstumspotential eine sinnvolle strategische Alternative. So ist es auch nicht überraschend, dass Publikationen zu diesem Thema in der Familienunternehmensforschung stark unterrepräsentiert sind. Forscher widmeten sich vermehrt Themen wie der Kombination aus Corporate Governance und Erfolg¹³ oder konventionellen Vergleichen zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen.¹⁴

Für Publikumsgesellschaften und börsennotierte Familienunternehmen konnte eine Quantifizierung der Entwicklung bereits durchgeführt werden, für privat gehaltene Familienunternehmen und deren Akquisitionsperformance steht eine Untersuchung hingegen noch aus.¹⁵ Eine Ursache für dieses Forschungsdefizit liegt zum großen Teil an den geringen Publizitätspflichten und dem Mantel der Verschwiegenheit seitens vieler Familienunternehmen, die zu einem Mangel an zuverlässigen Daten führte und einer validen Überprüfung der Unternehmensperformance im Wege standen. Diese Tatsache führte zwangsläufig zu dem Forschungsziel der vorliegenden Untersuchung:

*Die empirische Untersuchung und Beurteilung der langfristigen Entwicklung von akquirierenden, privat gehaltenen Familienunternehmen anhand einer quantitativen und langfristig ausgerichteten Performanceanalyse basierend auf der deutschen Firmenlandschaft.*¹⁶

Zunächst erfolgten diesbezügliche Erhebungen in Deutschland, vorrangig anhand von historischen Erfahrungsberichten, Befragungen von Familienunternehmern oder beteiligter Parteien und Fallstudien.¹⁷ In jüngster Zeit sind vermehrt Untersuchungen anhand von börsennotierten Familiengesellschaften hinzugekommen, die sich vorrangig mit der kapitalmarktorientierten Performance-Messung des Transaktionserfolgs auseinandersetzen.¹⁸ Die vorliegende Arbeit weist hierbei in zweierlei Hinsicht einen bedeutenden Neuigkeitsgehalt auf:

¹² Vgl. Zellweger et al. (2007), Astrachan/ Zellweger (2008a) sowie Jaskiewicz (2006).

¹³ Vgl. Zahra/ Sharma (2004), Chrisman et al. (2005), Debicki et al. (2009), Astrachan (2010)

¹⁴ Vgl. u.a. Carney (2005), Dyer (2006), Jaskiewicz (2006) und Leiber (2008).

¹⁵ Vgl. u.a. Ravenscraft/ Scherer (1989); DeLong (2003); Conn et al. (2005) sowie Engelskirchen (2007); Basu et al. (2009); Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo (2010).

¹⁶ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 4

¹⁷ Vgl. Ernst&Young / IMA (2003); May et al. (2004); Sachs (2007); Eiben (2007) sowie McKinsey (2010) und Booz&Co. (2012).

¹⁸ Vgl. u.a. Engelskirchen (2007); Papadakis/ Thanos (2010); Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo (2010); Thanos/ Papadakis (2012) sowie Lin (2012).

Datensatz: Ein Augenmerk wurde bei der vorliegenden empirischen Untersuchung auf die Erhebung eines spezifischen Datensatzes gerichtet, der für die heterogene deutsche Unternehmenslandschaft bisher einzigartig ist. Der Datensatz berücksichtigt im Gegensatz zu herkömmlichen Performance-Studien vorrangig nicht börsennotierte Unternehmen in Privatbesitz. So konnte eine Datensatz mit 53 Transaktionen privat gehaltener Familienunternehmen inklusive vollständiger anonymisierter Informationen des externen Rechnungswesens – Bilanz-, Gewinn- und Verlustrechnungsdaten sowie der Kapitalflussrechnung – erhoben werden. Wie in Kapitel 4 näher erläutert wird, betrachten gerade die Vielzahl US-amerikanischen und auch europäischen Studien als Stichprobe lediglich die klassischen großen, börsennotierten Familiengesellschaften. Als Kriterium der Stichprobenauswahl gilt oftmals ausschließlich die triviale und kurzfristige Verfügbarkeit relevanter Daten. Die Analyse heterogener Firmenkonstrukte mit unterschiedlicher Rechtsform und Größe entspricht der deutschen Firmenlandschaft hingegen deutlich mehr, da diese maßgeblich durch mittelständische oder private Betriebe charakterisiert ist.

Performance-Indikatoren: Zahlreiche Performance-Studien betrachten die Entwicklung der Familienunternehmen nur oberflächlich, da sie sich auf die Messung von leicht verfügbaren oder prognostizierbaren Daten wie Umsatz, Eigenkapital und Bilanzsumme und den daraus zu berechnenden Kennzahlen beschränken.¹⁹ Sie verzichten auf eine umfängliche und ganzheitliche Betrachtung der spezifischen Transaktionsperformance der betrieblichen Familiencharakteristika. Diese Ansätze greifen zu kurz, da sie sich lediglich auf vordergründige Indikatoren beziehen. Der Einsatz vielfältiger Performance-Indikatoren unterschiedlicher Kategorien ermöglicht erst eine genauere Differenzierung der Aspekte Familienunternehmen, Zusammenschlusserfolg und Transaktionsperformance. In der vorliegenden Arbeit wird daher eine Kombination betriebswirtschaftlicher Indikatoren zum Einsatz kommen, die die Merkmale *Wachstum*, *Profitabilität* und *Effizienz* abbilden und diejenigen Kriterien darstellen, anhand deren die Operationalisierung der Erfolgssituation eines Familienunternehmens infolge einer Akquisition umfassend beurteilt werden kann. Darüber hinaus werden selten erhobene Informationen wie Kapitalflussrechnung oder das Umlaufvermögen (Net Working Capital) in der Analyse berücksichtigt. Auch werden zur Identifikation der Familienunternehmen sämtliche Kontroll- und Einflussmöglichkeiten über die vorhandenen Beteiligungen zurückverfolgt, so dass die tatsächlichen „ultimate owner“ bestimmt werden können. Die Untersuchung der tatsächlichen Transaktionsentwicklung sowohl innerhalb der Familienunternehmen als auch zwischen den Vergleichsunternehmen wird durch den Einsatz vielschichtiger Performanceindikatoren erst möglich.

Angesichts des geringen Umfangs an empirischen Untersuchungen zum Akquisitionserfolg privat gehaltener Familienunternehmen und dem Wissen aus historischen Untersuchungen um eine grundsätzliche negative Erfolgswahrscheinlichkeit, besteht somit der Bedarf nach einer umfassenden Performance-Analyse akquirieren-

¹⁹ Vgl. u.a. Bühner (1990b), Ramaswamy (1997), Ghosh (2001), Lu (2004), sowie Leiber (2008) und Guest et al. (2010).

der Familienunternehmen, um ein tieferes Verständnis dieses Untersuchungsgegenstandes zu erlangen.²⁰ Vor diesem Hintergrund ist das Ziel der vorliegenden Arbeit, einen Beitrag zur Beantwortung der folgenden Teilfragen zu leisten:

- ▶ Wie ist der Stand der Forschung in Bezug auf die Diskussion um eine angemessene Definition für Familienunternehmen? Welcher Theorierahmen ist geeignet, die heterogenen Charakteristika und die Performance akquirierender Familienunternehmen zu beschreiben?
- ▶ Welche Messmethode zur Untersuchung der Performance akquirierender Familienunternehmen ist ökonomisch sinnvoll, in Deutschland durchführbar und wird zugleich der hiesigen heterogenen mittelständisch geprägten Firmenlandschaft gerecht?
- ▶ Weisen Familienunternehmen in Deutschland nach einem Unternehmenszusammenschluss eine bessere Performance auf als vor der Akquisition?
- ▶ Wie ist die Performance der beobachteten Familienunternehmen im Industrievergleich zu beurteilen? Gibt es branchenvergleichend Unterschiede in der Unternehmensperformance zwischen dem Zeitpunkt vor der Transaktion und dem Zeitpunkt nach der Transaktion?

1.3 Vorgehen im Literatur-Review-Prozess

Seit Beginn der Familienunternehmensforschung ist ein stetig wachsender Fundus an wissenschaftlichen Erkenntnissen gewonnen worden.²¹ Verschiedene Untersuchungen machen deutlich, dass Familienunternehmen, wenn sie entsprechend organisiert sind und das Verhältnis von Familie und Unternehmen einen angemessenen Rahmen bildet, deutlich sichtbare Wettbewerbsvorteile erlangen können. Aus diesem Grund hat sich mit der Forschung zu Familienunternehmen insbesondere im vergangenen Jahrzehnt eine neue Forschungsrichtung etabliert, die mit ihren differenzierten Analysen dazu beiträgt, die entsprechenden Erfolgs- und Führungsmechanismen zu identifizieren und zu formulieren. Um einen besseren Einblick in diesen vielschichtigen Unternehmenstyp zu erlangen, ist es wichtig, dass dieser Unternehmensgattung zugrunde liegende Konstruktionsprinzip zu verstehen, das in der spezifischen Interaktion von Familie und Unternehmen begründet ist.

In der vorliegenden Arbeit gesellt sich durch das Instrument M&A ein weiterer Forschungsschwerpunkt zu diesem ohnehin schon komplexen Themenbündel. Das hierdurch entstehende Spannungsfeld dieser zwei unterschiedlichen Sozialsysteme und des Instruments M&A macht die Literaturrecherche und das gesamte Forschungsvorhaben zu einer besonderen Herausforderung und stellt zugleich den

²⁰ Vgl. *Datta/ Grant* (1990), S. 29, *Gerpott* (1993), S. 3, *Cartwright/ Cooper* (1995), S. 33 sowie *Jansen* (2000), S. 241, *Bruner* (2002), S. 48f.

²¹ Vgl. *Christensen* (1953), der sich frühzeitig auf die Frage der Sicherung von Kontinuität des Managements bei familiengeführten Unternehmen konzentrierte.

substantiellen Mehrwert dar. In diesem Zusammenhang wird daher die erste Aufgabe die klassische „Schreibtischforschung“ (desk research) im Bereich der wissenschaftlichen Periodika sowie der einschlägigen Literatur im Bereich Familienunternehmen, empirische Performancemessung sowie M&A beinhalten und einen wesentlichen Bestandteil der konkreten Forschungsleistung der Dissertation beschreiben.

Verschiedene Untersuchungen haben bereits nachgewiesen, dass familiengeführte Unternehmen häufiger erfolgreich wirtschaften als ihre Pendanten, die Nicht-Familienunternehmen, vorzugsweise dann, wenn ein mittel- bis langfristiger Untersuchungshorizont unterstellt wird.²² Eine eindeutige empirische Erhebung, ob diese Erkenntnis auch auf privat gehaltene Familienunternehmen infolge einer Mehrheitsbeteiligung auf Basis von Jahresabschlüssen zutrifft, stellt die spezifische Forschungslücke dar. Die Frage vor diesem Untersuchungskontext lautet daher: Sind privat gehaltenen Familienunternehmen auch nach einem Unternehmenszusammenschluss erfolgreicher als Nicht-Familienunternehmen - vor allem dann, wenn ein mittel- bis langfristiger Untersuchungshorizont angesetzt wird?

Wegen der großen Fülle an Arbeiten wird aus forschungspragmatischen Gründen ein selektiver Literatur Review angestrebt.²³ Die Selektion relevanter Publikationen soll aus diesem Grund anhand des in Tabelle 1 dargestellten Literaturrecherchemodells erfolgen. Im Rahmen dieses selektiven Reviews sollen neben den theoretischen Grundlagen und Herausforderungen der Familienunternehmensforschung ausgewählte Veröffentlichungen, die einen entscheidenden Beitrag zu den jeweiligen Theorien geleistet haben, analysiert und beschrieben werden.²⁴ Ferner werden die theoretischen Grundlagen sowie die empirischen Befunde und verwendete Erfolgskriterien bzgl. des Themengebiets Unternehmenszusammenschlüsse aufgearbeitet. Eine detailliertere Aufgliederung einzelner Theoriegerüste, differenziert nach den Themen Familie und M&A, wird ebenfalls vorgenommen, da zentrale Annahmen bzw. Fragestellungen innerhalb der verwendeten Theorien sehr heterogen sein können.²⁵ Zudem findet eine Kategorisierung hinsichtlich der verwendeten Forschungsmethoden statt. Da die Untersuchung in dieser Arbeit einen quantitativen, empirischen Charakter aufweist, findet ebenfalls eine systematische Eingrenzung und Analyse empirisch relevanter und vergleichbarer Publikationen statt, bevor im weiteren Verlauf dieser Arbeit die eigentliche Analyse des Transaktionserfolgs bei privat gehaltenen Familienunternehmen durchgeführt wird.²⁶

²² Vgl. *Anderson/ Reeb* (2003b); *Jaskiewicz* (2006); *Maury* (2006); *Leiber* (2008) und ebenso *Villalonga/ Amit* (2010).

²³ Vgl. *Fettke* (2006), S. 258ff.

²⁴ Vgl. hierzu Kap. 2.

²⁵ Vgl. ausführlich Kap. 3.

²⁶ Vgl. ausführlich Kap. 4.

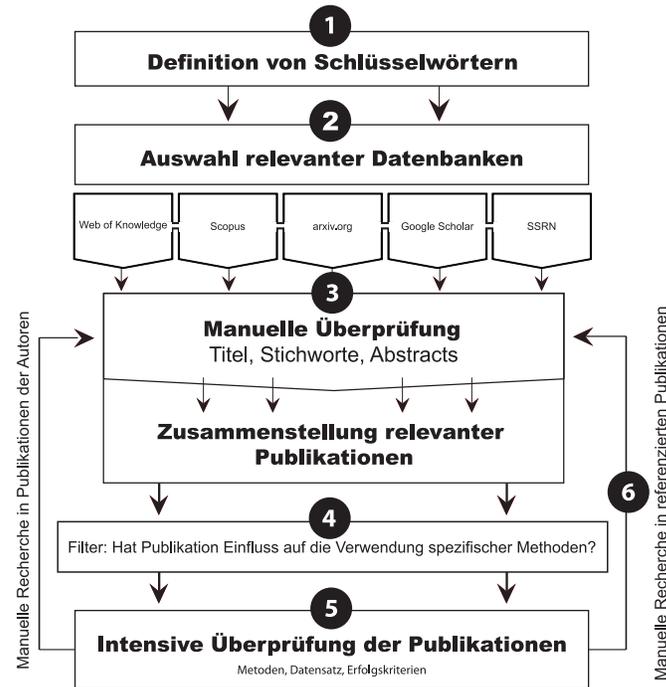


Abb. 1: Vorgehensweise im Literatur Review-Prozess
(Quelle: in Anlehnung an Blask et al. (2012).)

1.4 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit gliedert sich insgesamt in 7 Kapitel, wobei eine Zweiteilung zwischen theorie- und empiriebasierten Abschnitten deutlich wird. Kapitel 2 bis 4 beschäftigen sich mit den verschiedenen Theorien der Transaktionsforschung sowie dem Stand der Forschung zu den Forschungsgegenständen von Familie, Unternehmen und dem Instrument M&A, während sich Kapitel 5 und 6 den empirischen Analysemethoden und der Untersuchung der erhobten Stichprobendaten widmet. Kapitel 7 fasst die Ergebnisse für die verschiedenen Anspruchsgruppen zusammen und schließt mit den Einschränkungen dieser wissenschaftlichen Abhandlung.

Im Anschluss an diese Einführung werden in Kapitel 2 die Grundlagen und Herausforderungen der Forschung über Familienunternehmen gelegt. Neben der formalen Definition von Familienunternehmen und den damit verbundenen Herausforderungen wird ebenfalls auf die Probleme dieser spezifischen Unternehmensform ein-

gegangen, um ein einheitliches Verständnis des Begriffs Familienunternehmen zu vermitteln. Der besonderen Herausforderung im Zuge einer ausführliche Auswertung der einschlägigen Literatur der beiden Sozialsysteme Familie und Unternehmen wird ebenfalls Rechnung getragen, bevor auf die organisationsökonomischen Besonderheiten familiengeführter Unternehmen eingegangen wird. Den Abschluss des Kapitels bildet die Analyse der volkswirtschaftlichen Relevanz von Familienunternehmen.

Kapitel 3 stellt den theoretischen Kern der Untersuchung dar und beschäftigt sich mit der Theorie und der Marktentwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen. Neben einer Klärung der definitorischen Abgrenzung des M&A-Begriffs, der Darstellung verschiedener Transaktionsanlässe sowie des M&A-Prozesses wird ebenfalls auf die historische Entwicklung des M&A-Marktes näher eingegangen. Vor allem wird in diesem Kapitel auf einen strukturierten Überblick verwendeter theoretischer Erklärungsansätze Wert gelegt, die zugleich den Abschluss des Kapitels bilden. Schwerpunkt der theoretischen Grundlagenanalyse zu Familienunternehmen und M&A liegt auf den beiden zentralen Erklärungsansätzen der Neuen Institutionenökonomik sowie der Strategieforschung. Während im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik potentielle Agency-Konflikte und ihrer Lösbarkeit bei M&A und Familienunternehmen thematisiert werden, beschäftigt sich der Abschnitt der Strategieforschung mit dem ressourcenbasierten Ansatz der beiden Forschungsgebiete und untersucht die spezifische Ressourcenausstattung bzw. den -erwerb und den dadurch bedingten Wettbewerbsvorteil.

Gegenstand von Kapitel 4 ist die vergleichende Darstellung der im Schrifttum diskutierten, geeigneten empirischen Ansätze zur Messung des Akquisitionserfolgs bei privat gehaltenen Familienunternehmen. Unter Einbeziehung der erarbeiteten theoretischen Grundlagen findet eine Eingrenzung, Systematisierung sowie Auswertung der erfassten Studien und Methoden statt, an deren Ende die theoretisch und praktisch begründete Entscheidung für eine bestimmte Untersuchungsmethode zur Ermittlung des Transaktionserfolgs bei privat gehaltenen Familienunternehmen steht.

In Kapitel 5 werden die Erkenntnisse der vorherigen Kapitel aufgegriffen und komprimiert, um die Ziele des Forschungsvorhabens zu definieren. Neben der Beschreibung zur Erhebung und Charakterisierung der Stichprobendaten wird ebenfalls auf die Herausforderung sowie Zusammenstellung einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen eingegangen. Anhand der erhobenen Stichprobendaten werden die Indikatoren zur Erfolgsmessung festgelegt und detailliert beschrieben, bevor auf die angewandte Methodik zur Erfolgsmessung von Unternehmenszusammenschlüssen eingegangen wird.

Vor dem Hintergrund der Kapitel 2 bis 5, in denen die für die empirische Analyse notwendigen systematischen, theoretischen und methodischen Grundlagen erarbeitet wurden, erfolgt im sechsten Kapitel, nach einer deskriptiven Vorstellung der Daten, die Durchführung der empirischen Untersuchung des ökonomischen

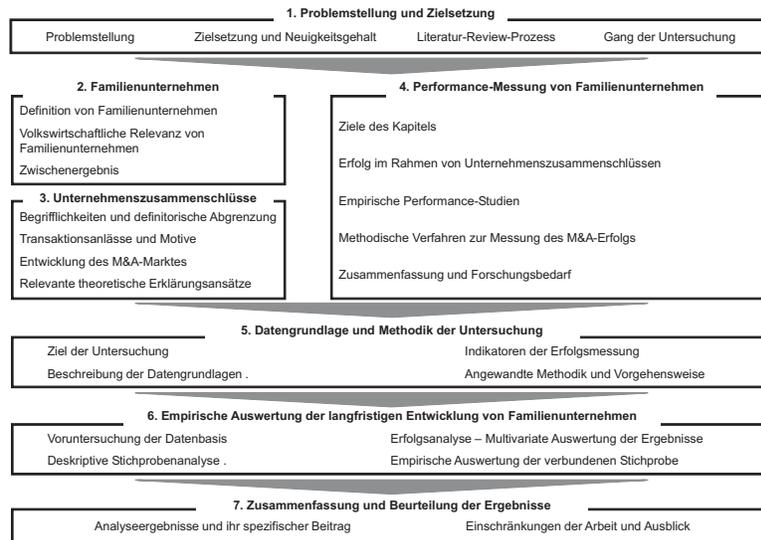


Abb. 2: Konzeptionelle Gliederung der Arbeit
(Quelle: Eigene Darstellung)

Erfolge von Fusionen und Übernahmen bei privat gehaltenen, deutschen Familienunternehmen. Gemäß der in Kapitel 5 postulierten Ziele der Untersuchung sowie definierten Performance-Indikatoren, findet eine multivariate Auswertung der Stichprobendaten statt, die sowohl eine ex ante/ ex post Analyse als auch eine komparative Objektanalyse zulassen, um Vergleiche zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen durchzuführen. Unter Beachtung des im zweiten Kapitel entwickelten Begriffsverständnisses für Familienunternehmen finden insgesamt 53 Transaktionen von 48 familiengeführten Unternehmen Eingang in die selektierte Stichprobe, so dass auf Basis dieser Studie erstmals allgemeingültige Aussagen möglich sind, ob Akquisitionen bei privat gehaltenen Unternehmen prinzipiell einen ökonomischen Wert stiften und somit Einfluss auf die von diesen Unternehmen beanspruchte Wettbewerbsposition ausüben.

Das den Abschluss der vorliegenden Arbeit bildende Kapitel 7 fasst die Ergebnisse bündig zusammen und weist auf mögliche Ansatzpunkte für weitere theoretisch oder empirisch orientierte Untersuchungen zum Erfolg eines Unternehmenszusammenschlusses bei Familienunternehmen hin. Zudem wird die Forschungsarbeit kritisch hinterfragt und auf mögliche Einschränkungen eingegangen bevor die praktische Relevanz der Untersuchungsergebnisse hervorgehoben wird.

Kapitel 2

Grundlagen der Forschung über Familienunternehmen

In diesem Kapitel wird zunächst der theoretische Begriff des Familienunternehmens problematisiert und verschiedene in der gängigen Literatur vorzufindende Definitionsansätze erörtert. Anschließend werden systematisiert operationalisierte Definitionskonzepte von Familienunternehmen in Deutschland dargestellt, bevor die in dieser Arbeit verwendete Definition von Familienunternehmen abschließend festgestellt sowie die volkswirtschaftliche Relevanz dieser speziellen Unternehmensformen hervorgehoben wird.

2.1 Problematik der Definition von Familienunternehmen

2.1.1 Unbestimmtheit der Begriffsverwendung

Die Vorstellung einer Definition von Familienunternehmen sollte nicht nur eine eindeutige Zuordnung gestatten, sondern auch eine möglichst homogene Gruppe von Unternehmen konstituieren. Diese sollte zudem eine faktische Abgrenzung und Wesensverschiedenheit von den übrigen Unternehmungen erlauben. Doch zwischen der Einfachheit der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Gruppierung und der Berücksichtigung der Komplexität und Heterogenität der Unternehmensstrukturen familiengeführter Unternehmen besteht ein nicht zu unterschätzender Zielkonflikt.²⁷ Um die wesensverschiedenen Merkmale von Familienunternehmen umfassend zu reflektieren, ist die Anwendung mehrerer Kriterien notwendig. Diese gehen zwar auf Kosten der Einfachheit und Eindeutigkeit der Zuordnung, spiegeln jedoch die Vielfältigkeit der theoretischen und operationalisierbaren Definitionsansätze wieder.²⁸

Da weder in der Literatur noch in der Praxis Einigkeit darüber besteht welche eindeutigen Kriterien Familienunternehmen zu Familienunternehmen machen, zudem Wirtschaft, Wissenschaft sowie Gesellschaft jeweils nur eine vage Vorstellung von

²⁷ Vgl. *Pfohl/Kellerwessel* (1990), S. 12.

²⁸ Vgl. *Sharma et al.* (1996); *Jaskiewicz* (2006), S. 13ff. sowie *Leiber* (2008), S.16f.

Familienunternehmen haben, überrascht es kaum, dass fortwährend über die Komplexität und Mannigfaltigkeit familiengeführter Unternehmen diskutiert und referiert wird. Dieser Frage widmeten sich bereits *Lansberg/ Perrow/ Rogolsky* sowie später auch *Wortman* mit den Feststellungen:

„*What is a family business?*“

Lansberg et al. (1988)

„*Indeed, every researcher seems to develop his or her own definition for his or her research.*“

Wortman (1995)

Diese beiden Aussagen spiegeln den Ziel- und Anwendungskonflikt dieser Forschungsrichtung beispielhaft wider. Bereits *Lansberg et al. (1988)* warfen in der ersten Ausgabe des *Family Business Review* die Frage auf, wie ein Familienunternehmen zu charakterisieren sei, welche bis heute nicht eindeutig geklärt werden konnte. Die spätere Aussage von *Wortman (1995)* beschreibt einmal mehr die fortwährende Aktualität und Diskussion um eine einheitliche Definition von Familienunternehmen, da sowohl theoretische Arbeiten als auch wissenschaftliche, empirische Studien damals wie heute eine Einheitlichkeit in der Anwendung vermissen lassen.²⁹

Dieser Umstand ist den verschiedensten Gründen geschuldet. Zum einen weisen Familienunternehmen spezifische Eigenarten auf, die durch die komplexe Interaktion aus dem Kontinuum von Familie und Unternehmen zum Vorschein kommen und in unterschiedlichen Ausprägungen von Familienunternehmen zutage treten.³⁰ Diese eher theoriegetriebenen Beiträge werden ergänzt durch Ansätze von verschiedenen Forschungsdisziplinen, die, entsprechend dem Untersuchungsgegenstand Familienunternehmen, je nach inhaltlichem Fokus und Perspektive eine Definition wählen, die ihrer Thematik am ehesten entspricht.³¹ Letztlich übt aber auch die operationale Definition als Gegenpol zur theoretischen Definition einen bedeutenden Einfluss auf die Begriffsbestimmung aus.³² Eine eindeutige und theoretisch fundierte Definition ist in der empirischen Forschung hingegen nur von geringem Nutzen, sofern diese

²⁹ Vgl. u.a. *Chua et al. (1999)*, *Chrisman et al. (2005)*, *Rutherford et al. (2008)*, *Siebels/ Knyphausen-Aufseß (2012)*.

³⁰ Vgl. *Westhead/ Cowling (1998)*, S. 43; *Sharma (2002)*, S. 2; *Sharma/ Nordqvist (2007)*, S. 2; *Howorth et al. (2010)*, S. 438; *Garcia-Castro/ Casasola (2011)*, S. 16.

³¹ Vgl. *Wortman (1994)*, S. 4; *Stewart (2008)*, S. 279f. sowie *Chrisman et al. (2010)*, S. 10. Neben den klassischen Disziplinen, wie der Organisationstheorie oder den Rechtswissenschaften, kann dies aber auch die Anthropologie, Psychologie oder die Soziologie umfassen.

³² Vgl. *Chua et al. (1999)*, S. 23.

nicht auch auf den Forschungsgegenstand umzusetzen ist.³³

Dieser Unbestimmtheit der Begriffsverwendung und Einordnung theoretischer Definitionsansätze widmen sich die folgenden Abschnitte. Zum besseren Verständnis der vielfältigen Meinungen und Perspektiven werden zunächst zentrale Definitionskonzepte, differenziert nach dem jeweiligen Forschungsgegenstand, kurz vorgestellt. Die Darstellungen fokussieren sich hierbei ausschließlich auf Begriffskonzepte, die sich auf privat gehaltene Familienunternehmen und deren Spezifika beziehen, um deren zentrale Definitionsbestandteile auf die Anwendbarkeit für die vorliegende Studie zu überprüfen.³⁴

2.1.2 Theoretische Definition des Begriffs

Der Begriff des Familienunternehmens unterliegt bisher keiner uneindeutigen Abgrenzung und ist in der Literatur sehr heterogen verwendet worden.³⁵ Der folgende Abschnitt beschreibt die wesentlichen Aspekte, die für die Bestimmung eines Unternehmens als Familienunternehmen relevant sind. Unterschieden wird hierbei zwischen messbaren Kriterien, wie dem Vorliegen eines substantiellen Einflusses oder der spezifischen Rolle einer Familie in der Geschäftsführung, sowie den schwer messbaren Faktoren, wie dem familiären Einfluss auf Strategie, Vision und Unternehmenskultur.³⁶ Der folgende Literaturüberblick beschreibt existierende Herausforderungen und konzeptionelle Lösungsansätze bei der theoretischen Definition von Familienunternehmen.

2.1.2.1 Darstellung theoretischer Definitionsansätze

Einer der älteste Veröffentlichungen zu Familienunternehmen, die von zahlreichen Autoren als Fundament zur Bestimmung weiterer Definitionen herangezogen wird, leitet sich aus dem Beitrag von *Hengstmann* (1935) ab.³⁷ Entsprechend seiner Auffassung wird ein Familienunternehmen durch drei wesentliche Merkmale bestimmt, die sich wie folgt zusammenfassen lassen: Die an dem Unternehmen beteiligten

³³ Vgl. zur Übersicht verschiedener empirischer Definitionsansätze *La Porta et al.* (1999); *Anderson/Reeb* (2003a); *Jaskiewicz* (2006); *Engelskirchen* (2007) sowie *Müller et al.* (2010).

³⁴ Wesentliche Definitionskonzepte für börsennotierte Familienunternehmen sind der *Founding-Family-* sowie der *Ultimate-Owner-Ansatz*. Die Operationalisierung durch den *Founding-Family-Ansatz* verwenden u.a. *Anderson/Reeb* (2003b); *Anderson et al.* (2003); *Villalonga/Amit* (2006) sowie *Andres* (2008) während sich u.a. *La Porta et al.* (1999); *Faccio/Lang* (2002); *Maury* (2006) sowie *King/Santor* (2008) und *Caprio et al.* (2011) dem *Ultimate-Ownership-Ansatz* widmen.

³⁵ Vgl. u.a. *Wortman* (1995), S. 3; *Chua et al.* (1999), S. 19; *Broer et al.* (2008), S. 3f.; *ZEW* (2010), S. 35 sowie *Stiftung Familienunternehmen* (2011), S. 5f.

³⁶ Vgl. *ZEW* (2010), S. 35ff.

³⁷ Vgl. stellvertretend *Klein* (2000b) sowie *ZEW* (2008) und *Schmidt et al.* (2010).

Personen müssen Mitglieder einer Familie sein.³⁸ Zudem müssen einzelne Familienmitglieder oder die gesamte Familie in der Lage sein, die Gesellschaft zu beherrschen. *Hengstmann* versteht unter Beherrschung, dass die Familie die absolute Mehrheit der Stimmrechte auf sich vereinigen kann.³⁹ Zuletzt müssen die Familienmitglieder, die den beherrschenden Einfluss ausüben, die feste Intention besitzen das Unternehmen als eine der Familie dienende Gesellschaft zu führen, die in Form eines Vertrags oder durch ein aktives Handlungsschema zum Ausdruck kommt.⁴⁰ Dieses Merkmal zielt auf eine entsprechende Rechtsgrundlage ab, die bei Familien z.B. durch eine Erbengemeinschaft vorhanden sein könnte, aber im deutschen Gesellschaftsrecht bis heute nicht abschließend geklärt worden ist.⁴¹

Wenn in Deutschland von Familienunternehmen gesprochen wird, dann ist oftmals von „dem“ Mittelstand oder mittelständischen Familienunternehmen die Rede.⁴² Diese augenscheinliche Assoziation mag subjektiv zutreffend sein und eine Gleichsetzung dieser beiden Begriffe nahe liegend. Eine allgemein legitimierte Definition für Familienunternehmen anhand eindeutiger qualitativer und quantitativer Merkmale/ Kriterien ist bisher jedoch nicht zu erkennen.⁴³ Aus diesem Grund ist eine undifferenzierte Betrachtung oder fälschliche Gleichsetzung der Begriffe *Mittelstand* und *Familienunternehmen* aufgrund eines fehlenden allgemeingültigen Definitionsbegriffs abzulehnen.⁴⁴ Viele familiengeführte Unternehmen sind der Gattung Mittelstand zuzuordnen, aber nicht alle mittelständischen Unternehmen weisen im Umkehrschluss auch Familienbezug auf.⁴⁵

Es konnte zwar bisher keine eindeutige Definitionsbestimmung vorgenommen werden, aber *König* (1986) zufolge ist der Begriff des Familienunternehmens nicht nur ein Rechtsbegriff. Vielmehr ist er auch ein soziologischer Begriff, der das Kontinuum von Unternehmen und Familie unter betriebswirtschaftlichen, volkswirtschaftlichen und soziologischen Gesichtspunkten kennzeichnet und somit auch die Wechselbeziehungen innerhalb einer Familie berücksichtigt.⁴⁶

³⁸ In der ursprünglichen Fassung ist die Rede von einer Familiengesellschaft, was an dieser Stelle als Synonym für ein Familienunternehmen benutzt wird, vgl. hierzu eine der ersten Arbeiten zu diesem Thema von *Hengstmann* (1935) sowie weiterführend *ZEW* (2010), S. 36.

³⁹ Die Kapitalmehrheit der Familienmitglieder stellt somit ein notwendiges Kriterium für das Vorliegen eines Familienunternehmens dar, vgl. hierzu u.a. *Hengstmann* (1935), *Smyrniotis et al.* (1998), S. 50; *Klein* (2000b), S. 158, *Schmidt et al.* (2010), S. 36.

⁴⁰ Vgl. *Schmidt et al.* (2010), S. 36.

⁴¹ Der Begriff Familienunternehmen ist im deutschen Gesellschaftsrecht nicht festgelegt, vgl. *Henseler* (2006), S. 33.

⁴² Vgl. *Schützeichel/ Brüsemeister* (2004), S. 81f.

⁴³ Vgl. *Westhead/ Cowling* (1998), S. 43 sowie *Peemöller* (2008), S. 722.

⁴⁴ Vgl. ausführlicher *Wolter/ Hauser* (2001), S. 29ff.; *Günterberg/ Wolter* (2003), S. 9ff; *Fettke* (2006), S. 3f sowie *Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie* (2007), S. 9f.

⁴⁵ Vgl. *Ulrich* (2011), S. 31.

⁴⁶ Vgl. die von *König* entwickelte Matrix zur Einordnung der Dimensionen, die der Begriff Familienunternehmen beinhalten kann, vgl. *König* (1986), zitiert nach *Schmidt et al.* (2010), S. 36.

Grundsätzlich basiert die Definition von Familienunternehmen auf der Interaktion der beiden Sozialsysteme *Familie* und *Unternehmen*. *Habbershon/ Williams* (1999) zufolge entstehen aus diesem Zusammenspiel besondere Ressourcen und Fähigkeiten eines Familienunternehmens, die sowohl eine positive als auch negative Wettbewerbswirkung auf das Unternehmen ausüben können.⁴⁷ Diese Summe an familien-spezifischen Ressourcen und Fähigkeiten, die aus der Einbindung der Familie in das Unternehmen resultieren, werden als *Familiness* einer Unternehmung bezeichnet.⁴⁸ Das zugrunde gelegte Sozialsystem Familie beschreibt eine Gruppe von Individuen, die sich durch Heirat oder Blutsverwandtschaft zu dieser spezifischen Gruppierung zusammengefunden haben und definieren.⁴⁹ Dieser Begriff umfasst ebenfalls die Position einer Einzelperson, die in Form eines geschäftsführenden Gesellschafters in Erscheinung tritt.⁵⁰

Die teils konträr geführten Diskussionen konnten sich zwar nicht auf ein einheitliches Ergebnis einigen.⁵¹ Dennoch offenbaren sich mit dem komponentenbasierten und dem Essenz-Ansatz zwei Hauptströmungen von Definitionsansätzen, deren Herangehensweisen nachfolgend erläutert werden.⁵²

Beim komponentenbasierten Ansatz wird das Mitwirken der Familie im Unternehmen als das wesentliche Kriterium zur Klassifizierung eines Unternehmens als Familienunternehmen hervorgehoben.⁵³ *Chrisman et al.* (2003b) zufolge verwendet ein Großteil der Definitionsansätze diesen *Components-of-Involvement-Ansatz*, der sich auf die Einbindung der Familie bzw. deren Mitglieder im Unternehmen fokussiert.⁵⁴ Dabei kann die Beteiligung der Familie in unterschiedlichen Bereichen, wie z.B. in der Gesellschafterstruktur, Geschäftsführung und/ oder im Kontrollgremium erfolgen.⁵⁵ *Chrisman et al.* (2003b) kritisieren jedoch derartige Ansätze, da die alleinige Existenz des Familieneinflusses ausreicht, um ein Unternehmen als Familienunternehmen zu klassifizieren. Laut der Autoren greift diese Herangehensweise zu kurz und sie verweisen auf den alternativen Essenz-Ansatz. Zu den bisherigen objektiven Merkmalen fügt der *Essence-Ansatz* der Diskussion eine subjektive

⁴⁷ Vgl. *Habbershon/ Williams* (1999), S. 13f sowie ausführlich Kap. 3.5.3.

⁴⁸ Vgl. *Habbershon/ Williams* (1999), S. 11.

⁴⁹ Eine ausführliche Erläuterung zum System Familie oder Familienunternehmen, die beide durch eine emotionale Bindung, Vertrauen, Loyalität oder Verpflichtung zwischen den Individuen gekennzeichnet sind, vgl. *Kepner* (1991), S. 448; *Schlippe et al.* (2009), S. 4.

⁵⁰ Vgl. *Gutenberg* (1962), der diese Form der Vereinigung von Eigentum und Geschäftsführung als Eigentümer-Unternehmen bezeichnet sowie *Klein* (2004), die diese Position als Eigentümer-Manager, der sowohl alleiniger Eigentümer als auch Geschäftsführer ist, bezeichnet, vgl. *Klein* (2004), S. 235f.

⁵¹ Vgl. hierzu *Sharma et al.* (1996), die in ihrem Beitrag 226 Artikel zur der Familienunternehmensforschung analysieren und dabei 34 verschiedene Begriffsdefinitionen identifizieren

⁵² Die Kategorisierung der Definitionen in den Komponenten- und den Essenz-Ansatz folgt der Notation von *Chrisman et al.* (2003b).

⁵³ Ein ausführliche Übersicht zu Beiträgen die sich dem *components-of involvement* bzw. dem *essence approach* widmen, vgl. *Klößner* (2009), S. 16.

⁵⁴ Vgl. *Chrisman et al.* (2003b), S. 8.

⁵⁵ Vgl. *Schraml* (2010), S. 10.

Komponente in Form eines familienspezifischen Verhaltens hinzu. Die Familie und der damit einhergehende Familieneinfluss werden als Grundvoraussetzung unterstellt, und um die Faktoren Vision, Intention und Verhaltensweise ergänzt.⁵⁶ Nicht nur die vorherrschende Einstellung der Anteilhaber ist besonders, oftmals hat auch das Management einen speziellen Bezug zum Unternehmen. Es ist davon auszugehen, dass die Führungsebene des Unternehmens von persönlichen bzw. familiären Wert- und Zielvorstellungen geprägt ist.⁵⁷ Somit herrscht nicht nur zwischen den Eigentümern und Fremdmanagern ein ausgeprägtes Zusammengehörigkeitsgefühl, das oftmals als Basis für eine längerfristige Zusammenarbeit dient, auch die emotionale Bindung und Verbundenheit der Mitarbeiter zum Unternehmen und/ oder den Eigentümern gegenüber dürfte entwickelter sein als in anderen Unternehmen.⁵⁸ Die Operationalisierung und Quantifizierung dieser Merkmale stellt im Vergleich zum komponentenbasierten Ansatz hingegen eine Herausforderung dar. In der Literatur besteht Einigkeit, dass das notwendige Kriterium für das Vorliegen eines Familienunternehmens das Bestehen eines maßgeblichen Einflusses der Familie ist.⁵⁹ Dennoch bereitet vor allem die vage Definition der Familie bei der Erhebung erhebliche Probleme, da ein Zusammengehörigkeitsgefühl schwer messbar ist. Gleiches gilt für weitere Faktoren der subjektiven Komponenten, also die Übertragung der Vision oder Wertvorstellungen der Familie auf die Mitarbeiter oder die Weitergabe eines Unternehmens im Zuge einer Nachfolgeregelung an die nächste Generation.⁶⁰

Eine Definition, die sowohl auf objektiv bewertbaren Kriterien als auch auf dem familienspezifischen Verhalten beruht, forderten bereits *Sharma et al.* (1996) ein.⁶¹ Durch die Feststellung von Folgeerscheinungen bei Familienunternehmen versuchen die Autoren sich einer fundierten theoretischen Definition von Familienunternehmen zu nähern.⁶² Die beiden Hauptansätze zeichnen sich durch ihre Ambivalenz aus. Während dem *components*-Ansatz nachgesagt wird eine hohe Operationalisierbarkeit bei gleichzeitig mangelnder theoretischer Aussagekraft aufzuweisen, zeichnet sich der *essence*-Ansatz durch eine geringe Quantifizierbarkeit bei hoher Berücksichtigung familienspezifischer Merkmale aus.⁶³ Aus diesem Grund stellt es die Wissenschaft vor eine Herausforderung eindeutig zwischen Familien- und

⁵⁶ Vgl. *Chua et al.* (1999), S. 35.

⁵⁷ Vgl. *Schmidt et al.* (2010), S. 37.

⁵⁸ Vgl. ebenda, S. 37f.

⁵⁹ Vgl. *Klein* (2010), S. 17f; *Ampenberger* (2010), S. 24 ebenso *Haunschild/ Wolter* (2010), S. 3f.

⁶⁰ Vgl. *Leyherr* (2000), S. 53ff.

⁶¹ Vgl. *Sharma et al.* (1996) sowie *Chua et al.* (1999). Die drei Kriterien Vision, Intention und Verhaltensweise äußern sich u.a. in dem Ziel, das Betriebsvermögen und demzufolge das Unternehmen über Generationen hinweg zu erhalten.

⁶² So hat *Handler* (1989) festgestellt, dass ein Hauptaugenmerk der validen Familienunternehmensforschung darin besteht, Familienunternehmen eineindeutig zu definieren. Die Tatsache, dass es keine einheitliche Definition eines Familienunternehmens gibt, wird daher gelegentlich auch als *family business definition dilemma* bezeichnet, vgl. u.a. *Astrachan et al.* (2002), S. 45 oder *Klein et al.* (2005), S. 321.

⁶³ Vgl. *Chua et al.* (1999), S. 22f sowie 27ff.

Definitionsansätze Familienunternehmen	
Wissenschaftliche Ansätze	Institutionelle Ansätze
Founding Family	Europäische Union
Ultimate Owner	IfM Bonn
Components of Involvement	ZEW
Essence Approach	Stiftung Familienunternehmen
SFI Skala	
F-PEC Skala	

Abb. 3: Konzeptionelle Übersicht verschiedener Definitionsansätze
(Quelle: Eigene Darstellung)

Nicht-Familienunternehmen zu differenzieren. Bei der Entscheidung für oder gegen eine Definitionsvariante muss zwischen der Operationalisierbarkeit und der Tiefe der theoretischen Aussagekraft abgewogen werden.⁶⁴

Im Zuge empirischer Studien ist zu vermuten, dass operationale Definitionen, die eine leichte und anwendungsorientierte Umsetzung von Forschungsvorhaben zulassen, im Fokus stehen. Folglich wird in den meisten Studien eine Messung des Familieneinflusses als Indikator für *familiness* eines Unternehmens als hinreichend unterstellt.⁶⁵

2.1.2.2 Interaktion der theoretischen Definitionsansätze

Neben der Diskussion um eine allgemeine Oberdefinition für Familienunternehmen setzen sich weitere Beiträge mit der undifferenzierten Dichotomie zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen auseinander. Diese Vorgehensweise berücksichtigt weder im *Components*-Ansatz noch im *Essence*-Ansatz unterschiedliche Variationen in der Höhe des Familieneinflusses. *Sharma* (2002) begegnet dieser Kritik, indem sie Variationen des Familieneinflusses analysiert und zur Überwindung dieses Problems eine Typologie von verschiedenen Familienunternehmen ent-

⁶⁴ Vgl. *Schraml* (2010), S. 12.

⁶⁵ Vgl. hierzu Kap. 2.1.3.

wickelt.⁶⁶ *Westhead/ Howorth* (2007) widmen sich ebenfalls der Typologisierung von Familienunternehmen und differenzieren diese in sechs Kategorien, von denen vier empirisch bestätigt werden konnten.⁶⁷ Allerdings konnte sich bisher keiner dieser Typologierungsansätze tatsächlich durchsetzen.

Eine weitere Möglichkeit zur Abwägung einer undifferenzierten Dichotomie der Klassifizierung von Familienunternehmen, ergibt sich durch die Weiterentwicklung des *Components-of-Involvement*-Ansatzes (Abbildung 4). Der *Components*-Ansatz stellt hierbei auf die Faktoren Eigentum, Unternehmensführung und -überwachung ab, verzichtet jedoch darauf, den Gründeraspekt eines Unternehmens einzubeziehen. Zur graduellen Erfassung des Familieneinflusses jedoch wurde, basierend auf dem *Components*-Ansatz, eine stetige Skala entwickelt, die den sogenannten *Substantial-Family-Influence (SFI)* erhebt.⁶⁸ In seiner ursprünglichen Fassung handelt es sich um eine Skala, die auf Basis von drei Komponenten erfasst wird. Diese setzt sich aus dem Eigentumsanteil, dem Anteil der Familie in der Geschäftsführung bzw. Vorstand und dem Anteil der Familie in der Unternehmensüberwachung (Beirat oder Aufsichtsrat) zusammen. Der Eigentumsanteil darf dabei annahmegemäß nicht null betragen.⁶⁹ Nach dem SFI-Konzept qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn die SFI-Skala mindestens einen Wert von 1 annimmt.⁷⁰

Kritiker des *Components*-Ansatz weisen drauf hin, dass die Präsenz der Familie über eine oder mehrere der drei Faktoren zwar notwendig, aber nicht hinreichend sei, da familienspezifisches Verhalten ebenfalls einen wesentlichen Faktor darstelle.⁷¹ Eine noch tiefere Zusammenführung aus *Components*- und *Essence*-Ansatz stellt das Konzept der so genannten F-PEC Skala dar.⁷² Die F-PEC Skala umfasst stellvertretend für den Familieneinfluss den SFI als Teilskala *Power* zur Bildung eines umfassenden Konstrukts zur Messung des Familieneinflusses. Der *Experience*-Faktor wird über die Generation und die Anzahl der Familienmitglieder im Unternehmen erfasst. Der *Essence*-Ansatz kommt überwiegend in der dritten Teilskala *Culture* zur Geltung. Diese integriert sowohl Engagement als auch Zielstruktur der Familie im

⁶⁶ Mit der Typologisierung konzentriert sie sich auf den heterogenen Charakter von Familienunternehmen und findet dabei 72 Varianten von möglichen Ausprägungen, vgl. *Sharma* (2002).

⁶⁷ Vgl. *Westhead/ Howorth* (2007), S. 422f.

⁶⁸ Vgl. *Klein* (2000b), S. 157; *Achleitner et al.* (2011), S. 20.

⁶⁹ Nach der Definition von *Klein* (2000b, 2004) kann im Fall von privat gehaltenen Unternehmen von einem maßgeblichen Einfluss der Familie gesprochen werden, wenn diese mindestens einen der Einflussfaktoren vollständig dominiert oder der diagnostizierte Mindereinfluss einer der Komponenten durch den Einfluss auf eine andere Komponente überkompensiert wird.

⁷⁰ Der Ansatz des SFI kann auch auf börsennotierte Familienunternehmen übertragen werden. Dabei bietet es sich an, aufgrund der weniger konzentrierten Eigentumsstrukturen börsennotierter Unternehmen auf einen Wert von 0.5 statt 1 abzustellen. Dieser Ansatz wird in *Achleitner et al.* (2009a) als modifizierter SFI (*SFI_{mod}*) eingeführt und bezieht anders als das ursprüngliche Konzept der SFI-Skala zusätzlich den Gründeraspekt mit ein.

⁷¹ Vgl. *Astrachan et al.* (2002); *Klein et al.* (2005); *Achleitner et al.* (2011).

⁷² F-PEC steht für Family Power, Experience and Culture, vgl. *Astrachan et al.* (2002).

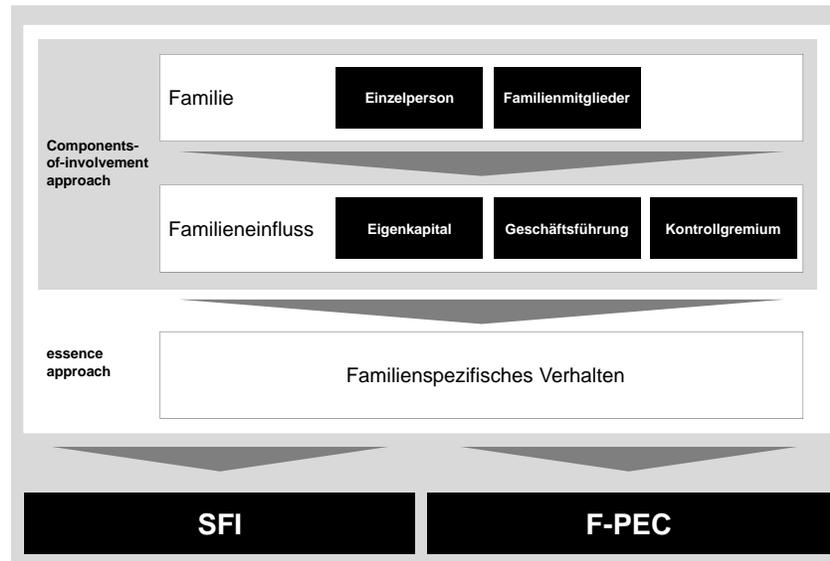


Abb. 4: Konzeptionelle Abgrenzung und Erweiterung der verwendeten Definitionsansätze.

(Quelle: in Anlehnung an Schraml (2010), S. 11.)

Unternehmen.⁷³ Ungeachtet des essentiellen Beitrags dieser Faktoren zum Verständnis des Unternehmenstypus Familienunternehmen sowie der graduellen Erfassung des Familieneinflusses, stößt die praktische Umsetzung vielfach an Grenzen und ist nur schwer zu operationalisieren.⁷⁴ Im folgenden Abschnitt wird näher auf die in empirischen Studien verwendeten Definitionen und deren systematische Modularisierung eingegangen.

2.1.3 Operationalisierung in empirischen Studien

In empirischen Studien steht vielfach die pragmatische Anwendbarkeit und Umsetzung einer Definition im Vordergrund. Eine eindeutige und theoretisch fundierte

⁷³ Vgl. Klein et al. (2005).

⁷⁴ Die Quantifizierung dieses Faktors ist nicht zuletzt aufgrund geringer Datenverfügbarkeit äußerst kritisch und fast ausschließlich über qualitative Forschungsmethoden zu erfassen, vgl. hierzu ausführlich Kap.2.1.3.

Definition ist in der empirischen Forschung häufig eher hinderlich und nur dann von hoher Bedeutung, sofern diese sich im Rahmen des zu untersuchenden Forschungsgegenstands umsetzen lässt.⁷⁵ Wie anhand Kap. 2.1.2 dargestellt wurde, existiert bislang keine einheitliche theoretische Definition des Begriffs Familienunternehmen.⁷⁶ Nun soll im Folgenden dargestellt werden, zu welchen Operationalisierungsalternativen Autoren im Rahmen empirischer Performance-Studien greifen, um sich dem Forschungsgegenstand der Familienunternehmen zu nähern.

2.1.3.1 Operationalisierung des Definitionsdilemmas

Wie bereits *Chrisman et al.* (2005) bemerken, sollten Wissenschaftler bei empirischen Fragestellungen einer Form von Top-Down-Systematik folgen. Vorab ist eine Allgemeindefinition festzulegen, bevor mithilfe eines modularen Systems zwischen verschiedenen Formen von Familienunternehmen differenziert wird.⁷⁷ Durch diese hierarchische Klassifikation nähert man sich sukzessive dem gewünschten Forschungsgegenstand.⁷⁸ In Tabelle 1 sind verschiedene operationale Definitionen aufgelistet, die einen Eindruck über die in empirischen Studien verwendete Vielfalt an Definitionsansätzen vermitteln und die gängige Herangehensweise beschreiben.⁷⁹ Trotzdem scheinen sich zwei dominante theoretische Ansätze aus den Arbeitsdefinitionen über die Performance von Familienunternehmen herauszukristallisieren: der **Components-Ansatz**⁸⁰ sowie der **Essence-Ansatz**.⁸¹

Wie aus den gewählten Arbeitsdefinitionen ersichtlich wird, beziehen sich die meisten Studien auf den Komponenten-Ansatz, da dieser vergleichsweise einfach zu operationalisieren ist.⁸² Der *Essence-Ansatz* beschreibt eine Weiterentwicklung des *Components-Ansatzes*, der die Elemente Eigentum und Management um die Fakto-

⁷⁵ Vgl. zur Übersicht verschiedener empirischer Definitionsansätzen u.a. *La Porta et al.* (1999), *Anderson/Reeb* (2003a), *Jaskiewicz* (2006), *Engelskirchen* (2007) sowie *Miller et al.* (2010).

⁷⁶ Vgl. hierzu *Handler* (1989), der festgestellt hat, dass eine wesentliche Herausforderung für valide Familienunternehmensforschung darin besteht, Familienunternehmen eindeutig zu definieren. Die Tatsache des fehlenden einheitlichen Definitionsrahmens wird gelegentlich auch als *family business definition dilemma* bezeichnet, siehe ebenfalls *Astrachan et al.* (2002), S. 45 und *Klein et al.* (2005), S. 322.

⁷⁷ Vgl. *Chrisman et al.* (2005), S. 556.

⁷⁸ *Miller et al.* zufolge bedienen sich empirische Studien bedauerlicherweise vielfach nicht dieser Herangehensweise, so dass die Literatur noch immer zahlreiche heterogene Arbeitsdefinitionen ohne Allgemeingültigkeit hervorbringt, vgl. hierzu ausführlich *Miller et al.* (2007).

⁷⁹ Neben Arbeitsdefinitionen für privat gehaltene Unternehmen sind in dieser Darstellung auch Ansätze für börsennotierte Familienunternehmen beschrieben. Zudem finden sich aufgrund der Artverwandtschaft in dieser Liste neben Artikeln zur Performance-Analyse auch Beiträge zur Analyse der Eigentümerstrukturen (*Corporate-Ownership*) von Familienunternehmen.

⁸⁰ Vgl. *Chua et al.* (1999); *Smyrnios et al.* (1998); *Klein* (2000a); *Schraml* (2010).

⁸¹ Vgl. *Litz* (1995), *Chua et al.* (1999), *Habbershon et al.* (2003) sowie allgemein *Chrisman et al.* (2005) und *Hack* (2009).

⁸² Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Kap. 2.1.2.

Tabelle 1: Übersicht empirischer Definitionen des Begriffs Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Auswertung)

Autor	Jahr	Definition
Hengstmann	(1935)	1. Beteiligte Personen sind Mitglieder einer Familie, 2. Einzelne Familienmitglieder oder die gesamte Familie beherrschen die Gesellschaft, Mehrheit der Stimmrechte, 3. festen Willen das Unternehmen als eine der Familie dienende Gesellschaft zu führen
Shanker/ Astrachan	(1996)	Familie ist als Eigentümer direkt involviert, hält mindestens eine Managementposition, Familie befindet sich zumindest in der zweiten Generation (enge Definition).
Klein	(2000)	Substantial Family Index (SFI) > 1, d.h. % Eigentumsanteil + % Geschäftsführung + % Kontrollgremium der Familie muss zumindest 100% betragen.
Anderson/ Reeb	(2003)	Die Gründerfamilie zeigt Präsenz im Unternehmen präsent durch Aktienbesitz und/oder Sitze im Board of Directors.
Freund	(2004)	Eigentum und Leitung liegen in den Händen einer Familie oder auch weniger Familienstämme.
Jaskiewicz et al.	(2005)	Die Familie hält einen Eigentumsanteil in beliebiger Höhe am Unternehmen, zudem übt sie mindestens eine Kontrollfunktion aus (F-PEC Skala).
Zellweger	(2006)	Substantial Family Index (SFI)
Maury	(2006)	Eine Familie, eine Einzelperson oder eine nicht-börsennotierte Firma vereinigen mehr als 10 Prozent der Stimmrechte.
Villalonga/ Amit	(2006)	Der Unternehmensgründer oder ein assoziiertes Familienmitglied (ggfs. angeheiratet) hat eine Position als Vorstand, Geschäftsführer oder Aktionär.
Engelskirchen	(2007)	Eine Familie oder ein Familienmitglied übt die direkte oder indirekte Kontrolle aus. Ferner unterscheiden sich FB und NFB durch eine Beteiligung der Familien sowie die Absicht die direkte oder indirekte Kontrolle zu bewahren. Der Grad der <i>familiness</i> bestimmt die Performance.
Andres	(2008)	Gründerfamilie hält mindestens 25% der Stimmrechte und/oder ein Mitglied der Gründerfamilie ist im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten.
Leiber	(2008)	Ein Unternehmen gilt als Familienunternehmen, sobald die Gründerfamilie Anteile in beliebiger Höhe hält oder mindestens ein Familienmitglied im Unternehmen tätig ist.
Feito-Ruiz/ Menendez-Requejo	(2010)	Das akquirierende Unternehmen wird als Familienunternehmen bezeichnet sofern der Hauptaktionär eine Familie oder eine Einzelperson darstellt.
Koerberle-Schmid et al.	(2012)	Die Stimmrechte liegen mehrheitlich in Familienhand und mind. ein Familieneigentümer befindet sich im Top-Management oder Kontrollgremium. Zudem nehmen die Eigentümer Einfluss auf Vision, Strategie, Ziele und Governance eines Unternehmens.

ren Erfahrung, Engagement und Zielstruktur einer Familie erweitert und integriert.⁸³ In der Realität sind diese Faktoren, die den Kern eines Familienunternehmens oder die *familiness* erfassen jedoch äußerst vielschichtig, komplex und schwierig zu dokumentieren. Dies bezieht sich nicht nur auf die Herausforderung, die in der F-PEC Skala geforderten Informationen, z.B. zur Unterskala Kultur, zu quantifizieren, wie von *Astrachan et al.* gefordert.⁸⁴ Obwohl eine Operationalisierung anhand

⁸³ Konkret äußert sich das in der Weiterentwicklung der SFI-Skala zum Konzept der F-PEC-Skala, vgl. hierzu *Astrachan et al.* (2002), *Klein et al.* (2005).

⁸⁴ Vgl. *Astrachan et al.* (2002), S. 46-47 und *Leiber* (2008), S. 33.

der F-PEC Skala aus konzeptioneller Betrachtung eine beachtenswerte Erweiterung der SFI-Skala darstellt, stößt diese Konzept in der praktischen Umsetzung an seine Grenzen.⁸⁵ Eine Reduzierung auf die SFI-Skala oder auch Einzelaspekte dieses Ansatzes liegen demnach nahe und spiegeln sich nicht zuletzt in den operationalisierten Arbeitsdefinitionen durchgeführter Studien wider.⁸⁶

Angesichts der vielfältigen und teils heterogenen Definitionsansätze verwenden zahlreiche Autoren eine Kombination aus den harten Faktoren Eigentum, Management und Kontrolle sowie den Komponenten Anzahl der Stimmrechte und sozio-kultureller Intention der beteiligten Individuen. Diese Vorgehensweise hat zwei Gründe. Je nach Datenverfügbarkeit und Umfang der Stichprobe wird eine strenge oder wenige strenge Definition von Familienunternehmen gewählt, die zu einer dichotomen Entscheidung von Familien- oder Nicht-Familienunternehmen führt. Wie anhand der Übersicht in Tabelle 1 ebenfalls zu erkennen ist, nimmt sowohl die Definitionsvielfalt als auch die -rigidität im Zeitverlauf zu, was auf ein gesteigertes und differenziertes Forschungsinteresse zurückzuführen ist.

2.1.3.2 Systematisierung der Einzelsysteme

Um sich dem Forschungsgegenstand sukzessive zu nähern, wird in der Literatur zur Charakterisierung von Familienunternehmen vermehrt auf einzelne Aspekte dieses Unternehmenstypus zurückgegriffen. Die einfachste Operationalisierung wählen Autoren, indem sie ausschließlich unternehmensspezifische **Eigentumsstrukturen**, die den Einfluss von Eigentumsanteilen auf die Unternehmensperformance analysieren, betrachten. Für *Górriz/Fumás* besteht die Unterscheidung zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen darin, ob in dem jeweiligen Unternehmen eine kontrollierende Gruppe von Personen existiert ist, die den gleichen Nachnamen tragen.⁸⁷ *La Porta et al.* gehen einen Schritt weiter, bei ihnen muss die Familie bzw. eine Einzelperson ein kontrollierender Aktionär mit mindestens 20% Eigentumsanteil sein und kein weiterer Aktionär mehr als 10% der Anteile halten.⁸⁸ Während bei *Claessens et al.* und *Barontini/Caprio* der Eigentumsanteil der Familie als größter Aktionär mindestens 10% betragen muss, fordern *Favero et al.* von einer Familie, dass sie mindestens 20% der Gesellschafteranteile auf sich vereinigen, um als Familienunternehmen identifiziert zu werden.⁸⁹ Diese Schwellenwerte sollen bei der Betrachtung von familiengeführten Unternehmen die Familiendominanz sicherstellen. Ganz bewusst verzichten hingegen *Anderson et al.* auf die Nennung von Schwellenwerten bei Eigentumsanteilen. Sie bemängeln neben einer systematischen

⁸⁵ Vgl. *Schraml* (2010), S. 14.

⁸⁶ Vgl. Tabelle 1

⁸⁷ Vgl. *Górriz/Fumás* (1996), S. 579.

⁸⁸ Vgl. *La Porta et al.* (1999), S. 474.

⁸⁹ Vgl. *Claessens et al.* (2002), *Barontini/Caprio* (2006), *Favero et al.* (2006).

Verzerrung der Daten auch eine begrenzte Vergleichbarkeit mit anderen Studien.⁹⁰

Eine weitere Gruppe von Autoren modularisierten das Definitions-dilemma und kombinierten in ihren Arbeitsdefinitionen die beiden Faktoren **Eigentum und Management**. Anfängliche Forschungsbeiträge waren geprägt durch die klassische Auffassung, dass der Eigentümer zugleich auch die Position des Geschäftsführers ausübt. So lauteten frühere Ansätze, dass Eigentum und Management in Familienhand liegen müssen, wie u.a. *Daily/ Dollinger* (1992) bemerken. Der Dichotomie folgend werten *Mishra et al.* (2001) ein Unternehmen als Familienunternehmen – Dummyvariable nimmt den Wert Eins an – wenn mindestens eins ihrer drei festgelegten Kriterien aus den Bereichen Eigentum und Management erfüllt ist.⁹¹ *Anderson/ Reeb* (2003b) sind der Überzeugung, dass die Gründerfamilie im Unternehmen präsent sein muss. Offenkundig wird dieser Umstand durch Aktienbesitz und/ oder Sitze im Board of Directors. *Leiber* (2008) schließt sich dieser Definition an, stuft aber Betriebe als Familienunternehmen ein, sobald die Gründerfamilie Anteile in beliebiger Höhe hält oder mindestens ein Familienmitglied im Unternehmen tätig ist.⁹² *Villalonga/ Amit* (2006) setzen zudem eine Tätigkeit des Gründers oder eines Familienmitgliedes im Vorstand voraus.⁹³

2.1.3.3 Mehrstufige Modularisierung

In einigen Studien werden die drei Faktoren **Eigentum, Management und Kontrolle** gesamtheitlich berücksichtigt. *Faccio/ Lang* (2002) ziehen hierbei mehrere Variablen zur Bestimmung des Familieneinflusses in Betracht, die sie in ein dreigliedriges System unterteilen. Die mehrstufige Modularisierung bezieht die geäußerte Kritik an den Einzelsystemen mit ein und nähert sich sukzessive der Differenzierung verschiedener Stufen von Familienunternehmen.⁹⁴ *Bartholomeusz/ Tanevski* (2006) differenzieren zudem zwischen aktiver oder passiver Kontrolle durch eine Familie, Einzelperson oder engen Verwandten. Sie untersuchen erstmalig die Performancwirkung von Corporate Governance bei Familienunternehmen. Diesem Thema widmet sich auch *Leiber* (2008), die allerdings aufgrund der prekären Datenverfügbarkeit bei deutschen Familienunternehmen nur einen Anteilsbesitz in beliebiger Höhe sowie eine allgemeine Kontrolltätigkeit eines Familienmitglieds im Unternehmen voraussetzt. Weitere Studien stellen neben der allgemeinen direkten oder indirekten Beteiligung auf die sozio-kulturelle **Intention** bei Familienunternehmen ab. Für *Gallo/ Vilaseca* (1998) gilt die Absicht des Eigentümers, das Gesellschaftsvermögen für eine spätere Nachfolgeregelung sichern zu wollen. Bei *James* (1999) entscheidet als einziges Kriterium die Intention einer familieninternen Nachfolge-

⁹⁰ vgl. ausführlich *Anderson et al.* (2003) sowie *Leiber* (2008), S. 35.

⁹¹ Vgl. *Mishra et al.* (2001) sowie Tabelle 1.

⁹² Vgl. *Leiber* (2008), S. 136.

⁹³ Vgl. *Villalonga/ Amit* (2006), *Villalonga/ Amit* (2010).

⁹⁴ Vgl. *Chrisman et al.* (2003a), S. 468f.

regelung.

Der Kombination und Berücksichtigung der verschiedenen Aspekte der zahlreichen Definitionsansätze widmet sich *Klein* (2000b), die versucht im Rahmen eines modularen Ansatzes die geäußerten Kritikpunkte zu vereinigen. Sie entwickelt die SFI-Skala, die eine Formel zur Berechnung des Familienstatus eines Unternehmens darstellt und die Elemente Eigentum, Management und Kontrolle graduell berücksichtigen.⁹⁵ Eine Weiterentwicklung stellt der von *Astrachan et al.* (2002) bzw. *Klein et al.* (2005) konzipierte F-PEC dar, der die Elemente des SFI aufgreift und um die Faktoren Erfahrung und Kultur erweitert. Wie bereits zu Beginn erwähnt, stellt der F-PEC aus konzeptioneller Sicht eine sinnvolle Erweiterung um die sogenannten weichen Faktoren dar. Dennoch stößt dieser in Bezug auf die Datenverfügbarkeit und Messbarkeit, sofern es sich um nicht-börsennotierte Unternehmen handelt, an Grenzen, die eine praktische Umsetzung erschweren und eine Rückbesinnung auf das Konzept des SFI nahe legen.⁹⁶

Bereits *Astrachan/ Shanker* bemerken angesichts der globalen Häufigkeit und Bedeutung von Familienunternehmen, dass ein Konsens über die universelle Definition von Familienunternehmen nur zu begrüßen wäre.⁹⁷ Bislang zeichneten sich empirische Studien dadurch aus, aus der reichhaltigen Auswahl an Ansätzen diejenige Definition zu wählen, die am besten auf den jeweilig anzuwendenden Forschungsgegenstand abstellt, um diesen dann zu modularisieren oder individuell zu modifizieren. Dieses Konglomerat von Begriffsansätzen fördert dabei nicht die grundsätzliche Validität der durchgeführten Studien, da durch die verschiedenste Anwendung der Begriffspaare ein objektiver Vergleich nur begrenzt möglich ist.⁹⁸ Unabhängig von der Diskussion um eine theoretische Definition, bleibt für die empirische Wissenschaft zu hoffen, dass eine internationale, legitimierte Definition Eingang in die Forschung findet.⁹⁹

⁹⁵ *Klein* (2000b) bemerkt, dass diese aus ihrer Sicht zwar komplementär wirken, dem Eigentumsanteil aber die wichtigste Rolle zukommt.

⁹⁶ Vgl. *Schraml* (2010), S. 14f aber auch *Jaskiewicz et al.* (2005), *Engelskirchen* (2007) und *Sachs* (2007).

⁹⁷ Vgl. *Astrachan/ Shanker* (2003), S. 217-218.

⁹⁸ Bereits *Anderson/ Reeb* (2003b) äußerten ihre Unzufriedenheit über die definitorische Uneinigkeit, die sie auf mangelnde Richtlinien zurückführen.

⁹⁹ *Mroczkowski/ Tanewski* (2004) und *Mroczkowski/ Tanewski* (2007) schlagen hierzu einen Orientierung an offiziellen Kriterien wie dem internationalen Rechnungslegungsstandard vor und entwickeln einen vierstufigen Ansatz zur validen Bestimmung von Familienunternehmen, vgl. hierzu auch *Leiber* (2008), S. 36.

2.1.4 Angewandte Definition in der vorliegenden Studien

Wie in den vorherigen Abschnitten dargestellt, gibt es in der wissenschaftlichen Literatur keine einheitliche Definition, die unter dem Begriff Familienunternehmen subsumiert werden kann und daher existieren eine Vielzahl von uni- und multivariaten Definitionsansätzen parallel nebeneinander. Mangels einer allgemein gültigen und anerkannten Definition wird der Begriff Familienunternehmen für diese Untersuchung auf Basis etablierter Definitionsansätze zur Erfassung des Familieneinflusses modularartig operationalisiert. Die Anwendung multipler Ansätze bietet vor allem die Möglichkeit, die vorliegende Arbeit mit bereits vorhanden Studien zu vergleichen. Zudem ist es das Ziel, eine Definition zu wählen, die auf den jüngsten und neusten Fortschritten der Wissenschaft basiert. Nicht zuletzt sollen mit der modularen Vorgehensweise spezifische Schwächen der einzelnen Konzepte identifiziert und eliminiert werden. Die angewandte Arbeitsdefinition soll daher transparent und eindeutig wie auch modular sein und die Operationalisierung zu zuverlässigen und validen Ergebnissen führen.¹⁰⁰

Eine fundamentale Annahme dieser Studie ist die Messung des Familieneinflusses mithilfe struktureller Variablen (d.h. Höhe des Eigentumanteils, die Anzahl der Familie in Unternehmensführung und -überwachung). Diese manifestieren spezifische Charakteristika, die den Familieneinfluss symbolisieren, bestimmtes Verhalten hervorrufen und Einfluss auf den Erfolg ausüben. Auf Basis dieser Charakteristika wird eine integrative Sicht von Familienunternehmen präsentiert, die auf den Dimensionen der Eigentums- und Leitungsstruktur basiert, aber auch teilweise die subjektiven Faktoren, wie den durch das familienspezifische Verhalten induzierten Erfolgsbeitrag, erfassen.

Mit der geschilderten Definitionsproblematik haben sich nicht nur Wissenschaftler auseinander gesetzt, sondern sie rückt zunehmend in den Fokus politischer Institutionen. Die EU-Kommission hat mithilfe der Expertengruppe Familienunternehmen, die aus Vertretern der einzelnen EU-Staaten zusammengesetzt ist, eine allgemeine Definition von Familienunternehmen erarbeitet.¹⁰¹ Diese EU-Definition soll fortan bei der Erhebung von quantitativen Informationen über Familienunternehmen verwendet werden und zur Vergleichbarkeit von Befunden zu Familienunternehmen beitragen.¹⁰² Gemäß der EU-Definition erweist sich ein Unternehmen beliebiger Größe als Familienunternehmen, wenn:¹⁰³

- ▶ die Entscheidungsgewalt mehrheitlich in der Hand der natürlichen Person(en) liegt, die das Unternehmen gegründet hat/haben, oder der natürlichen Person(en), die das Stammkapital des Unternehmens erworben hat/haben, oder

¹⁰⁰ Vgl. Astrachan et al. (2002), S. 46.

¹⁰¹ Vgl. European Commission (2009), S. 6-8.

¹⁰² Vgl. Achleitner et al. (2011), S. 21.

¹⁰³ Vgl. European Commission (2009), S. 10; Stiftung Familienunternehmen (2009), S. 6-9.

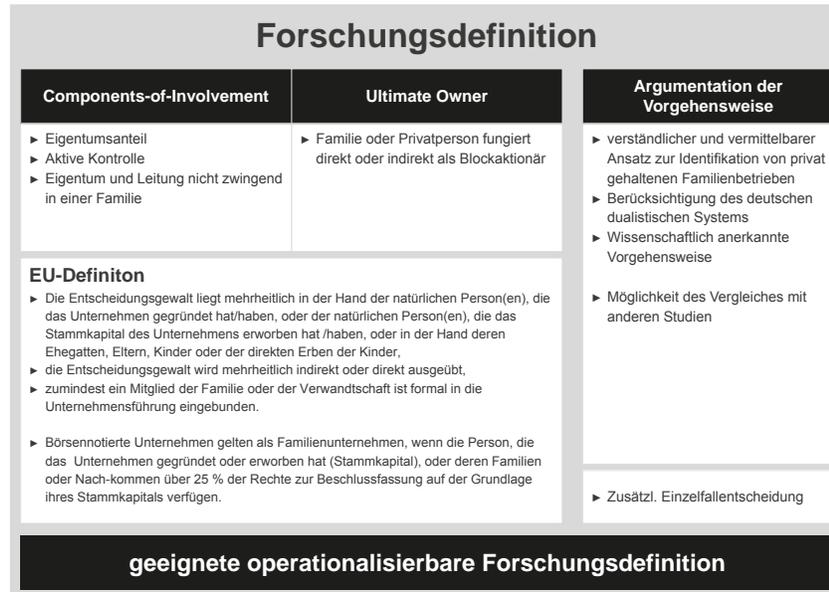


Abb. 5: Integrative Sicht der gewählten Forschungsdefinition

(Quelle: Eigene Darstellung)

in der Hand deren Ehegatten, Eltern, Kinder oder der direkten Erben der Kinder liegt,

- ▶ die Entscheidungsgewalt mehrheitlich indirekt oder direkt ausgeübt wird,
- ▶ zumindest ein Mitglied der Familie oder der Verwandtschaft formal in die Unternehmensführung eingebunden ist.
- ▶ Börsennotierte Unternehmen gelten entsprechend der Definition dann als Familienbetrieb, wenn die Person, die das Unternehmen gegründet oder erworben hat (Gesellschaftskapital), oder deren Familien oder Nachkommen über 25% der Rechte zur Beschlussfassung auf der Grundlage ihres Gesellschaftskapitals verfügen.¹⁰⁴

¹⁰⁴ Diese Definition wurde von der Stiftung Familienunternehmen, die als offizieller Vertreter der Bundesrepublik Deutschland in die Expertengruppe Familienunternehmen bei der EU-Kommission entsandt wurde, aus der englischen in die deutsche Sprache übersetzt. Die ursprüngliche Definition sowie der Abschlussbericht der Expertengruppe können über www.ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/ abgerufen werden.

Neben der modularen Erfassung findet zusätzlich eine Einzelfallprüfung statt, die den heterogenen Charakteristika der Familienunternehmen gewidmet ist. *König* (1986) bemerkte bereits, dass die Beurteilung, ob es sich im Einzelfall um ein Familienunternehmen handelt, zweckmäßig aus dem Blickwinkel des Unternehmens erfolgen sollte. Die Stärke des familiären Bewusstseins und Selbstverständnisses, die u.a. die Zielbildung im Unternehmen beeinflusst, kann nicht durch die genaue Abgrenzung der Mehrheitsverhältnisse und/oder der maßgeblichen Leitungs- oder Beherrschungsverhältnisse erfasst werden.¹⁰⁵ Zudem kann ein Unternehmen auch nur ein Familienunternehmen darstellen, sofern es dieses auch möchte, wie *Chua et al.* (1999) bemerken.¹⁰⁶ Einen zusammenfassenden Überblick über den in der vorliegenden Arbeit integrierten Definitionsansatz bietet die graphische Darstellung in Abbildung 5.

Dieses Konzept zur Operationalisierung von Familienunternehmen findet in der vorliegenden Arbeit Anwendung, da es einige grundlegende sowie für diese Arbeit relevante Vorteile zur Analyse des Zusammenschlusses bei Familienunternehmen aufweist. Neben der Eigenschaft einen verständlichen und vermittelbaren Ansatz zur Identifikation von privat gehaltenen Familienbetrieben zu verwenden, berücksichtigt dieser Ansatz auch das deutsche Corporate Governance System mit einem dualistischen Führungs- und Kontrollmechanismus. Zudem orientiert sich die Arbeit an in bisherigen Studien verwendeten, wissenschaftlich anerkannten Konzepten und verwendet eine transparente Modifikation anerkannter Definitionsansätze. Die Abgrenzung der Familienunternehmen in der vorliegenden Studie orientiert sich somit im Wesentlichen an der von der Europäischen Union konstituierten Definition von Familienunternehmen. Bei der Auswahl der Unternehmen wurde dabei darauf geachtet, eine möglichst heterogene Gruppe von Familienunternehmen zu analysieren, um neben den Unterschieden der verschiedenen Familienunternehmertypen auch die spezifischen Charakteristika der Familienunternehmen zu berücksichtigen. Die empirische Analyse wird klären, ob unternehmerischer Familienbezug Einfluss auf den Zusammenschluss von Unternehmen hat. In Kapitel 3 wird auf die Merkmale und Besonderheiten von Unternehmenszusammenschlüssen näher eingegangen sowie aktuelle Entwicklungen der Transaktionscharakteristika näher beleuchtet, bevor die theoretischen Herausforderungen der Familienunternehmensforschung sowie die zwei Hauptströmungen zur Klärung des spezifischen Erfolgs dieser Unternehmensgattung behandelt werden.

¹⁰⁵ Vgl. *Schmidt et al.* (2010), S. 36.

¹⁰⁶ Vgl. *Chua et al.* (1999), S. 25.

2.2 Volkswirtschaftliche Relevanz von Familienunternehmen

Die Bedeutung von familiengeführten Unternehmen und deren hohe volkswirtschaftliche Relevanz für die deutsche Wirtschaftsleistung ist unbestritten. Gleichwohl stellt es die Wissenschaft aber vor eine Herausforderung valide quantitative Belege für diese These zu finden und somit die besonderen Bedeutung von Familienunternehmen mit präzisen Zahlen und Informationen zu untermauern. Denn das klassische Familienunternehmen gibt es nicht, sie zeichnen sich vielmehr durch ihre heterogene Charakteristik aus. Dennoch gibt es vereinzelt Gemeinsamkeiten, die eine Kategorisierung ermöglichen, wie beispielsweise die Tatsache, dass die überwiegende Zahl der deutschen Betriebe privat gehaltene Familienunternehmen darstellen. Sie alle eint mehr oder weniger der Schleier der Unscheinbarkeit, die teilweise bewusste Verschwiegenheit sowie die geringe Verfügbarkeit von Informationen über diesen speziellen Unternehmenstypus, was eine valide Quantifizierung der volkswirtschaftlichen Bedeutung deutlich erschwert.¹⁰⁷ Darüber hinaus verhindert die bereits erwähnte Vielfalt möglicher theoretischer wie operationalisierter Definitionen von Familienunternehmen eine Vergleichbarkeit mit Resultaten von bereits existierenden wissenschaftlichen Studien.¹⁰⁸ Auch eine formal juristische Einordnung von Familienunternehmen ist problematisch, da im deutschen Gesellschaftsrecht keine eindeutige Definition vorhanden ist.¹⁰⁹

Der Herausforderung einer Bestimmung der volkswirtschaftlichen Bedeutung deutscher Familienunternehmen widmete sich erstmalig *Klein* (2000b, 2004) sowie fortlaufend im Auftrag verschiedener Nicht-Regierungsorganisationen das *IfM Bonn* (2001, 2007), das *ZEW* (2008, 2009, 2011) und das *ifm Mannheim* (2009, 2011). Da Familienunternehmen keiner amtlichen Statistik zugeordnet sind und die Daten existierender Erhebungen, wie z.B. der Umsatzsteuerstatistik, nicht hinreichend sind, um bei den erfassten Unternehmen zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen zu differenzieren, behelfen sich Studien zur Quantifizierung dieser Unternehmensgattung vielfach der Methode der zusätzlichen Datenerhebung.¹¹⁰ Hierbei bedienen sich diese Studien neben zahlreichen kommerziellen Datenbanken auch weitreichender Unternehmensbefragungen mit einer hohen Anzahl von Stichprobenunternehmen, die eine Gewinnung von zuverlässigen Hochrechnungsfaktoren für die Bestimmung der Schlüsselzahlen auf Basis der amtlichen Statistiken für den gesamten Unternehmensbestand ermöglichen.¹¹¹

Gegenwärtige Berechnungen zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen stützen sich auf die Ergebnisse einer aktuellen Studie, die vom Zentrum

¹⁰⁷ Vgl. *Simon* (2007), S.15f.

¹⁰⁸ Vgl. ausführlich Kap. 2.1 als auch *Lansberg et al.* (1988), S. 1; *Chua et al.* (1999), S. 19ff sowie *Astrachan/ Shanker* (2003), S. 211f und *Chrisman et al.* (2005), S. 556f.

¹⁰⁹ Vgl. *Henseler* (2006), S. 33.

¹¹⁰ Vgl. *Wolter/ Hauser* (2001), S. 28-29; *ZEW* (2008), S. 13; *Schraml* (2010), S. 15.

¹¹¹ Vgl. *IfM Bonn* (2001), S. 3; *ZEW* (2008), S. 13 und *Haunschild/ Wolter* (2010), S. 1ff.

für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) sowie vom Institut für Mittelstandsforschung (ifm Mannheim) im Auftrag der *Stiftung Familienunternehmen* erstellt wurde. Beide Datensätze basieren auf den Daten des Verbands der Vereine Creditreform (VVC) aus dem Jahr 2010 und bekräftigen die Ergebnisse bereits vorhandener Untersuchungen.¹¹² Die hohe Repräsentativität dieser Studien wird sichergestellt, indem die erfassten Daten mit anderen öffentlich zugänglichen Referenzdatensätzen wie der Umsatzsteuerstatistik, der Beschäftigungsstatistik des Statistischen Bundesamtes und dem amtlichen Unternehmensregister abgeglichen werden.¹¹³ Hierbei wurde ein besonderes Augenmerk auf die Verteilung der Anzahl der Unternehmen und der Beschäftigten in Bezug auf Branchencluster und Rechtsform gelegt.¹¹⁴

Auf Basis der Definition familienkontrollierter Unternehmen errechnen die beiden Forschungsinstitute – das ZEW und das ifm Mannheim – einen Anteil der Familienunternehmen in Deutschland von nahezu 92%.¹¹⁵ Zudem arbeiten über die Hälfte (60%) der in der Privatwirtschaft beschäftigten Personen in familienkontrollierten Unternehmen¹¹⁶, zugleich liegt der Anteil dieser Familienunternehmen am Gesamtumsatz der Privatwirtschaft bei 51%.¹¹⁷ Unabhängig von der kategorialen Abgrenzung sind Familienunternehmen überproportional in der Klasse der kleinsten Unternehmensgröße mit weniger als 10 Beschäftigten vertreten. Der Anteil von Familienunternehmen nimmt hingegen mit zunehmender Beschäftigung deutlich ab, so sind bei den Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten nur noch ein Viertel der Unternehmen als Familienunternehmen einzustufen.¹¹⁸

Weiteren Aufschluss über den Stellenwert familiengeführter Unternehmen in der deutschen Unternehmenslandschaft gibt eine Zusammenstellung der 500 beschäftigungs- und umsatzstärksten Familienunternehmen mit Hauptsitz in Deutschland, die veranschaulicht, welchen Beitrag diese Betriebe zur deutschen Gesamtbeschäftigungs- und Wirtschaftssituation leisten. Darüber hinaus tritt anhand der ermittelten Umsatz- und Mitarbeiterzahlen zwischen den Jahren 2006 und 2010 die wirtschafts-

¹¹² Vgl. u.a. *Freund* (2004), *IfM Bonn* (2007), *Klein* (2000b), *Klein* (2004), *ZEW* (2008) sowie *ZEW* (2009). Je nach Definition und Untersuchungszeitraum schwankt der Anteil der Familienunternehmen an allen Unternehmen in Deutschland zwischen 67% und 95%.

¹¹³ Vgl. *Gottschalk et al.* (2011), S. 7.

¹¹⁴ Diese Vorgehensweise verspricht valide und reproduzierbare Ergebnisse, so dass zusammenfassend festgestellt werden kann, dass die Creditreform-Daten ein weitgehend repräsentatives Abbild der Unternehmenslandschaft in Deutschland liefern, wie *Broer et al.* (2008) bemerken. *Harhoff/Stahl* (1995) zufolge, liegt die Abdeckung des Unternehmensbestandes durch die VVC-Daten bei rund 80%. Siehe ebenfalls *Stiftung Familienunternehmen* (2009), S. 9.

¹¹⁵ Wie bereits in Abschnitt 2.1 erwähnt ist eine Kategorisierung von Familienunternehmen nach reinen qualitativen oder quantitativen Kriterien nicht überzeugend, vgl. u.a. *Wallau* (2005), S. 2ff. Gemäß der dieser Arbeit zugrunde liegenden Definition von Familienunternehmen werden für die folgende Darstellung der Studienergebnisse ausschließlich die Resultate der familienkontrollierten Unternehmen berichtet.

¹¹⁶ Ohne Unternehmen, die sich im Eigentum der öffentlichen Hand befinden, vgl. *Gottschalk et al.* (2011), S. 21f.

¹¹⁷ Vgl. *Gottschalk et al.* (2011), S. 16f.

¹¹⁸ Vgl. *Stiftung Familienunternehmen* (2011), S. 19f.

liche Tragkraft und Stabilitätswirkung dieser Unternehmensgattung zutage. Besondere Beachtung findet dabei die konjunkturelle Entwicklung der zurückliegenden Jahre, die maßgeblich durch eine Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt ist und nahezu jede Branche erfasste. So zeigt sich, dass die Krise an den großen Familienunternehmen ebenfalls nicht spurlos vorübergegangen ist. Dennoch zeichnen sich im Vergleich zu den DAX-Unternehmen einige Besonderheiten in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ab.

Im Jahr 2010 arbeiteten bei den größten 500 Familienbetrieben weltweit 4.5 Millionen Personen, davon rund 3.6 Millionen in Deutschland.¹¹⁹ Die umsatzstärksten Familienunternehmen erwirtschafteten hierbei einen Umsatz von nahezu 900 Milliarden Euro.¹²⁰ Die Zeitspanne zwischen 2006 und 2010 war geprägt durch eine wirtschaftliche Achterbahnfahrt, in der die betrachteten 500 deutschen Familienunternehmen trotz ökonomischer Unsicherheit weltweit ein Beschäftigungswachstum von annähernd 11% realisierten. Indessen erzielten die DAX-26 Unternehmen in demselben Zeitraum nur ein Beschäftigungswachstum von knapp 2%.¹²¹ Auf dem Höhepunkt der Wirtschaftskrise im Jahr 2009 ging die weltweite Beschäftigung der DAX-Unternehmen (-2.3%) stärker zurück als bei den untersuchten Familienunternehmen (-1.2%). Während die Inlandsbeschäftigung der in der statistischen Gesamtschau betrachteten Familienunternehmen zwischen 2006 und 2010 um 9% – von 3.3 Mio. auf 3.6 Mio. – anstieg, reduzierten die DAX-Unternehmen in demselben Zeitraum die Inlandsbeschäftigung um 7%.¹²² Somit sind im Jahr 2010 bei den Top 500 der Familienunternehmen im Inland 3.6 Mio. Menschen beschäftigt, bei den DAX-Unternehmen hingegen nur noch 1.4 Mio.¹²³

Im Vergleich zum Vorjahr mussten Familienunternehmen im Krisenjahr 2009 einen Umsatzeinbruch von knapp 10% verkraften, während die DAX-Unternehmen ihren Umsatz auch in dieser Phase um 3% steigern konnten. Im Folgejahr konnten beide Unternehmensgruppen die Verluste der Vorjahre wieder ausgleichen und befanden sich im Jahr 2010 wieder auf Wachstumskurs, so dass der Umsatz bei den Familienunternehmen um 11% und der der DAX-Unternehmen um 13% zulegen konnte.¹²⁴ Das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum der Jahre 2007 bis 2010 beträgt bei den Familienunternehmen 4%, im gleichen Zeitraum konnten die DAX-Unternehmen ein Umsatzwachstum von mehr als 8% verzeichnen, d.h. die DAX-Unternehmen sind jährlich um mehr als das Doppelte gewachsen.¹²⁵

Die eruierten Daten belegen, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise auf ihrem Höhepunkt im Jahr 2009 sowohl auf Familienunternehmen als auch auf Nicht-

¹¹⁹ Vgl. *IfM Bonn* (2010), S. 11.

¹²⁰ Vgl. ebenda.

¹²¹ Die DAX-26 Unternehmen ergeben sich aus den DAX-30 Unternehmen abzüglich der DAX-Familienunternehmen, vgl. *Gottschalk et al.* (2011), S. 37f sowie 41f.

¹²² Der Anteil der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung durch die Familienunternehmen in Deutschland beträgt nahezu 13%. Zum Vergleich, im Jahr 2006 betrug der Anteil noch 12%.

¹²³ Vgl. *Hauer/ Keese* (2011), S. 51.

¹²⁴ Vgl. *Stiftung Familienunternehmen* (2011), S.41ff.

¹²⁵ Vgl. *Hauer/ Keese* (2011), S. 51f.

Familienunternehmen einen erheblich Einfluss ausübte. Demnach führten die Umwälzungen bei den Familienunternehmen zu einem weniger starken Beschäftigungsabbau als bei den ebenfalls beobachteten DAX-Unternehmen. Der drastische Umsatzeinbruch im Jahr 2009 verdeutlicht allerdings, dass auch die Familienunternehmen stark von der Rezession betroffen waren. Insgesamt belegt die Studie, dass Großkonzerne zwar weiterhin ansprechende Wachstumsdaten hinsichtlich Umsatz und Beschäftigung vorlegten, Familienunternehmen in dieser Zwangslage aber ein bedeutend dynamischeres Beschäftigungswachstum bei gleichzeitigen moderaten Wachstumsraten aufzeigten und so ihre stabilisierende Wirkung entfalten konnten. Die Ergebnisse dieser und vorhergehender Studien legen nahe, dass familiengeführte Unternehmen bedeutende volkswirtschaftlichen Implikationen vorweisen und der in diesen akuten Krisen- und Nachkrisenjahren diagnostizierte Aufschwung ohne Familienunternehmen nicht so stark ausgefallen wäre.¹²⁶ Zusammengefasst ist zu konstatieren, dass Großunternehmen in der gesamtwirtschaftlichen Betrachtung an Gewicht verlieren, während die Familienunternehmen ihre dynamische und zugleich stabilisierende Wirkung entfalten können und somit an Bedeutung gewinnen.

2.3 Zwischenfazit

Insgesamt konnte gezeigt werden, dass die Definition von Familienunternehmen eine zentrale Herausforderung darstellt und eine Unbestimmtheit der Begriffsverwendung vorliegt. Anhand der Einordnung theoretischer Definitionskonzepte zeigte sich die teils ambivalente Begriffsverwendung und die besondere Interaktion aus den Sozialsystemen Familie und Unternehmen. Die in empirischen Studien verwendeten operationalen Definitionen orientieren sich in unterschiedlichem Maße an den Faktoren Eigentum, Management und Kontrolle sowie der Anzahl von Stimmrechten oder der sozio-kulturellen Intention der beteiligten Personen. Zur graduellen Erfassung von Familienunternehmen wird vermehrt auf die SFI-Skala zurückgegriffen. Je nach Datenverfügbarkeit und Umfang der Stichprobe wird eine strenge oder weniger strenge Definition von Familienunternehmen gewählt, die zu einer dichotomen Entscheidung über Familien- oder Nicht-Familienunternehmen führt. Mit dem *Components*- und dem *Ultimate-Owner*-Ansatz können zwei Forschungsansätze identifiziert werden, um dem Problem der Klassifizierung von Familienunternehmen in der vorliegenden Arbeit zu begegnen. Die Analyse und Bedeutung der volkswirtschaftlichen Relevanz familiengeführter Betriebe wird nicht nur durch die hohe Anzahl von Forschungsbeiträgen hervorgehoben. So zeigen Veröffentlichungen, dass insbesondere Familienunternehmen in den Jahren einer globalen Konjunkturveränderung von 2006-10 zugleich eine hohe wirtschaftliche sowie stabilisierende Bedeutung auf die Beschäftigungssituation in Deutschland zugeschrieben werden muss.

¹²⁶ Vgl. *ifm Mannheim* (2011), S. 48ff.

Kapitel 3

Theorie und Marktentwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen

3.1 Begrifflichkeiten und definitorische Abgrenzung

3.1.1 Beschreibung des Begriffs M&A

Kein ökonomischer Begriff hat in den letzten beiden Jahrzehnten für soviel Gesprächs- und Diskussionsbedarf gesorgt - bei gleichzeitiger Euphorie und Melancholie - wie der Begriff Mergers & Acquisitions (kurz: M&A).¹²⁷ Während der Begriff in der angelsächsischen Literatur hinreichend und detailliert beschrieben ist und sich in zahlreichen landesspezifischen Publikationen, Lehrbüchern sowie Leitfäden wiederfindet, wurde dieses Thema in Deutschland erst zu Beginn der 1980er Jahre wissenschaftlich aufgearbeitet.¹²⁸ Im Mittelpunkt der Untersuchung steht eine wissenschaftliche Fragestellung mit dem Schwerpunkten Strategisches Management, Organisations- und Kapitalmarkttheorie sowie Volkswirtschaftslehre. Darüber hinaus betrifft dieses Thema juristische (wie z.B. vertrags-, gesellschafts-, arbeits- und steuerrechtliche sowie kartell- und umweltrechtliche Rechtsgebiete) aber auch soziologische und psychologische Fragestellungen.¹²⁹ Vor dem Hintergrund der Forschungsfrage erscheint es jedoch zweckmäßig, die in der vorliegenden Arbeit zugrunde gelegte wirtschaftswissenschaftliche Fragestellung in den Vordergrund zu stellen und sich dem Thema mit einer Eingrenzung des Begriffs zu nähern.

Der aus dem angelsächsischen Investment-Banking stammende Begriff M&A, der zurzeit eine globale Aufmerksamkeit genießt, ist zu einem allumfassenden Gestaltungsbegriff für zahlreiche Branchen geworden. Je nach Dekade wird diese Wortkombination mit unterschiedlichen Theorien, Begriffen oder Entwicklungen in Verbindung gebracht, wobei sich eine allgemeingültige Definition jedoch noch nicht durchsetzen konnte. Die Dominanz der angloamerikanischen M&A-Szene - theo-

¹²⁷ Siehe ebenfalls zur Diskussion um Wohl und Wehe von M&A bei DAX-Konzernen in der vergangenen Dekade, vgl. *Handelsblatt* (2012d)

¹²⁸ Vgl. *Müller-Stewens* (1991), S. 158; *Metz* (2002), S. 7f ebenso wie *Wirtz* (2003), S. 10.

¹²⁹ Vgl. *Jansen* (2000), S. 35f.

retisch wie praktisch - ist nach wie vor ungebrochen.¹³⁰ Allen Ansätzen ist jedoch gemein, dass im Umfeld dieser unternehmerischen Aktivität die unterschiedlichsten Formen von Unternehmensverbindungen mit dieser Wortkombination beschrieben werden. So wird in einem Atemzug von Unternehmenskäufen oder -verkäufen, Übernahmen, Merger of Equals, Fusionen, Strategischer Allianz, MBO bzw. MBI oder allgemein von M&A gesprochen.¹³¹

Eine eindeutige deutsche Übersetzung für diesen Begriff zu finden ist umstritten, da selbst in der US-amerikanischen Literatur eine konsistente Begriffsverwendung nicht vorzufinden ist. Verschiedene Autoren verwenden die Nomenklatur *Mergers & Acquisitions* ebenfalls synonym.¹³² Andere wiederum trennen dieses Wortgerüst und unterstellen eine divergente Begriffsverwendung.¹³³ So findet eine Differenzierung zwischen M&A anhand der Intensität des Eingriffs auf die rechtliche Selbständigkeit der beteiligten Parteien statt.¹³⁴

Da in der vorliegenden Arbeit hauptsächlich der deutsche Markt für Unternehmenszusammenschlüsse betrachtet wird, liegt es nahe, die nationale Bestimmung und Verwendung des M&A-Begriffs eingehender zu betrachten. Die folgende Tabelle mit den wesentlichen Definitionen und Begriffen zeigt deutlich, dass auch im deutschen Schrifttum keine Einigkeit besteht und eine konsistente Begriffsverwendung nicht stattfindet. Das Begriffspaar wird anhand einer Vielzahl von Kriterien differenziert und charakterisiert. Dennoch fällt bei der Betrachtung der verschiedenen Definitionsansätze der fast durchgängige Konsens einiger weniger, jedoch zentraler Charakteristika auf. Weitestgehend alle Ansätze sehen eine Änderung der Eigentumsverhältnisse am Eigenkapital eines Unternehmens bzw. Unternehmensteils als ein konstituierendes Merkmal von M&A an. Demnach umschreibt der Begriff *Mergers & Acquisitions* den Handel (Kauf/ Verkauf) von bzw. mit Unternehmen, Unternehmensteilen sowie Unternehmensbeteiligungen - übersetzt wird die Terminologie häufig mit Fusion, Übernahme oder Zusammenschluss von Unternehmen. In einer eher weiten Auslegung umfasst er sowohl Kooperationen als auch die Bildung von Strategischen Allianzen. Diese Sichtweise schließt im weiteren Sinne sämtliche Dienstleistungsaktivitäten mit ein, die gesamtheitlich unter dem Begriff M&A subsumiert werden und umfasst auch die Berater- und Bankenperspektive.¹³⁵

Danach umfasst M&A im engeren Sinne eine primäre Unternehmensperspektive und betrachtet die Transaktion aus Käufer- bzw. Verkäufersicht. Im Fall der mehrheitsanteiligen Akquisition wird das erworbene Unternehmen oder die Unternehmensbeteiligung in die Organisation des Erwerbers, z.B. als Tochtergesellschaft integriert. Die vollständige Unternehmensübernahme geht hingegen einen Schritt weiter und setzt neben dem Erwerb der Unternehmensanteile den gleichzeitigen

¹³⁰ Vgl. hierzu auch Abschnitt 3.4.

¹³¹ Vgl. Müller-Stewens (1991), S. 158; Vogel (2002), S. 3; Lucks/ Meckl (2002), S. 23; Bauer (2012), S. 22.

¹³² Ansoff/ Weston (1962), S. 56; Napier et al. (1989), S. 105.

¹³³ Vgl. Buono/ Bowditch (1989), S. 60f; Cartwright/ Cooper (1992), S. 30ff.

¹³⁴ Vgl. Wirtz (2003), S. 10.

¹³⁵ Vgl. Wirtz (2003), S. 12; Copeland/ Weston (2005), S. 676 sowie Hinne (2008), S. 109.

Erwerb der Leitungs- und Kontrollbefugnisse voraus. Strukturell kann der Kauf/Verkauf von Unternehmen auf zwei verschiedene Arten erfolgen: Der Käufer erwirbt die Beteiligung durch die Übertragung von Gesellschaftsanteilen (Share Deal) oder durch die Übertragung der zum Unternehmen gehörenden Vermögenswerte und Rechte (Asset Deal).¹³⁶ In beiden Fällen kann es sowohl zu Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen kommen. In der Regel wird bei einer Akquisition davon ausgegangen, dass die wirtschaftliche Selbständigkeit des zu übernehmenden Unternehmens eingeschränkt oder vollkommen aufgehoben wird.¹³⁷

Aus Unternehmensperspektive bleibt festzuhalten, dass sowohl die Akquisition als auch die Fusion eine strategische Handlungsoption darstellen, die einen direkten Einfluss auf die strategische Ausrichtung eines Unternehmens ermöglicht. Für die hier vorliegende Arbeit erscheint es sinnvoll, M&A als einen Sammelbegriff für Transaktionen zu verstehen, der durch den Übergang von Leitungs- und/ oder Kontrollrechten auf dem Markt für Unternehmenskontrolle gekennzeichnet ist.¹³⁸

3.1.2 Definition von M&A im Kontext dieser Arbeit

Um sich einer angemessenen Definition hinsichtlich der ausgewählten Forschungsfrage zu nähern, wird folglich unterstellt, dass M&A-Aktivitäten sowohl ein Instrument strategischer Unternehmensentscheidungen darstellen, um aktiven Einfluss auf die Unternehmenspolitik auszuüben, als auch mit einer Kapitalbeteiligung verbunden sind. Reine Finanzinvestitionen, die nur der passiven Finanzanlage und keinem strategischen Vorhaben dienen, zählen nicht zu den hier untersuchten M&A-Vorhaben. Diese Form des Anteilerwerbs, ohne Übertragung der Leitungs- und Kontrollrechte, die dem reinen Renditemotiv unterliegen, werden hier nicht weiter betrachtet, da sie das Oberziel der strategischen Ausrichtung nicht erfüllen. Zudem zählen Zusammenschlüsse aus dem Bank oder Wertpapierwesen – Wertpapierbroker, -händler und -börsen – sowie der Versicherungs- und Immobilienwirtschaft nicht zu dem hier definierten M&A-Begriff. Zusätzlich werden auch keine Transaktionen von Holding- und Zweckgesellschaften wie z.B. Special Purpose Vehicle oder Private Equity Fonds sowie von gewöhnlichen Versorgungsunternehmen be-

¹³⁶ Vgl. Müller-Stewens (2010c), S. 4; Picot (1998), S. 27. Ein Spezialfall ist hingegen die Kombination dieser beiden Varianten, der häufig bei Joint Ventures mit einem vornherein bestimmten Beteiligungsverhältnis gewählt wird. Vgl. hierzu auch Lucks/ Meckl (2002), S. 27f.

¹³⁷ Vgl. Lucks/ Meckl (2002), S. 24 als auch Coenenberg/ Jakoby (2000), S. 177f zur Beibehaltung der rechtlichen Selbständigkeit der beiden Transaktionspartner.

¹³⁸ Vgl. ausführlich Achleitner (1999), S. 137 zum Markt für Unternehmenskontrolle. Die Unterscheidung zwischen Fusion (Merger) und Unternehmensübernahme (Akquisition) spielt in der Praxis häufig eine eher untergeordnete Rolle und die Trennung dieser beiden Begriffe erfolgt nur dann, wenn es sich um juristische oder steuerrechtliche Sachverhalte handelt. In der vorliegenden Arbeit wird eine Unterscheidung ebenfalls nur dann vorgenommen, wenn sich für den Transaktionsablauf relevante Unterschiede ergeben.

rücksichtigt.¹³⁹ Eine Verzerrung der Ergebnisse ist bei gemeinsamer Analyse nicht auszuschließen.¹⁴⁰ Daraus leitet sich die Arbeitsdefinition für die folgende Analyse des Erfolgs von Akquisition bei privat gehaltenen Familienunternehmen ab:¹⁴¹

Der Begriff M&A umfasst den strategisch induzierten mehrheitsanteiligen Kauf bzw. Zusammenschluss von Unternehmen oder Unternehmensteilen sowie deren anschließender Integration. Damit einher geht die aktive Wahrnehmung der Leitungs-, Kontroll- und/ oder Verfügungsbefugnisse durch das Bietunternehmen.

3.2 Transaktionsanlässe und Motive von Familienunternehmen aus Käufersicht

Angesichts der deutlichen Zunahme von Unternehmensübernahmen nicht nur in Deutschland stellt sich die Frage, warum externe Wachstumsstrategien zu einem immer wichtigeren Faktor in der Unternehmensentwicklung geworden sind.¹⁴² M&A tritt in diesem Zusammenhang in verschiedenen Formen auf und ist durch die unterschiedlichen Zielsetzungen der Unternehmen geprägt. In diesem Abschnitt werden daher wesentliche Gründe in Verbindung mit den Zielen und Motiven für Unternehmenszusammenschlüsse aus Käufersicht erläutert. Mit dieser Darstellungsweise wird die Absicht verfolgt, einen einzel- sowie gesamtwirtschaftlichen Überblick über die Ausgestaltungs- und Entscheidungsmöglichkeiten externer Wachstumsstrategien durch Familienunternehmen zu geben.

¹³⁹ Das geschieht im Einklang mit der gängigen Akquisitionsliteratur, die diese Branchen in der Regel von der empirischen Analysen ausschließt, da neben divergierenden Motiven im Zuge derartiger Transaktion auch die zugrunde gelegten Rechnungslegungs- und Regulierungsstandards sich deutlich von denen anderer Branchen unterscheiden., vgl. hierzu *Shyam-Sunder/ Myers* (1999), S. 227f oder *Hovakimian et al.* (2001), S. 4f. Insbesondere bei Versorgungsunternehmen kann es der Fall sein, dass diese staatlich reguliert sind oder der Staat eine nicht unwesentliche Beteiligung hält und es zu dadurch bedingten Zielkonflikten im Vergleich zu privat-wirtschaftlich organisierten Unternehmen kommen kann.

¹⁴⁰ Vgl. *Anderson/ Reeb* (2003b), S. 1308f.

¹⁴¹ M&A ist eine Form des anorganischen Wachstums. In der vorliegenden Arbeit wird mit dem Begriff M&A die Akquisition von ganzen Unternehmen, Unternehmensteilen, Asset-Deals sowie der Erwerb von Mehrheitsanteilen verbunden. Im Zusammenhang derartiger Transaktionen verliert mindestens eines der an diesem Prozess beteiligten Unternehmen seine wirtschaftliche Unabhängigkeit.

¹⁴² Vgl. hierzu auch Abschnitt 3.4.

3.2.1 Gesamtwirtschaftliche Transaktionsanlässe

In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist M&A zu einem bevorzugten Instrument der Unternehmensentwicklung in Deutschland geworden. Ungeachtet der zum Teil stark konjunkturbedingten Schwankungen sind Unternehmenszusammenschlüsse zu einem Werkzeug der Unternehmensleitung geworden, um maßgeblichen Einfluss auf die Entwicklung eines Unternehmens zu nehmen. Betrachtet man Unternehmensübernahmen aus dem gesamtwirtschaftlichen Blickwinkel, sind diese als die Reallokation von spezifischen Ressourcen auf einem ausgewählten Gütermarkt zu interpretieren, auf dem Unternehmen sowohl ge- als auch verkauft werden.¹⁴³ Unterstellt man jedoch die These eines funktionierenden Marktmechanismus, der eine effiziente Allokation von Ressourcen vorsieht, dann führt dieser Mechanismus zwangsläufig zum volkswirtschaftlichen Optimum, und ein Unternehmenszusammenschluss ist gesamtwirtschaftlich als ein effizienzverbesserndes Instrument einer Marktwirtschaft einzustufen.¹⁴⁴ Funktioniert der Marktmechanismus nicht ordnungsgemäß und die relevanten Gütermärkte werden infolge von M&A in ihrer Funktion beeinträchtigt, kann es auf oligopolistischen Märkten zu Konzentration oder Monopolbildung kommen.¹⁴⁵

Frühzeitig beschäftigten sich Studien mit den Implikationen von M&A-Aktivitäten auf den Grad der Konzentration. Eine der bedeutendsten Studien stellt fest, dass im Gegensatz zu den USA, wo sich auf den ersten Blick kein einheitliches Bild hinsichtlich einer Konzentration von Marktanteilen ergab, sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland im betrachteten Zeitraum eine Zunahme der Marktkonzentration infolge überwiegend horizontaler Unternehmenszusammenschlüsse festzustellen war.¹⁴⁶ Aus diesem Ergebnis ließe sich für Europa folgern, dass aufgrund der gestiegenen Marktkonzentration die Gewinne der an M&A-Transaktionen beteiligten Unternehmen ebenfalls gestiegen sein müssten.¹⁴⁷ Weiterführende Studien ergeben jedoch, dass die Hypothese „Hohe Konzentration = Hohe Gewinne“ nicht zu belegen ist, so dass die Gewinne der Unternehmen und die Zunahme der Marktkonzentration

¹⁴³ Eine Diskussion über die Frage, ob die Konzentration von Unternehmen eine Folge von Unternehmenszusammenschlüssen ist oder M&A die Folge der Konzentration von Unternehmen bzw. Branchen ist, ist nicht Bestandteil dieses Kapitels, es wird aber von einer autokorrelativen Wirkung ausgegangen.

¹⁴⁴ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 5f. In diesem Zusammenhang kann auch von der Metapher der unsichtbaren Hand gesprochen werden, in der der Marktmechanismus zu einer gesamtwirtschaftlich effizienten Allokation von Ressourcen bzw. Gütern führt. Dies gilt insbesondere dann, wenn es sich um die effiziente Verteilung der limitierten Ressource Kapital handelt. Vgl. hierzu *Smith* (1796) sowie *Samuelson/ Nordhaus* (2010), S. 306ff.

¹⁴⁵ Konzentration und die Bildung von Monopolen entsteht in der Praxis jedoch nicht allein durch M&A-Transaktionen. Nicht zuletzt bestimmen auch vorhandene Eintritts- sowie Austrittsbarrieren, wie z.B. hohe irreversible Kosten oder Marktgegebenheiten den Grad der Konzentration. Neben den genannten Gründen ist auch organisches Wachstum ein zentraler Aspekt für das Fortschreiten von Konzentration. Vgl. *Mueller* (1995), S.33f.

¹⁴⁶ Vgl. *Hughes/ Singh* (1980), S. 17ff.

¹⁴⁷ Vgl. *Vogel* (2002), S. 44.

on nicht im Einklang stehen.¹⁴⁸ Jedoch sind die betrachteten Studien nur begrenzt auf die obige These anwendbar, da die aufgeführten Untersuchungen keine spezifische Branchenanalyse vornehmen. Sie stellen aus diesem Grund eher eine Indikation als eine fundierte Aussage dar. Neuere Untersuchungen hingegen zeigen, dass die auf einer Variante des ressourcenbasierten Ansatzes fußenden Untersuchungen, bei denen spezifische Branchen bzw. Marktsegmente in den einzelnen Industrien berücksichtigt werden, Abweichungen zwischen Preis und Grenzertrag möglich sind.¹⁴⁹ Daraus ergibt sich die These, dass Unternehmen mit einem großen Marktvolumen in monopolähnlichen Märkten nach einer Gewinnmaximierung streben.¹⁵⁰ Unternehmen setzen einen Preis, der dem eigenen Grenzprodukt bzw. Grenzertrag entspricht. Dieser entspricht dem Zuwachs des Ertrags, der durch den Einsatz einer weiteren Einheit des spezifischen Produktionsfaktors realisiert wird. Studienergebnisse belegen diese theoretische Sichtweise und unterstellen eine erhebliche Korrelation zwischen Marktanteil und zu realisierendem Gewinn.¹⁵¹ Unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten führt M&A zu einer Marktkonsolidierung sowie zu einer effizienten Nutzung des Faktors Kapital. Hierbei kommt es zu einer Verschmelzung von Unternehmensressourcen und Marktanteilen. Erfolgen jedoch diese Konzentration und die positiven Auswirkungen auf das jeweilige Unternehmen zulasten des freien Wettbewerbs sowie letztendlich zum Nachteil der gesamten Volkswirtschaft, ist ein kartellrechtlicher und regulierender Eingriff notwendig.¹⁵² Infolgedessen sind wettbewerbsrechtliche und ordnungspolitische Rahmenbedingungen von hoher Bedeutung für oligopolistische oder monopolistische Marktstrukturen.¹⁵³

3.2.2 Einzelwirtschaftliche Transaktionsanlässe

Doch die ausschlaggebenden Gründe für den langanhaltenden Aufschwung von M&A liegen im einzelwirtschaftlichen Wirkungsbereich. Hierbei spielen eine Kombination aus endogenen und exogenen Marktfaktoren eine erhebliche Rolle. Vor allem aus den Märkten selbst kommende Veränderungen, die auf ressourcenori-

¹⁴⁸ Für einen Überblick zu Studien und Ergebnissen über den Einfluss von Marktkonzentration auf die Höhe der Unternehmensgewinne siehe *Fairburn/ Geroski* (1993), S. 28f.

¹⁴⁹ Der ressourcenbasierte Ansatz ist eine Disziplin des Strategischen Managements, der den Erfolg eines Unternehmens auf dessen strategischer Anpassung an externe vorgegebene Faktoren zurückführt, wie z.B. spezifische Branchencharakteristika. Vgl hierzu ausführlich Abschnitt 3.5.3.

¹⁵⁰ Vgl. *Vogel* (2002), S. 44.

¹⁵¹ Vgl. *Fairburn/ Geroski* (1993), S. 231ff sowie die dort analysierten Studien.

¹⁵² Vgl. *Jacquemin/ Jong* (1977), zitiert nach *Hinne* (2008), S. 32.

¹⁵³ Auf eine Darstellung des wettbewerbsrechtlichen und ordnungspolitischen Umfeldes für M&A wird an dieser Stelle verzichtet, da dies nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist und eine Darstellung den Rahmen dieser Arbeit übersteigen würde. Für eine ausführliche volkswirtschaftliche Auseinandersetzung zu dieser Thematik siehe *Stigler* (1950); *Ijiri/ Simon* (1971); *Williamson* (1968), für eine aktuelle Übersicht europäischer Normen siehe *Vogel* (2002), S. 45ff; *Wirtz* (2003), S. 76ff. sowie *Jansen* (2008), S. 96-128. Für eine empirisch basierte Lockerung der wettbewerbsrechtlichen Regularien vgl. *Kaplan* (2006), S. 13-15.

entierten Optimierungsbestrebungen beruhen, fördern eine kontinuierliche Konsolidierung wie auch den heimischen Wettbewerb als Folge des Wachstums durch Zukäufe. Der ohnehin schon vorhandene nationale Verdrängungskampf wird durch den zunehmenden internationalen Wettbewerb, der in den vergangenen Jahren ebenfalls stark zugenommen hat, weiter verstärkt.¹⁵⁴ Eine Ursache dafür liegt in der zunehmenden Globalisierung und dem starken Wachstum von Zukunftsmärkten. Die positiven Aussichten, vor allem in den Industrieregionen USA, Europa und Japan¹⁵⁵ sowie in den aufstrebenden Schwellenländern der BRICS-Staaten, unterstützen eine erhöhte nationale wie internationale Transaktionsaktivität.¹⁵⁶ In vielen Bereichen der Triade ist eine zunehmende Konvergenz von technischen Normen und Konsumgewohnheiten festzustellen, die sich in einer angleichenden Bedürfnisstruktur widerspiegelt und es Unternehmen ermöglicht, standardisierte Produkte durch kosteneffektive Massenfertigung weltweit zu vermarkten.¹⁵⁷ Aber auch die aufkommenden BRICS-Staaten bieten zweifelsohne, neben Lohnkostenvorteilen und der damit verbundenen Produktionsverlagerung, starkes Entwicklungspotential. Durch die stetige Zunahme der nationalen Kaufkraft und fortschreitender Verbesserung der Infrastruktur eröffnen sich völlig neue Absatzmärkte. Unabhängig davon führen Deregulierung und Liberalisierung in zentralen Länder Europas und Asiens zu einem Wegfall von Zutrittsbeschränkungen in bislang national protektionierten Märkten.¹⁵⁸ Der durch die Welthandelsorganisation (WTO) induzierte Abbau von Handelsbeschränkungen unterstützt die individuellen nationalen Bestrebungen nach freiem Handel, durch die die globale Expansion für Unternehmen ebenfalls bedeutend einfacher wird. Im Umkehrschluss bedeutet das aber auch, dass sich der heimische Wettbewerbsdruck durch den Eintritt neuer Marktteilnehmer erhöht.¹⁵⁹ Dies, verbunden mit einem verstärktem Preiswettbewerb und nicht ausgelasteten Produktionskapazitäten in relevanten Gütermärkten, führt unweigerlich zu erhöhtem Konsolidierungsdruck in einzelnen Branchen, was wiederum zu Restrukturierungen und einer erhöhten M&A-Aktivität führt. Bisher waren hiervon die Telekommunikations- und Energiebranche, zuletzt auch die Stahl- und Automobilbranche betroffen.

M&A bietet, neben der Möglichkeit zur Erschließung neuer Märkte infolge der Globalisierung, auch die Gelegenheit die eigenen, vorhandenen Kostenstrukturen zu optimieren. Die horizontale Akquisition eines Wettbewerbers kann zu beträchtlichen Synergien führen, wie z.B. durch die Zusammenführung von Produktionsstätten oder die Abstimmung der Produktpalette. Vorrangiges Ziel hierbei ist, durch erhöhte Produktionsauslastung und Größeneffekte, eine optimierte Kostenstruktur

¹⁵⁴ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 6f.

¹⁵⁵ Im Zusammenhang mit diesen Ländern fällt häufig der Begriff der *Triade-Länder*.

¹⁵⁶ Vgl. *Goldman Sachs* (2011), S. 2.

¹⁵⁷ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 6.

¹⁵⁸ Vgl. *Fraser/ Oppenheim* (1997), S. 170; *Müller-Stewens* (2010a), S. 14-44.

¹⁵⁹ Vgl. *Lucks* (2009), S. 2.

im Vergleich zu Wettbewerbern herbeizuführen und damit eine effiziente Ressourcenverwendung bzw. -nutzung zu verwirklichen.¹⁶⁰

Standen zu Beginn des 21. Jahrhunderts Transaktionen im Zeichen der Globalisierung, stehen nun Absatz- und Vertriebsstrukturen im Fokus der Unternehmungen. Neben Kosteneinsparungen ist die Transaktion als strategische Alternative zum internen Wachstum auch eine Möglichkeit zur Erhöhung von Marktanteilen in bisher fremden Absatzgebieten. Investieren Unternehmen nicht in Ländern im Euro- oder Dollarraum, sehen sie sich häufig vor massive Herausforderungen gestellt. Häufig stehen Unternehmen nicht nur vor wirtschaftlichen großen Unterschieden, sondern auch vor der Aufgabe rechtliche, politische und kulturelle Hürden zu überwinden. Es besteht die Notwendigkeit, sich lokalen Gegebenheiten anzupassen. Ungeachtet der derzeitigen technischen Möglichkeiten durch Internettelefonie, Videokonferenzen oder elektronische Handelsplattformen, ist der Aufbau regionaler Marktpräsenz zur Sicherung einer hohen Servicequalität für Kunden auch durch eine allgemeine regionale Differenzierung unabdingbar.¹⁶¹ Eine Option zum Auf- und Ausbau des Auslandsgeschäfts bietet der Erwerb einer Vertriebsgesellschaft oder eines gesamten Betriebes, der bereits in der Zielregion tätig ist.

Ebenso wie Kosteneinsparungen und die Erschließung neuer Märkte führt auch der anhaltende technologische Fortschritt in vielen Branchen dazu, dass Unternehmen verstärkt auf M&A setzen. Insbesondere bei technischem Wandel sind fortwährende Investitionen in Forschung und Entwicklung unabdingbar, um langfristigen Erfolg verzeichnen zu können. Dieser intensive Kapitalbedarf ist nicht nur makroökonomisch sondern auch einzelwirtschaftlich eine beträchtliche Herausforderung, wenn es sich um die effiziente Allokation von finanziellen Ressourcen handelt. Gerade in der Konsumgüter- und Elektronikbranche sowie auch in der Automobilbranche verkürzen sich die Produktionslebenszyklen zunehmend, was auf einen schnelleren Trendwechsel auf der Nachfragerseite, aber auch auf den immer rasanteren technischen Wandel auf der Produzentenseite, zurückzuführen ist.¹⁶² Gleichzeitig kommt es infolge der hohen Kapitalintensität in den Branchen der Hoch- und Nanotechnologie zu einer deutlichen Verschiebung der Kostenstruktur hin zu fixen Bestandteilen.¹⁶³ Jedes Szenario für sich erfordert daher einen zügigen und strukturierten Marktzutritt in simultanen Absatzmärkten. M&A bietet hierbei die Möglichkeit, dass sich über eine solche Transaktion der Ressourceneinsatz verbessern lässt. Der Aufbau einer Marktpräsenz mittels Unternehmensakquisition erlaubt einen deutlich schnelleren Auf- und Ausbau des Auslandsgeschäfts, da neben Vertriebs- und Produktionssystemen auch vorhandene Kundenkontakte sowie z.T. profunde Marktkenntnisse genutzt werden können. Die Durchführung von M&A-Transaktionen ist daher auch eine Möglichkeit zur Risikodiversifikation. Der Erwerb von bereits vorhandenem technologischen Wissen kann die Wahrscheinlichkeit eines Misserfolgs reduzieren und gleichzeitig dazu beitragen, Entwicklungskosten und -risiken zu re-

¹⁶⁰ Vgl. *Sachs* (2007), S. 27 und *Jansen* (2008), S. 135.

¹⁶¹ Vgl. *Schaper-Rinkel* (1998); S. 64-72, *Meckl* (2011), S. 1f.

¹⁶² Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 7f.

¹⁶³ Vgl. ebenda.

duzieren - eine zusätzliche Alternative zur Steigerung der Innovationsdynamik.¹⁶⁴

Die Anpassungen der Unternehmen auf die veränderten Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen zeigen, welcher Komplexität und Dynamik die Firmen im Zuge der Globalisierung ausgesetzt sind.¹⁶⁵ Firmen müssen daher zur Erreichung ihrer Unternehmensziele die Initiative ergreifen, um nicht Gefahr zu laufen, den Anschluss zu verlieren und folglich eine Innovation zu versäumen. Im Zuge der derzeitigen Weltwirtschafts- und Finanzkrise wird es in einzelnen Marktbereichen zu weiteren Konsolidierungen kommen. Unrentable Geschäftsbereiche oder ganze Unternehmen stehen infolge einer Marktberreinigung und der Konzentration auf vorhandene Kernkompetenzen zur Disposition.¹⁶⁶ Diese könnte auch das endgültige Ausscheiden einiger Anbieter bedeuten. Die anhaltenden Restrukturierungsaktivitäten werden somit weiterhin für erhöhte Transaktionszahlen sorgen und in der Zukunft weiterhin eine tragende Rolle im M&A-Geschäft spielen. Diese zum Teil massiven industrieverändernden Übernahmen werden die Rangordnung in einzelnen Branchen nachhaltig verändern.

Neben den Impulsen durch fortschreitende Restrukturierungen werden als Reflex auf die erhöhten Übernahmen auch Desinvestitionen eine dominante Rolle spielen. Zwangsläufig werden bei erfolgreichen M&A-Transaktionen auch nicht benötigte Unternehmensteile erworben, die im Anschluss als Desinvestitionsobjekte wieder veräußert werden müssen. Hierbei ist M&A ein Instrument zur Portfoliobereinigung, mittels derer Unternehmensstrategien zur Rekonfiguration des Firmenportfolios umgesetzt werden können.¹⁶⁷ Es geht erneut um die Fokussierung auf die Kernaktivitäten eines Unternehmens und die Frage, in welchen Geschäftsbereichen eine Firma tätig sein möchte.¹⁶⁸ Das zur Disposition stellen von Unternehmensteilbereichen ist eine häufig anzutreffende Strategie zur Verwirklichung von Wachstumsmöglichkeiten, da hierdurch finanzielle Mittel frei werden, die u.a. zur Erschließung neuer Distributionswege genutzt werden könnten.¹⁶⁹

Zusammenfassend lässt sich zeigen, dass die Intensität des Wettbewerbs - national wie international - deutlich zugenommen hat und auch die veränderten Umweltbedingungen deuten daraufhin, dass M&A als eine Anpassungsreaktion auf diese genannten Bedingungen verstanden werden kann. Die Reaktionen sind notwendig, um vor dem Hintergrund der globalen Dynamik die angestrebten Unternehmensziele zu erreichen. Es stellt sich die Frage nach der konkreten Zielsetzung, die Unternehmen mithilfe von Unternehmenskäufen zu erreichen versuchen.

¹⁶⁴ Vgl. *Venohr* (2007), S. 9-10.

¹⁶⁵ Vgl. hierzu ebenfalls Abb. 7 in Kapitel 3.4.

¹⁶⁶ Vgl. *Boston Consulting Group (BCG)* (2011).

¹⁶⁷ Vgl. *Müller-Stewens* (2010b), S. 5.

¹⁶⁸ Vgl. *Eiben* (2007), S.15f.

¹⁶⁹ Vgl. *Jensen/ Ruback* (1983), S. 6ff.

Aus Käuferperspektive bieten sich, anhand der eingangs erwähnten Gründe, vielfältige Motive bzw. Ziele für Unternehmenszusammenschlüsse an. Im Sinne einer überschaubaren Zusammenfassung der wesentlichen Zielvorstellungen erscheint daher eine Kategorisierung anhand strategischer, operativer und persönlicher Beweggründe für Familienunternehmen sinnvoll. Insgesamt können folgende **strategische Ziele** für eine M&A-Transaktion angeführt werden:¹⁷⁰

- ▶ Optimierung des Geschäftsportfolios
- ▶ Erschließung neuer Distributionswege
- ▶ Erhöhung von Marktanteilen
- ▶ Zugang zu Ressourcen
- ▶ Ausschöpfung von Synergiepotentialen
- ▶ Besetzung von Nischen- oder Wachstumsmärkten
- ▶ Diversifikation

Die **operativen Ziele** leiten sich simultan aus den o.g. gesamtwirtschaftlichen Beweggründen und den strategischen Zielen her, die als Impuls zur Verbesserung der operativen Tätigkeit verstanden werden.¹⁷¹

- ▶ Umsatz und Ertragssteigerungen
- ▶ Steigerung der Kosteneffizienz bzw. Kostensynergien
- ▶ Optimierung des Produkt- und Dienstleistungsportfolios
- ▶ Technologietransfer
- ▶ Zugang zu Humankapital oder Managementressourcen

Wenngleich hinter den strategischen wie operativen Zielen tendenziell immer pekuniäre Motive in Form einer Renditeorientierung stehen, können aber auch **persönliche** oder altruistisch orientierte Erwägungen ein Grund für M&A-Aktivitäten darstellen.¹⁷² Neben eher nachteiligen Zielen, wie dem Streben nach Größe, und der häufig damit verbundenen Selbstüberschätzung des Managements zur erfolgreichen Integration der Akquisitionsobjekte sowie der Fehlallokation von Kapital bei hohem Netto-Cashflow, gibt es zahlreiche positiv besetzte Zielvorstellungen. Dazu zählen eigentümerspezifische Ziele, wie die Sicherung von Arbeitsplätzen am Heimatstandort, regionale Verbundenheit und Verantwortung oder der Nachfolgeplanung. Erwartungsgemäß lässt sich damit festhalten, dass es sowohl gesamtwirtschaftliche als auch überzeugende einzelwirtschaftliche Gründe gibt, die M&A als eine strategische Alternative ansehen, die auch in Zukunft an Relevanz zunehmen

¹⁷⁰ Vgl. Halpern (1983); Jensen/ Ruback (1983) sowie Metz (2002), S.69ff. und Eiben (2007), S. 15.

¹⁷¹ Vgl. Eisenhardt (1989b), S. 543; Weston et al. (1998), S. 461f. sowie Meckl/ Weusthoff (2008), S. 580f.

¹⁷² Vgl. u.a. Halpern (1983), S. 299; Angwin (2007), S. 77 sowie Meckl/ Theuerkorn (2013), S. 159.

wird und durch empirische Untersuchungen noch intensiver beleuchtet werden sollte.¹⁷³

3.3 M&A – Ein prozessorientierter Ansatz

Die Gründe, ebenso wie die Motive und somit der Beginn eines M&A Prozesses, hängen stark von der Ausgangssituation einer Unternehmung ab.¹⁷⁴ Für gewöhnlich gehen die Impulse für eine derartige strategische Entscheidung vom Management oder im Falle von Familienunternehmen maßgeblich von Geschäftsführern, Vorständen oder den Anteilseignern aus, die die Akquisition eines Unternehmens oder Unternehmensteils als eine strategische Alternative des externen Wachstums betrachten. Die Vorstellung von einem Unternehmenszusammenschluss ist meistens mit großem Optimismus verbunden und wird stets mit wirtschaftlich sinnvollen Zukunftsaussichten in Verbindung gebracht. Erfahrungswerte aus der Praxis belegen hingegen, dass weniger als die Hälfte der durchgeführten M&A-Transaktionen, gemessen an deren Zielsetzung, erfolgreich sind.¹⁷⁵ Zahlreiche Unternehmenszusammenschlüsse führen sogar dazu, dass selbst die Beibehaltung der derzeitigen Wettbewerbsposition gefährdet ist und die Rentabilität der beteiligten Unternehmen langfristig unter der Transaktion leidet.¹⁷⁶ Eine Ursache für die unzureichende Entwicklung vieler Unternehmen nach Abschluss einer Transaktion ist sowohl die mangelhafte Planung des Zusammenschlusses als auch das unstrukturierte Vorgehen während des gesamten M&A-Prozess.¹⁷⁷ Ein optimaler und geordneter M&A-Prozess soll die Transparenz erhöhen und gleichzeitig die Komplexität aufzeigen und verringern. Im Zuge dieses Prozess sind eine Vielzahl von unterschiedlichen, inhaltlichen Aufgaben zu bewältigen, die teilweise in einem komplizierten Geflecht von Teilprozessen und Einzelaufgaben zueinander stehen sowie aufeinander aufbauen.¹⁷⁸

Größere wie kleinere Unternehmenszusammenschlüsse führen speziell bei Familienunternehmen zu einer überproportionalen Arbeitsbelastung des Managements sowie der beteiligten Mitarbeiter, da, neben der angedachten Transaktion, das Tagesgeschäft ohne Beeinträchtigung und Kenntnis der M&A-Absicht weiterlaufen muss.¹⁷⁹ Zwangsläufig führt dieser Prozess, je nach Umfang, zu einer kurz- bis mittelfristigen Destabilisierung der beteiligten Unternehmen. Die Schaffung eines soliden Fundaments zur Projektorganisation im Vorfeld der externen Wachstumsambi-

¹⁷³ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 4 sowie *Boston Consulting Group (BCG)* (2010); *Thomson Reuters/Merrill DataSite* (2013) ebenso wie *ZEW* (04/2013).

¹⁷⁴ Vgl. hierzu auch Kap. 3.2.

¹⁷⁵ Vgl. *Lucks* (2005), S. 159.

¹⁷⁶ Vgl. *Bühner* (1990b); *Bühner* (1991); *Jansen/Körner* (2000); *Andrade et al.* (2001); *Gregory/McCorrison* (2005) und zusammenfassend *Müller-Stewens* (2010b), S. 11.

¹⁷⁷ Vgl. *Vogel* (2002), S. 113f; *Lucks/Meckl* (2002), S. 53f; *Jansen* (2008), S. 250f. Für die analog zu durchlaufenden Emotionsphasen einer Transaktion siehe *Jung* (1993).

¹⁷⁸ Vgl. *Meckl/Lucks* (2002), S. 494f.

¹⁷⁹ Vgl. *Lucks/Meckl* (2002), S. 31.

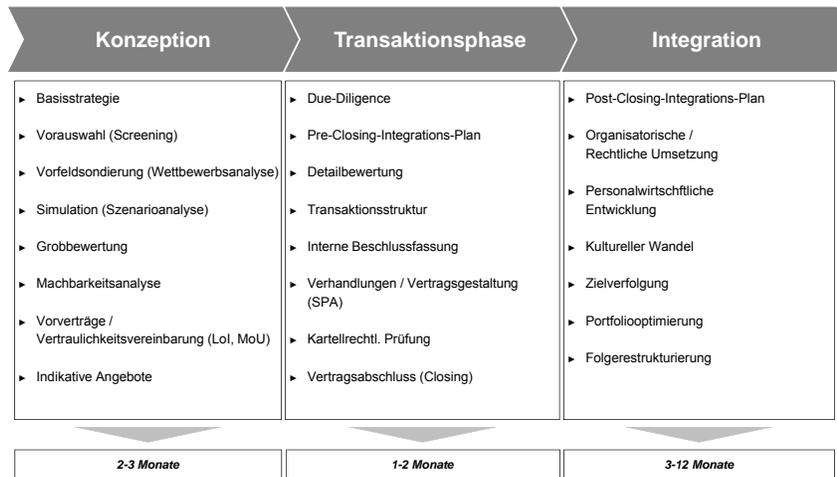


Abb. 6: Konzeptionelle Übersicht des M&A-Prozess

(Quelle: in Anlehnung an Meckl/ Weusthoff (2008), S. 582; Lucks/ Meckl (2002), S. 54.)

tionen ist hier unerlässlich. Abbildung 6 beschreibt den eigentlichen M&A-Prozess, dessen logische, chronologische Reihenfolge die wesentlichen inhaltlichen Schritte eines M&A-Projektes repräsentieren.¹⁸⁰ Ziel dieser Prozessorientierung soll eine Verbesserung der Ablaufstruktur sein.

In spezifischen Einzelfällen ist es jedoch notwendig von dieser differenzierten Anordnung abzuweichen, da Aufgaben inhaltlich und u.U. auch in ihrem Ablaufschema anders gewählt werden müssen.¹⁸¹ Daher kann dieses Prozessschema in den einzelnen Phasen sehr iterativ ablaufen.¹⁸² Zudem lassen sich die Teilprozesse in der Realität nicht immer klar von einander isolieren, da zeitliche Restriktionen, nicht vorhergesehene konjunkturelle Veränderungen oder auch transaktionsbedingte Verhaltensmuster zu Überschneidungen oder eben genannten Wiederholungen führen können.¹⁸³ Infolgedessen hat sich in der gängigen Literatur sowie in zahlreichen Beratungsansätzen eine Prozesssichtweise für M&A-Projekte durchgesetzt.¹⁸⁴ Dabei herrscht in der Literatur weitestgehend Einigkeit darüber, dass ein M&A-Prozess

¹⁸⁰ Vgl. Lucks/ Meckl (2002), S. 54ff.

¹⁸¹ Vgl. Vogel (2002), S. 113.

¹⁸² Im Sinne von Wiederholungen oder Schleifen können einzelne Prozessschritte wiederkehrend durchlaufen werden, vgl. Jansen (2008), S. 249.

¹⁸³ Vgl. Vogel (2002), S. 113, Meckl/ Lucks (2002), S. 500.

¹⁸⁴ Vgl. hierzu Jung (1983); Brand (1990); Storck (1993); Hooke (1997) sowie Picot (1998), die von der Strategieentwicklung über die Ausgestaltung der Transaktionsphase bis zur organisatorischen Vernetzung und dem Post-Merger-Controlling alle wesentlichen Aspekte der Prozessorientierung behandeln.

auf der höchsten aggregierten Ebene in drei Phasen unterteilt werden kann.¹⁸⁵ Durch die Einteilung in die drei Hauptphasen, **Konzeption**, **Transaktion** bzw. Durchführung sowie die abschließende **Integration**, kann der M&A-Prozess als eine logische Abfolge elementarer Tätigkeiten definiert werden, die in ihrer Gesamtheit zu einer wirtschaftlich und rechtlich abgeschlossenen Transaktion führen.¹⁸⁶

Der als **Konzeptions-** oder auch **Vorbereitungsphase** bezeichnete Abschnitt dient in erster Linie der strategischen Analyse zur zukünftigen Unternehmensausrichtung, der Festlegung des Transaktionsziels sowie der Anbahnung erster Kontakte. Die Entwicklung einer spezifischen auf das Unternehmen abgestimmten *M&A-Strategie* stellt die primäre Aktivität im Rahmen des beginnenden M&A-Prozesses dar.¹⁸⁷ Da M&A an sich kein strategisches Ziel darstellt, sondern vielmehr ein planungstechnisches Instrument zur Zielerreichung verkörpert, muss sichergestellt werden, dass die M&A-Aktivitäten mit den Zielen der Gesamtstrategie eines Unternehmens kompatibel sind.¹⁸⁸ In diesem Zusammenhang wird häufig auch vom „*strategic-fit*“ gesprochen. Diesem entspricht ein Zielobjekt, wenn es sowohl strategisch, operativ als auch kulturell zu dem als Käufer agierenden Unternehmen passt und es gilt als Voraussetzung für erfolgreich durchgeführte Unternehmensverbindungen.¹⁸⁹ Im Anschluss an die Strategieentwicklung folgt das sogenannte *Screening*. Hierbei erfolgt eine gezielte, dezidierte und systematische Recherche, Identifizierung, Bewertung wie auch Priorisierung der Übernahmeobjekte anhand der im Vorfeld festgelegten Kriterien der Unternehmensstrategie.¹⁹⁰ Die Vorauswahl der Übernahmekandidaten im Rahmen einer „Longlist“ werden sukzessive anhand von qualitativen und quantitativen Merkmalen auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen festgelegt.¹⁹¹ Analog einer Trichterform werden in einem nächsten Auswahlsschritt diese Zielobjekte durch sequentielles Prüfen von strategischen, finanziellen wie kulturellen Gesichtspunkten in eine Rangfolge gebracht.¹⁹² Auf Basis dieser Rangfolge werden die Unternehmen unter Berücksichtigung ihres Erfolgspotential zu einer „Shortlist“ reduziert, die als Referenzpunkt für die weiteren Teilprozesse der Kandidatenauswahl dient.¹⁹³ Im Kontext der *Vorfeldsondierung* werden mit möglichen Übernahmekandidaten Sondierungsgespräche geführt, um die grundsätzliche Bereitschaft

¹⁸⁵ Vgl. Vogel (2002), S. 114ff; Lucks/ Meckl (2002), S. 54ff.; Wirtz (2003), S. 94ff. sowie Jansen (2008), S. 249

¹⁸⁶ Vgl. Lucks/ Meckl (2002), S. 54.

¹⁸⁷ Vgl. Meckl/ Lucks (2002). Die Autoren bezeichnen diese Phase als *Basisstrategie*.

¹⁸⁸ Vgl. Hinne (2008), S. 62.

¹⁸⁹ Vgl. Reed/ Lajoux (1999), S.13. Die Ausrichtung von M&A an den zentralen Unternehmensstärken, also weg von der Idee eines Mischkonzern, kann den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen erhöhen. Vgl. Booz&Co. (2012) und Adolph et al. (2012).

¹⁹⁰ Vgl. Vogel (2002), S. 152.

¹⁹¹ Vgl. Kalmlage/ Seuring (2003), S. 27f.

¹⁹² Vgl. Meckl/ Lucks (2002), S. 80f.

¹⁹³ Diese Suchprozesse finden in der Praxis häufig anhand standardisierter Kriterien statt, die eine strukturierte und effiziente Prozessgestaltung zum Ziel haben. Ein Leitfaden findet sich in der Literatur u.a. bei Schmusch (1998).

an einer M&A-Transaktion zu prüfen sowie weitere Informationen über das Zielobjekt in Erfahrung zu bringen. Die *Simulation* soll die im Screening begonnene Analyse zur Zielobjektauswahl weiter verfeinern. Durch eine zweistufige planerische Überprüfung wird evaluiert, inwiefern das integrierte Unternehmen den gesetzten strategischen Anforderungen der Zielerreichung standhalten kann. Eine Szenarioanalyse unter der Annahme, dass das Akquisitionsobjekt weiter unabhängig geführt wird, dient hierbei als Referenzpunkt.¹⁹⁴ In einem zweiten Schritt werden die gemäß einem groben Integrationskonzept geplanten, zusätzlichen zur Referenzsituation entstehenden Maßnahmen und deren finanzielle Konsequenzen simuliert, z.B. auf den Cashflow oder den Ergebnisbeitrag.¹⁹⁵ Zu diesem Zeitpunkt geht es primär um die Machbarkeit und Darlegung von Risiko-Szenarien, um Rückschlüsse auf die Tragfähigkeit des Gesamtvorhabens zu ziehen.¹⁹⁶ Die *Grobbewertung* und die *Beurteilung der Genehmigungsfähigkeit* stellen in der Konzeptionsphase eher Randaktivitäten dar und haben primär informatorischen Charakter. Die Simulationsergebnisse fließen neben der Analyse von Vergleichsunternehmen und historischen Transaktionen in die Grobbewertung mit ein und ergeben neben einem möglichen Kaufpreisspektrum auch eine Indikation für die Genehmigungsfähigkeit.¹⁹⁷ Bei positiver Bewertung, die den Übertritt in die Transaktionsphase nach sich zieht, werden i.d.R. Absichtserklärungen, wie z.B. Letter of Intent (LoI) oder Memorandum of Understanding (MoU), zwischen den Transaktionspartnern geschlossen.¹⁹⁸

► Die o.g. Schritte sind für Familienunternehmen von zentraler Bedeutung, da Firmen diese Aufgaben häufig in Eigenregie bearbeiten und nicht ausreichend Zeit und Energie in diese erste strategische Phase des M&A-Prozesses investieren. Die Risiken stecken laut eine Studie zwar zu 70% in den beiden Folgephasen.¹⁹⁹ Dennoch belegen zahlreiche Gespräche und Untersuchungen zu misslungenen Transaktionen, dass insbesondere zu Beginn einer Transaktion substantielle Fehler gemacht werden und weitaus mehr Zeit in den eigentlichen „*strategic-fit*“ hätte investiert werden müssen.²⁰⁰ Eine Ursache für übertriebene Synergie- und Erfolgshoffnungen

¹⁹⁴ Bei M&A-Transaktionen wird dieses häufig als Stand-Alone-Bewertung bezeichnet, die die dezentrale und selbständige Fortführung des Übernahmeobjektes bedeutet. Nicht nur bei großen Publikumsgesellschaften, auch bei mittelständischen und größeren Familienunternehmen, ist im Nachgang einer Unternehmensübernahme vermehrt eine „Stand-Alone-Position“ im Jahresabschluss vorzufinden. In der Praxis dient diese Betrachtung als Referenzpunkt und erleichtert die Gegenüberstellung bei Fortführung des Unternehmens mit und ohne Zusammenschluss. Die Diskussion über die sinnvolle Bewertung von Synergien bleibt davon unberührt und ist nicht Bestandteil dieser Untersuchung.

¹⁹⁵ Diese groben Pläne werden im weiteren Verlauf des M&A-Prozesses sukzessive ergänzt und detailliert ausgeführt.

¹⁹⁶ Vgl. Meckl/Lucks (2002), S. 497.

¹⁹⁷ Mit Genehmigungsfähigkeit ist die grundsätzliche Indikation über eine marktbeherrschende Position nach Durchführung der Transaktion gemeint, die maßgeblich für eine Zu- bzw. Absage durch das Bundeskartellamt ist.

¹⁹⁸ Vgl. Lucks/Meckl (2002), S. 174f.

¹⁹⁹ Vgl. Habeck et al. (2002), S. 16.

²⁰⁰ Vgl. Adolph et al. (2012) aber auch Booz&Co. (2012).

von Unternehmenszusammenschlüssen ist eindeutig in dieser Transaktionsphase zu finden.²⁰¹

Der Übergang in die **Transaktionsphase** bedeutet gleichzeitig den Eintritt in die technische Abwicklung der eigentlichen Transaktion, mit der Durchführung der Due Diligence (DD), der detaillierten Unternehmensbewertung sowie den eigentlichen Kauf- und Vertragsverhandlungen. In dieser Phase des Prozesses werden sehr häufig externe Dritte wie Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Investmentbanken oder Unternehmensberatungen in das M&A-Vorhaben einbezogen, da diese Phase einen hohen Grad der Standardisierung aufweist, zugleich aber auch externe Expertise und kurzfristige Personalressourcen zur Bewältigung der anstehenden Aufgaben notwendig sind. Eine Hauptaktivität ist hier die unentbehrliche und intensive Durchführung einer *Due Diligence* zur Überwindung von Informationsasymmetrien vor Vertragsabschluss.²⁰² Ziel dieser Analyse, bei der ein Käufer für einen begrenzten Zeitraum unter Einhaltung der Vertraulichkeit detaillierte und umfassende Informationen über das Zielobjekt erhält, ist es, die Werthaltigkeit des Akquisitionsziels, Aufwand, Risiko und Synergiepotential abzuschätzen und daraus einen vertretbaren Kaufpreis zu ermitteln.²⁰³

Die *Detailbewertung* ist die sensibelste Hauptaktivität im Bewertungsprozess und der gesamten Transaktionsphase. Basierend auf der Grobbewertung fließen hier die ermittelten Informationen aus der DD in die Wertermittlung der zu akquirierenden Unternehmen mit ein und ergeben den aus Sicht des Käufers objektiv ermittelten Unternehmenswert.²⁰⁴ Unter Berücksichtigung verschiedener Zukunftsszenarien wird dann ein Kaufpreis für das Transaktionsobjekt hergeleitet.

► Mit abgeschlossener Detailbewertung wird die finale Entscheidung über die Durchführung oder den Abbruch des Akquisitionsvorhabens an das oberste *interne* Gremium zur *Beschlussfassung* übergeben. Bei Familienunternehmen ein zentraler und essentieller Prozess, der über Erfolg oder Misserfolg der Transaktion entscheidet. Hier gilt es - sofern im Vorfeld noch nicht geschehen - alle divergierenden Interessen und spezifischen Eigentümlichkeiten aus dem Beziehungskonstrukt Familie, Eigentum und Unternehmen zu berücksichtigen und zusammenzu-

²⁰¹ In der Akquisitionsliteratur unterstreichen viele Autoren die Rolle des „strategic-fit“ zwischen Käufer- und Zielunternehmen. Dieses Zueinanderpassen bezieht sich sowohl auf strategische als auch organisatorische und kulturelle Strukturaktoren, wobei letztere vermehrt begrifflich zusammengefasst werden. Vgl. *Lubatkin* (1983); *Jemison/ Sitkin* (1986); *Jung* (1993), S. 189 ff.; *David/ Singh* (1994); *Haspeslagh/ Farquhar* (1994); sowie *Schäfer* (2001), S. 49ff.

²⁰² Bei der Due Diligence erfolgt eine sorgfältige Analyse und Prüfung des Zielunternehmens, insbesondere im Hinblick auf seine wirtschaftlichen, rechtlichen, steuerlichen sowie finanziellen Verhältnisse, vgl. hierzu *Daniel/ Metcalf* (2001), S. 118ff; *Berens* (2011), S. 11ff.

²⁰³ Vgl. *Meckl/ Lucks* (2002), S. 498. sowie *Wirtz* (2003), S. 199f zu den verschiedenen Arten der Due Diligence. Eine detaillierte Darstellung der Due Diligence, ihrer Funktion sowie zu Hinweisen für die Durchführung siehe *Berens* (2011), S. 67-99, *Görtz* (2006), S. 520-532. Für eine ausführliche Darstellung von Checklisten bei den verschiedenen Arten der DD siehe *Jansen* (2008), S. 343-350.

²⁰⁴ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 175.

bringen. Eine Besonderheit für den Erfolg von Familienunternehmen bei M&A ist die Fähigkeit, auch in kritischen Situationen die Kommunikation zwischen Familie, Anteilseignern und Unternehmen sowie auch gegenüber dem Zielunternehmen in angemessener Weise zu organisieren und zu etablieren. Wenn darüber hinaus das Zielunternehmen ebenfalls ein Familienunternehmen darstellt, genießen insbesondere akquirierende Familienunternehmen eine Art Vertrauensvorschuss gegenüber strategischen Investoren oder Konzernen, da Entscheidungsträger häufig die gleichen Wahrnehmungen, Einschätzungen und Zielvorstellungen teilen, somit ein Gefühl des Vertrauens entsteht und der Transaktionserfolg wesentlich erhöht wird - ein Vertrauensvorschuss beispielsweise gegenüber Finanzinvestoren, den es zu nutzen gilt.

Nach Abschluss der Transaktionsphase setzt die **Integration** ein, die häufig auch als Post-Merger-Phase bezeichnet wird.²⁰⁵ Der rechtskräftige Abschluss einer M&A-Transaktion führt aber nicht notwendigerweise zu einem erfolgreichen Abschluss des gesamten Projektes, daher ist die Integration des erworbenen Unternehmens ein wichtiger und unerlässlicher Bestandteil des Umsetzungsprozesses. Empirische Studien deuten daraufhin, dass eine überwiegende Mehrheit von Unternehmenszusammenschlüssen gerade in dieser Phase scheitert und eine Ursache für das miserable Abschneiden vieler Transaktionen ist.²⁰⁶ Obwohl die Pre-Merger-Phase eine wesentliche entscheidungsrelevante Rolle spielt, findet der faktische Zusammenschluss der beiden Unternehmen in der Integrationsphase statt.²⁰⁷ Die eigentliche Wertsteigerung und Realisierung der in der Pre-Merger-Phase identifizierten Synergien wird in dieser Phase vollzogen.²⁰⁸ Die entscheidenden Schritte bei der Erstellung des *Post-Closing-Integration-Plans* sind die erfolgreiche Planung, Umsetzung und letztendlich Kontrolle der geplanten Maßnahmen zur Stabilisierung der Gesamtorganisation. Dabei stehen nicht nur unternehmensinterne Anpassungsprozesse im Mittelpunkt, sondern auch externe Faktoren wie z.B. wesentliche Stakeholder des Unternehmens, darunter Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten oder weitere gesellschaftspolitisch relevante Interessengruppen, die im Integrationsprozess berücksichtigt werden müssen.²⁰⁹ Gegenstand des Integrationskonzepts ist auch die Planung der Integrationsgeschwindigkeit sowie der Integrationstiefe.²¹⁰ Die Integration ist daher als ein interaktiver Vorgang zu verstehen, bei dem die Mitarbeiter der zusammengeführten Unternehmen lernen müssen, vertrauensvoll zusammenzuarbeiten sowie einander strategische und prozesstechnisch relevante Fähigkeiten zu

²⁰⁵ Vgl. *Vestring et al.* (2004), S. 15ff aber auch *Meckl/Lucks* (2002) und *Achleitner* (1999).

²⁰⁶ Vgl. *Habeck et al.* (2002), S. 5

²⁰⁷ Vgl. *Haspeslagh/Jemison* (1991), S. 28.

²⁰⁸ Vgl. hierzu *Haspeslagh/Jemison* (1991), S. 105f; *Jansen* (2008), S. 318f.

²⁰⁹ Vgl. *Metz* (2002), S. 44f.

²¹⁰ Vgl. *Becker* (2005), S. 21 sowie ausführlicher *Angwin* (2004) zur Problematik von Integrationsgeschwindigkeit und -performance. Ein häufiger Vorteil von Familienunternehmen ist die Unabhängigkeit von der kurzfristigen Renditeoptimierung, die einen gleichmäßigen Integrationsprozess zulässt und den teils zu restriktiven Fokus auf Strukturveränderungen um die personalintensiven Veränderungsprozesse und -aspekte erweitert.

übertragen.²¹¹ Die entwickelten Pläne werden in der Integrationsphase im Hinblick auf die *organisatorische* und *rechtliche Umsetzung* in konkrete aufbau- und ablauforganisatorische Umsetzungsmaßnahmen überführt.²¹²

Neben der Umsetzung und Verfeinerung der strukturellen Vorgaben durch den Post-Closing-Integrations-Plan muss den personalwirtschaftlich relevanten Fragestellungen - als nächste Hauptaktivität - besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden.²¹³ Die Umsetzung dieser *personalwirtschaftlichen Maßnahmen*, die Teil des Personalveränderungsprozesses sind, haben zum Ziel, durch konkreten Einsatz, durch Entwicklung und durch Freisetzung von Personal den angestrebten Personalbestand zu erreichen.²¹⁴ Eine ebenfalls komplexe Hauptaktivität ist der *kulturelle Wandel* einer Organisation, der eine Fülle von weichen Faktoren beinhaltet und maßgeblich für den Erfolg einer M&A-Transaktion verantwortlich ist.²¹⁵ Zweck dieses Teilprozesses ist die durch die Akquisition entstandene Notwendigkeit, kulturelle Veränderungen gezielt vorzubereiten und zu steuern, um somit kulturbedingte Konflikte zu verhindern.²¹⁶

Zwischen den organisatorischen und personalwirtschaftlichen Integrationsmaßnahmen besteht eine starke Interdependenz, die eine intensive Zusammenarbeit erfordert.²¹⁷ Ein hoher Grad an Kommunikations- und Informationsintensität sowie ein hoher Abstimmungsbedarf zwischen den Verantwortlichen der einzelnen Struktur- und Personalveränderungsprozesse ist zwingend notwendig. In der Literatur wird daher zwischen unterschiedlichen Integrationsebenen differenziert.²¹⁸ Neben den strukturellen Vorgaben des Post-Integration-Plans und der zielorientierten Steuerung der Einzelmaßnahmen, ist die Einhaltung der *Zielvorstellungen* als Oberziel ein nicht unwesentlicher Bestandteil des Integrationsprozesses, da abschließend eine Beurteilung des Wertbeitrags der Transaktion im Rahmen eines M&A-Controllings vorgenommen werden sollte.²¹⁹

²¹¹ „Integration[...] is an interactive and gradual process in which individuals from two organizations learn to work together and cooperate in the transfer of strategic capabilities“ Vgl. *Haspeslagh/Jemison* (1991), S. 106, *Hinne* (2008), S. 79.

²¹² Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 124f.

²¹³ Vgl. *Meckl/ Weusthoff* (2008), S. 583.

²¹⁴ Vgl. *Meckl/ Lucks* (2002), S. 498.

²¹⁵ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 152f.

²¹⁶ Vgl. *Meckl/ Lucks* (2002), S. 498. Ein mögliches Konfliktfeld kann die durch eine M&A-Transaktion induzierte unzureichende Interaktion der beiden Mitarbeiterstämme sein, das man als „Merger-Syndrom“ bezeichnet und das die psychischen und verhaltensbedingten Auswirkungen einer M&A-Aktivität auf die betroffenen Mitarbeiter beschreibt. Vgl. *Gut-Villa* (1997), S. 121 sowie *Vogel* (2002), S. 237.

²¹⁷ Vgl. *Grosse-Hornke/ Gurk* (2010), S. 339f.

²¹⁸ *Cording et al.* (2008) unterscheiden zwischen zwei Ebenen der Integration: Kulturelle und Aufgabenintegration. Dagegen unterscheidet *Shrivastava* (1986) zwischen drei Ebenen der Integration: Prozess-, physische und soziokulturelle Integration.

²¹⁹ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 220ff. Im Sinne einer Fortschritts- und Ergebniskontrolle ist ein prozessbegleitendes Controlling für die erfolgreiche Durchführung eines M&A-Transaktion unverzichtbar.

► Die personalwirtschaftliche und kulturelle Integration ist insbesondere bei Familienunternehmen von hoher Bedeutung. Aufgrund der hohen Verweildauer und Identifikation der Mitarbeiter mit dem Unternehmen kann es nach Bekanntgabe der Akquisition zu einer offiziellen oder inoffiziellen Ablehnung der Integrationsmaßnahmen kommen. Folge ist ein „Wir-gegen-Sie“-Gefühl, das in einer Ablehnung der Veränderungen resultiert und das größte Wertvernichtungspotential einer M&A-Transaktion darstellt.²²⁰ Mitarbeiter beginnen sich neu zu orientieren und Entscheidungsträger sind anfällig für Abwerbungsversuche durch Konkurrenten, was insgesamt zu einer erfolgs- und bestandsbedrohenden Personalfluktuaton führen kann.²²¹

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass ungeachtet der einzelnen, in sich abgeschlossenen Phasen der M&A-Abläufe, starke Interdependenzen auf den einzelnen Prozessstufen existieren. Diese zum Teil iterativen Prozesse spiegeln deutlich erkennbare Überschneidungen wider und sind Folge notwendiger, gegenseitiger Beeinflussung. Daher erscheint eine eindeutige inhaltliche und organisatorische Trennung der Prozessstufen, wie sie häufig in Praxis und Theorie üblich ist, vor dem Hintergrund eines iterativen und interaktiven M&A-Prozesses eher kontraproduktiv.²²² Zudem konnte gezeigt werden, dass speziell für familiengeführte Unternehmen eine herausfordernde Aufgabe darin besteht, einen M&A-Prozess effizient zu gestalten, da dieser in der kurzen bis mittleren Frist nicht selten zu einer überproportionalen Arbeitsbelastung für diese Unternehmen führen kann.

3.4 Entwicklung des M&A-Marktes

Unternehmenszusammenschlüsse (kurz M&A) sind nicht nur in Deutschland zu einem bedeutenden Faktor des Wirtschaftslebens geworden. Sowohl die zunehmende Anzahl von Transaktionen bis zum Herbst des Jahres 2008, aber auch der kurzzeitige Höchststand von Transaktionen im Jahr 2011 unterstreichen diese Entwicklung. Doch die Ausweitung der Finanzkrise zu einer Weltwirtschaftskrise und der damit einhergehenden Übertragung auf die Realwirtschaft, vereitelte nicht nur Projekte, die damals in der Anfangsphase steckten, sondern auch diejenigen, die kurz vor einem sicheren Abschluss standen. Dennoch haben Unternehmensübernahmen und -fusionen im vergangenen Jahrzehnt sowohl in ihrer Anzahl als auch hinsichtlich ihrer Volumina deutlich zugenommen und sind zu einem beherrschenden, wenn nicht sogar zu einem wesentlichen Schlüsselthema für einige Industrien geworden. An dieser Stelle soll gezeigt werden, dass die Zunahme von Unternehmensübernahmen keine Modeerscheinung des 21. Jahrhunderts darstellt, sondern vielmehr ihren Ursprung in den verschiedenen Industriezyklen sowie dem technologischem Fort-

²²⁰ Vgl. *Gerpott* (1993), S. 106.

²²¹ Vgl. *Pribilla* (2000), S. 395.

²²² Vgl. *Haspeslagh/ Jemison* (1991), S. 13-26; *Lucks/ Meckl* (2002), S. 53ff; *Bauer* (2012), S. 212f.

schritt hat und einen natürlichen Prozess der Wirtschaftsentwicklung darstellt. Im Folgenden werden sowohl die historische Entwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen als auch die internationale und nationale Entwicklung von Fusionen und Übernahmen beleuchtet.

3.4.1 Phänomen Mergerwellen – Eine historische Betrachtung

Das Phänomen globaler Fusionswellen ist kein Auftreten des heutigen Wirtschaftsgeschehens oder eine Folge des zunehmenden Kapitalismus, sondern hat seinen Ursprung in wirtschaftlichen oder politischen Veränderungen sowie technischen Innovationen.²²³ Als Folge dieser Veränderungssituationen treten auf dem Leitmarkt USA seit dem Beginn der Industriellen Revolution gegen Ende des 19. Jahrhunderts vermehrt zyklische Auf- und Abschwünge von Unternehmenstransaktionen auf.²²⁴ Diese Aufschwünge sind häufig Folgen fundamentaler Veränderungen struktureller oder politischer Rahmenbedingungen, wie z. B. die zahlreichen horizontalen Zusammenschlüsse im Zuge der Industriellen Revolution, die zu einer weitreichenden Marktberreinigung und Monopolisierung der damaligen Wirtschaftslandschaft führte, zeigen.²²⁵ Diesen ersten sichtbaren Anstieg von Unternehmenszusammenschlüssen, begünstigt durch nicht angewendete Wettbewerbsgesetze, folgte in der 1920er Jahren eine zweite Fusionswelle, die durch neuartige Antitrustgesetze geprägt war und infolge vertikaler Integration zu einer hohen Fertigungstiefe führte.²²⁶ Im Gegensatz dazu sind die zyklischen Abschwünge Zeichen wirtschaftlicher Krisen und konjunktureller Rezessionen.²²⁷ Als Beispiel kann hier die Weltwirtschaftskrise um 1929 genannt werden, die nach dem *Black Friday* zu einem Rückgang des M&A-Marktes von über 83% innerhalb von zwei Jahren führte.²²⁸ Fortan verharrte für das kommende Jahrzehnt die Anzahl der Unternehmenszusammenschlüsse auf einem konstant niedrigen Niveau bevor die dritte Fusionswelle, infolge der damaligen Diversifikationstheorie, zur Bildung beträchtlicher Konglomerate führte. Mit den weltweiten Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen in den 1980er Jahren, die maßgeblich zur Aufhebung rechtlicher und politischer Barrieren beitrugen, wurde eine globale Zirkulation des Finanzkapitals begünstigt. Unterstützt durch den dama-

²²³ Vgl. Gort (1969), S. 624-642; Trautwein (1990), S. 283-295 sowie Golbe/ White (1993), S. 493-499, die hierzu erste wissenschaftlichen Arbeiten veröffentlichten.

²²⁴ Durch eine mangelnden Datenlage und Dokumentation ist eine vergleichbare wissenschaftliche Verwertbarkeit deutscher Unternehmenszusammenschlüsse nur bedingt möglich.

²²⁵ Vgl. Bucher (2011), S. 485.

²²⁶ Als Folge der Monopolbildung in der Zeit von 1890-1905, wurde 1914, in Ergänzung zum Sherman Act, der Clayton Act verabschiedet, mit dem Ziel, das bisherige US-Amerikanische Antitrustgesetz und den damit einhergehenden bisher nicht erfassten Wettbewerbsbeschränkungen zu verbieten und demzufolge die Monopolisierung schon im Ansatz zu unterbinden. Vgl. hierzu auch Gaughan (1996).

²²⁷ Vgl. Jansen (2008), S. 131f.

²²⁸ Vgl. Nelson (1959).

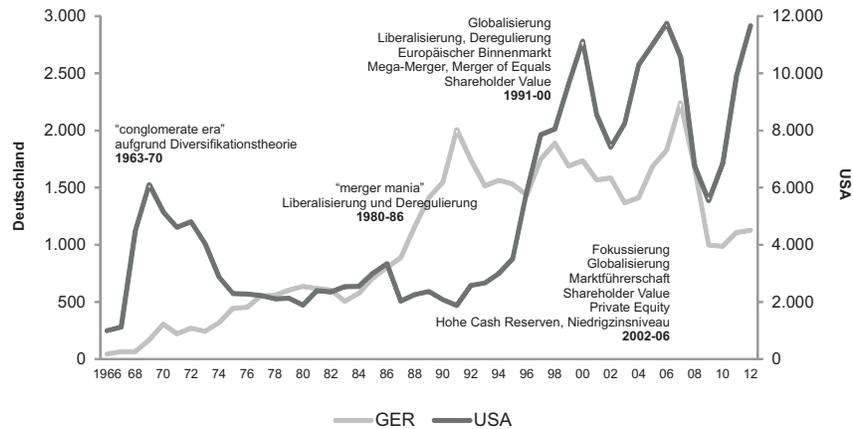


Abb. 7: Historische Entwicklung der Anzahl von M&A unter Beteiligung von US- und deutschen Unternehmen

(Quelle: in Anlehnung an Müller-Stewens (2010c), S. 2.)

ligen technischen Fortschritt kam es im Gleichlauf mit den Finanzmärkten zu einer sprunghaften Entwicklung des Marktes für Unternehmensübernahmen.²²⁹ Zu beobachten war eine substantielle Zunahme der Anzahl abgeschlossener Transaktionen wie auch der jeweiligen Transaktionsvolumina für mehr als zwei Jahrzehnte. Ihren jeweiligen absoluten Scheitelpunkt erreichten die ersten beiden Fusionswellen bei ca. 1.200 Transaktionen, bevor dieser Maximalwert erst wieder in den 1970er Jahren erneut übertroffen wurde. Insgesamt hat sich der Markt für Unternehmenstransaktionen im Laufe des vergangenen Jahrhunderts fast verzehnfacht.²³⁰

Die Entwicklung des M&A-Marktes ist sowohl mit der zyklischen und konjunkturellen Dynamik als auch mit den damit verbundenen Verwerfungen der internationalen Finanzmärkte eng verknüpft.²³¹ Liegen zwischen den beiden ersten und der dritten Fusionswelle noch rund 30 Jahre, nehmen die zyklischen Auf- und Abbewegungen seit den 1970er Jahren deutlich zu und treten in immer kürzeren zeitlichen Abständen auf (siehe Abb. 7). Insgesamt führte die erhöhte Transaktionsaktivität und die konjunkturelle Entwicklung mittelfristig zu einer erhöhten Volatilität des M&A-Marktes. Maßgeblicher Treiber der jüngsten M&A-Welle war, neben der Globalisierung und der weiteren Liberalisierung der Finanzmärkte, auch die Niedrigzinspolitik der nationalen Noten- und Zentralbanken zur Stimulation der weltwei-

²²⁹ Vgl. Gaughan (2007), S. 29-68.

²³⁰ Vgl. Müller-Stewens (2009), S. 32.

²³¹ Vgl. Town (1992), S. 83.

ten Konjunktur.²³² Unterstützend wirkten dabei die Konzentration der Unternehmen auf den Shareholder-Value, ebenso wie die Etablierung neuer Finanzmarktakteure, wie z. B. Hedge- oder Private Equity-Fonds.²³³

Nach dem Ende der jüngsten Fusionswelle weisen diese und die fünf zurückliegenden Übernahmewellen sowohl verschiedene objektive Rahmenbedingungen (beispielsweise regulatorische Vorschriften, Liquidität, Konjunktur) als auch divergente Management- und Transaktionsparadigmen (Skaleneffekte, Diversifikation) auf.²³⁴ Zur Veranschaulichung, dass auch in Europa die Wellentheorie vorzufinden ist, wird in den nächsten beiden Abschnitten näher auf die Charakteristika des europäischen und deutschen M&A-Marktes eingegangen, um die Rahmenbedingungen für die in dieser Arbeit vorliegende Forschungsfrage zu schaffen.

3.4.2 Europäische Entwicklung des M&A-Marktes

Die global größten Märkte für Unternehmensbeteiligungen sind in Nordamerika und Europa vorzufinden. Zunehmend gewinnen aber auch andere regionale Wirtschaftsräume, insbesondere die BRIC-Staaten mit besonderem Augenmerk auf die asiatischen Volkswirtschaften, zunehmend an Bedeutung. Die etablierten Einzelmärkte im Hinblick auf Transaktionshäufigkeit und Transaktionsvolumina sind hingegen weiterhin in den angelsächsischen Ländern beheimatet. Als Vorreiter in Nordamerika gelten nach wie vor die USA, die mit einem Anteil von annähernd 50% des globalen M&A-Volumens im Jahr 2011 den Markt beherrschen, sowie Großbritannien mit einem Anteil von 29% am innereuropäischen Beteiligungsmarkt.²³⁵ Beide Märkte gelten nicht zuletzt aufgrund ihrer langen Historie und der kapitalmarktfreundlichen Rahmenbedingungen als größte und liquideste Märkte für Unternehmensbeteiligungen und sind daher ausgeprägter und, nicht zuletzt aufgrund der häufigeren Börsennotierung zahlreicher Unternehmen, transaktionsaffiner sowie dynamischer als der deutsche Beteiligungsmarkt.²³⁶

Vor dem Hintergrund der Forschungsfrage dieser Arbeit wird dem europäischen Markt ein besonderes Interesse gewidmet. Der Blick auf den Markt für europäische M&A-Transaktionen verrät, wie in Abb. 8 zu sehen ist, eine zyklische Entwicklung der M&A-Aktivitäten mit zum Teil plötzlichen Abschwüngen. Wie anhand der Anzahl der Transaktionen (CAGR -11,5%) sowie der Transaktionsvolumina (CAGR -3,2%) im Jahresvergleich zu erkennen ist, blieb auch Europa nicht von den konjunkturellen Einflüssen des vergangenen Jahrzehnts verschont.²³⁷

²³² Vgl. *Bernanke/ Reinhart* (2004), S. 85f.

²³³ Vgl. *Müller-Stewens* (2009), S. 33f.

²³⁴ Vgl. *Gregoriou/ Renneboog* (2007), S. 2.

²³⁵ Quelle: FactSet Mergerstat und eigene Berechnungen

²³⁶ Vgl. *Frommann/ Dahmann* (2003), S. 8f.

²³⁷ Betrachtet man jedoch die historische Entwicklung der vergangenen 20 Jahre, ist eine deutliche positive Entwicklung der M&A-Aktivitäten (CAGR 19,9%) als auch der Volumina (CAGR 19,5%)

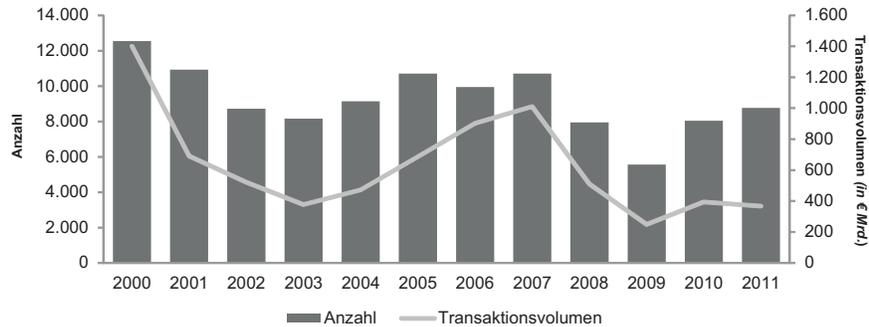


Abb. 8: Entwicklung des europäischen M&A-Marktes

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

In einem solchen volatilen Marktumfeld agieren die Marktteilnehmer noch vorsichtiger als bisher. Trotz zum Teil hoher Liquiditätsreserven und günstiger Bewertungen werden die Unternehmen wählerischer und verfolgen häufig eine eher opportunistische Strategie, da Unternehmensübernahmen, insbesondere bei Familienunternehmen, maßgeblich von Sentiment, Vertrauen sowie kalkulierbaren, stabilen Marktverhältnissen bestimmt werden.²³⁸ Erwähnenswert ist das in den vergangenen 3 Jahren zu beobachtende Verhältnis zwischen Anzahl und Volumen der jeweiligen Transaktionen. Im Zeitablauf stieg trotz konjunktureller Unsicherheit die Anzahl der abgeschlossenen Transaktionen, jedoch zu weitaus geringeren Kaufpreisen, was sich in einem konstanten Niveau der Transaktionsvolumina widerspiegelt. Für das kommende Jahr wird keine wesentliche Veränderung dieser Entwicklung erwartet. Die M&A-Aktivität wird bei moderater Wertentwicklung weiter steigen, jedoch immer vor dem Hintergrund der konjunkturellen Entwicklung in der Eurozone wie auch der Weltwirtschaft.²³⁹ Gleichzeitig haben sich aber die Beweggründe für M&A nicht verändert, die Motive sind trotz der weltweiten Krise dieselben geblieben: der globale Konsolidierungsdruck, der Abbau von Überkapazitäten, aber auch die vorgehaltenen Liquiditätsreserven und der demographische Wandel in zahlreichen eu-

zu verzeichnen. Anmerkung: CAGR steht für *Compound Annual Growth Rate*, eine spezielle Form der Wachstumsrate, die das durchschnittliche jährliche Wachstum einer zu betrachtenden Größe darstellt.

²³⁸ Opportunistische Strategien orientieren sich an verfügbaren Unternehmen anstatt durch strategische Ziele zu überzeugen.

²³⁹ Vgl. *MergerMarket* (2011) S. 4f.

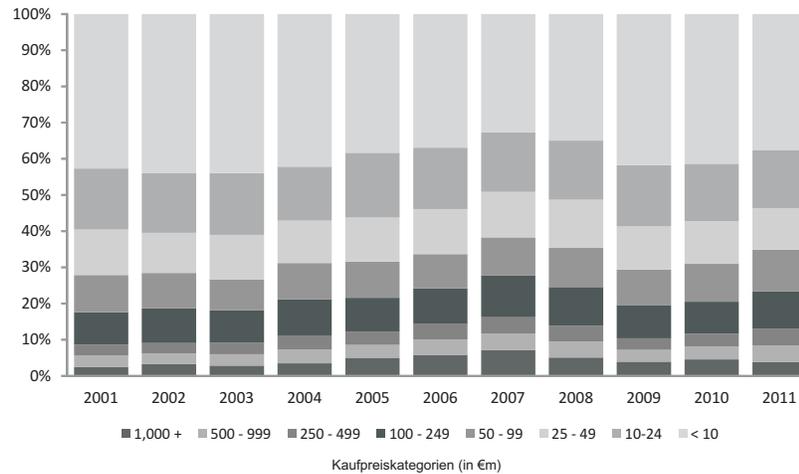


Abb. 9: Kaufpreisentwicklung nach Anzahl der Transaktionen

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

ropäischen Ländern.²⁴⁰

Der Blick auf die Kaufpreisentwicklung der europäischen M&A-Aktivitäten macht eine Verschiebung des Preisniveaus deutlich (vgl. Abbildung. 9). Im Jahr 2011 wurden für 1492 Transaktionen Meldungen über den Kaufpreis veröffentlicht. Das daraus resultierende durchschnittliche Transaktionsvolumen entspricht €217m, ein Rückgang um 20% im Vergleich zum Vorjahr und ein noch beachtlicherer Rückgang um 49% im Vergleich zum Spitzenjahr 2007. Der Median der Transaktionsvolumina beträgt €87m. Der Anteil der Transaktionen mit einem Volumen von über € 1 Mrd. hat sich in den vergangenen vier Jahren annähernd halbiert. Seit dem Höchstwert im Jahr 2007 mit 7%, hat sich deren Anteil bis zum Jahr 2011 auf knapp unter 4% verringert, wohingegen die Transaktionszahlen in den Kategorien € 10m < x < 500m fast konstant blieben. Bemerkenswert ist die Zunahme der M&A-Aktivität bei den Transaktionen mit einem Volumen von unter €10m. Insgesamt ist eine leichte Verschiebung zu kleinvolumigen Transaktionen erkennbar, denn im Vergleich zum Jahr 2007 ist in diesem Preissegment eine durchschnittliche

²⁴⁰ Trotz hoher Cash-Reserven sind die Unternehmen nicht gewillt, diese leichtfertig zum Einsatz zu bringen. Ferner bewerten viele Unternehmer, angesichts des Unbehagens hinsichtlich der hohen Kosten für die vorgehaltene Liquidität und der geringen Habenzinsen für risikoarme Anlagen, dieses Umfeld mit niedrigen Kaufpreisen nicht zwingend auch als günstige Kaufalternative. Da organisches Wachstum jedoch in Zeiten geringer Wachstumsraten an seine Grenzen stößt, haben diejenigen Akquisitionen die höchste Realisierungschance, die unmittelbares Wachstum schaffen oder zur Risikodiversifikation und damit zu einer konjunkturellen Ausgeglichenheit beitragen.

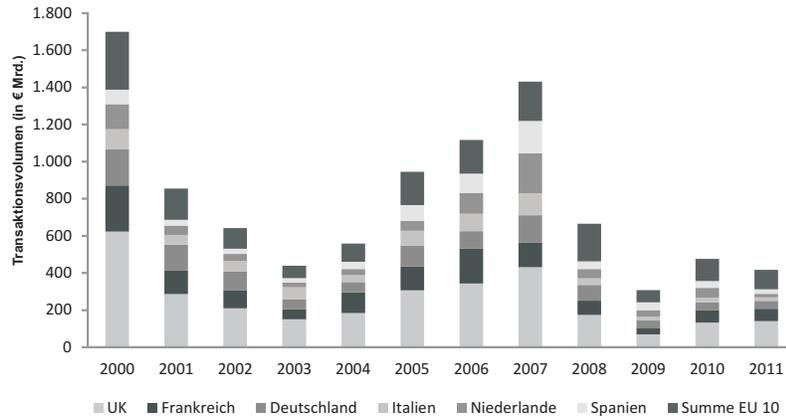


Abb. 10: Wachstum des europäischen M&A-Markte

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 4% zu verzeichnen.²⁴¹

Zur Veranschaulichung der Bedeutung einzelner Länder für die Entwicklung der europäischen M&A-Aktivitäten, wird für den Zeitraum der vergangenen 10 Jahre eine nationale Aufschlüsselung nach Anzahl und Volumen der abgeschlossenen Transaktionen ausgewertet (siehe Abb. 10). Die Bedeutung von Großbritannien als führender Markt für Unternehmensübernahmen und -fusionen mit einem Anteil von über 28% am innereuropäischen M&A-Markt ist zugleich unbestritten sowie beachtlich.²⁴² Gleichwohl nimmt der Stellenwert anderer europäischer Nationen wie z. B. Frankreich, Deutschland, Schweiz oder der skandinavischen Staaten weiter zu. Diese Staaten weisen nicht zuletzt aufgrund des demographischen Wandels und einer anhaltenden Kapitalmarktorientierung der ansässigen Unternehmen eine kontinuierliche Entwicklung auf. Eine Gemeinsamkeit aller Märkte ist die Abhängigkeit von der Binnen- sowie Weltkonjunktur. So ist es auch nicht verwunderlich, dass auf den einzelnen Märkten ebenfalls zyklisch Wellenbewegungen zu beobachten sind.

Die individuelle Entwicklung der verschiedenen Märkte ist stellenweise abhängig vom Zugang zum oder der Partizipation der Unternehmen am Kapitalmarkt. Insgesamt ist das Transaktionsvolumen sowie die Anzahl der Transaktionen mit Beginn der Finanzkrise zum zweiten Mal innerhalb einer Dekade massiv eingebrochen. Ein Rückgang war zu erwarten, doch der Zeitpunkt und die Vehemenz des Abschwungs

²⁴¹ Der Anteil im Jahr 2007 beträgt 32%, im Jahr 2011 ist der Anteil um 50 Basispunkte auf bereits 37% gestiegen.

²⁴² Quelle: FactSet Mergerstat (2012).

im Jahr 2008 waren nicht vorherzusagen.²⁴³ Dennoch ist in der kurzen Frist eine Belebung zu beobachten. Wohingegen bei der Anzahl der Transaktionen ein Anstieg zu verzeichnen ist, der annähernd das Vorkrisenniveau erreicht hat, verharrt das Transaktionsvolumen auf konstant niedrigem Niveau. Betrachtet man hingegen die langfristige Entwicklung der Einzelmärkte, in diesem Fall der vergangenen 15 Jahre, so ist ein deutlicher Aufwärtstrend zu erkennen.²⁴⁴

Märkte mit einem historisch stark ausgeprägten Kapitalmarkt verzeichnen deutlich geringere Wachstumsraten, wie z. B. Grossbritannien (CAGR 0.1%) und Irland (CAGR 1.7%). Bislang relativ kleine Märkte dagegen können hohe einstellige durchschnittliche Wachstumsraten aufweisen. Dazu gehören insbesondere Frankreich (CAGR 9.2%), Deutschland (CAGR 8.1%), die Schweiz (CAGR 11.0%) sowie die skandinavischen Staaten Schweden (CAGR 9.5%) und Dänemark (CAGR 8.9%).²⁴⁵

3.4.3 Der deutsche Markt für Unternehmensübernahmen

Der deutsche Markt für Unternehmenszusammenschlüsse ist, nicht zuletzt aufgrund der historischen geringen Ausrichtung auf den Kapitalmarkt, kleiner und illiquider als der vergleichbarer Volkswirtschaften.²⁴⁶ Sprach man zu Beginn des Jahrhunderts noch von schlechten Rahmenbedingungen oder Unterentwicklung des Beteiligungsmarktes, so hat die Entwicklung jedoch eine Trendwende aufgezeigt. blieb auch der deutsche M&A-Markt nicht von den plötzlichen Abschwüngen und den Rezessionsängsten der vergangenen Dekade verschont, so hat sich in den vergangenen drei Jahren doch eine Bodenbildung abgezeichnet (vgl. Abbildung 11). Während das M&A-Volumen in diesem Zeitraum nahezu konstant geblieben ist, ist die Anzahl der Transaktionen in den letzten zwei Jahren um durchschnittlich 22% p.a. gewachsen und hat annähernd das Vorkrisenniveau von 2007 erreicht. Der deutsche Gesamtmarkt stieg 2011 somit deutlich über die Niveaus von 2010 (plus 17%) und 2009 (plus 49%). Insgesamt zeichnete sich ein Trend zu erhöhter Transaktionsaktivität bei gleichzeitig konstanten Transaktionsvolumina ab.

Auch wenn der deutsche Markt für Unternehmenszusammenschlüsse aufgrund seiner historischen Entwicklung sowie der volkswirtschaftlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen nur begrenzt mit anderen europäischen Ländern ver-

²⁴³ Die Rückwirkung auf das Small Cap-Segment, also diejenige Kategorie, in der sich vermehrt mittelständische Familienbetriebe befinden, war begrenzt. Die besonderen Umstände ab dem Spätsommer 2008 konnten im Small Cap-Bereich deutlich besser als in anderen Marktsegmenten abgedeckt werden, was sich insgesamt in einer nicht gesunkenen Anzahl von Transaktionen widerspiegelt. Lediglich die Volumina sind, den Marktbedingungen entsprechend, leicht zurückgegangen. Im Allgemeinen treffen konjunkturbedingte Auf- und Abschwünge den Small- und MidCap Bereich mit einer Verzögerung von 6-9 Monaten, vgl. hierzu auch *Keller/ Marquardt* (2010) S. 143.

²⁴⁴ Vgl. *Kunisch* (2009), S. 49; *Tschöke/ Klemen* (2011), S. 447.

²⁴⁵ Vgl. hierzu Abb. 10.

²⁴⁶ Vgl. *Frommann/ Dahmann* (2003), S. 8f.

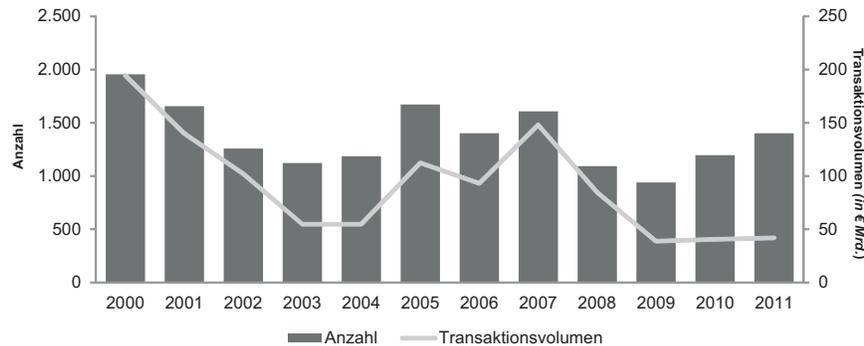


Abb. 11: Entwicklung des deutschen M&A-Marktes

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

gleichbar ist, weist Deutschland einen verhaltenen Nachholbedarf auf, von dem positive Signale für den gesamten deutschen Beteiligungsmarkt zu erwarten sind. Die Anzeichen für eine nachhaltige Belebung sind daher vielseitig und die Beweggründe sind auch nach der Krise dieselben wie vor der Krise und daher weiter aktuell: die Notwendigkeit internationaler Wertschöpfung, anorganische Wachstumsstrategien und der anhaltende nationale Konsolidierungsdruck.²⁴⁷

Dieser Konsolidierungsdruck zeigt sich in vielen Industriebereichen u.a. anhand von vorhandenen Überkapazitäten. Gerade in Bereichen, in denen ein hohes spezifisches Wissen erforderlich ist oder eine hohe Markenbewertung von Bedeutung ist, zählen zunehmend Volumenanteile und eine kritische Marktmacht, um langfristig erfolgreich wirtschaften zu können.²⁴⁸ Zum anderen spielt die Notwendigkeit internationaler Wertschöpfung eine immer größere Rolle. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass insbesondere der Mittelstand gestärkt aus vergleichbaren konjunkturellen Krisen hervorgeht und vormals geäußerte Entwicklungsziele zu realisieren versucht. Diese werden nach wie vor durch organisches, aber auch anorganische Anpassungen realisiert. Unterstützt wird diese Art des Wachstums nicht zuletzt durch den in Schwellenländern wie Indien oder China ebenfalls stattfindenden nationalen Auslese- und Kapazitätsanpassungsprozess.²⁴⁹ Diese sind in den vergangenen Jahren rasant gewachsen, konnten sich aber durch die fortschreitende positive Entwicklung der eigenen Binnenkonjunktur nicht gänzlich von der Weltwirtschaft abspalten und sich somit dem internationalen Wettbewerb entziehen.²⁵⁰

²⁴⁷ Vgl. Meckl (2011), S. 1-3.

²⁴⁸ Vgl. ausführlich Boston Consulting Group (BCG) (2011), S. 3; PWC (2012), S. 5f.

²⁴⁹ Vgl. Lucks (2009), S. 2ff.

²⁵⁰ Vgl. Lucks (2009), S. 3.

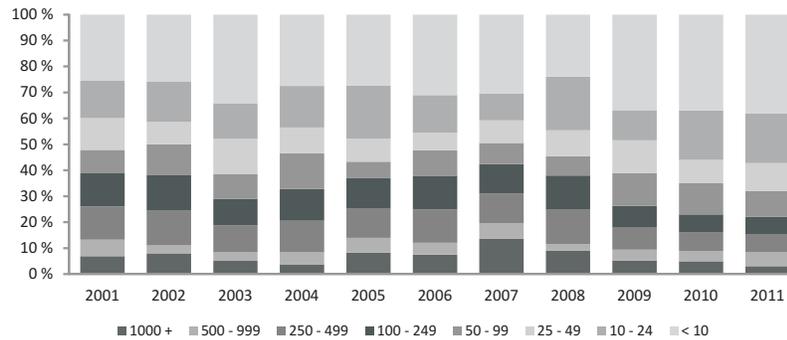


Abb. 12: Übersicht Transaktionsvolumina in Deutschland (in €m)

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

Nicht nur in unternehmerischen Hochphasen ist M&A ein relevantes Thema, denn gerade Krisenphasen bieten vielfach interessante Impulse und Transaktionsmöglichkeiten durch antizyklisches M&A und opportunistisches Verhalten. Bei der hohen Anzahl an Unternehmen, die sich derzeit in einer kritischen Situation befinden, liegt die Vermutung nahe, dass damit ein längst überfälliger Konsolidierungsprozess angeschoben wurde. Bei intensiver Betrachtung stellt sich jedoch heraus, dass die derzeitige Wirtschaftssituation vielfach auch solche Unternehmen in Mitleidenschaft gezogen hat, die unter gewöhnlichen Umständen von solchen Anpassungsprozessen kaum berührt worden wären.²⁵¹ Daher erhält ein Unternehmen in ausgesuchten Einzelfällen eine einmalige Gelegenheit durch antizyklisches M&A, sei es als Minderheits- oder auch Mehrheitsgesellschafter, in ein strategisch hervorragend positioniertes Unternehmen zu investieren.²⁵² Zusammenschlüsse bieten deshalb in diesen Phasen einzigartige Möglichkeiten aus der Krise zu kommen, da die Transaktionen vielfach nur durch finanzielle Probleme der Zielgesellschaften ausgelöst wurden.²⁵³ Zugleich haben Unternehmen häufig im Vorfeld bereits Übernahmeziele oder Konkurrenten in Augenschein genommen und nutzen nun die vorherrschenden attraktiven Bewertungen um technologisches Know-How zu erwerben, Produktionssysteme effizienter zu gestalten oder die Wertschöpfungskette zu optimieren.²⁵⁴ Ein weiterer positiver Indikator für die zukünftige positive Entwicklung von M&A ist der demographische Wandel in Deutschland. Das IfM Bonn schätzt, dass bis zum Jahr 2014 jährlich 22.000 Unternehmensnachfolgen anstehen,

²⁵¹ Vgl. Machelett/ Simmert (2011), S. 198f.

²⁵² Vgl. u.a. Hovakimian et al. (2001); Baghai et al. (2008), S. 97-99 und Boschat et al. (2010).

²⁵³ Vgl. Gaughan (2007), S. 3-12.

²⁵⁴ Vgl. Prostedter/ Hiltner (2011), S. 114f.

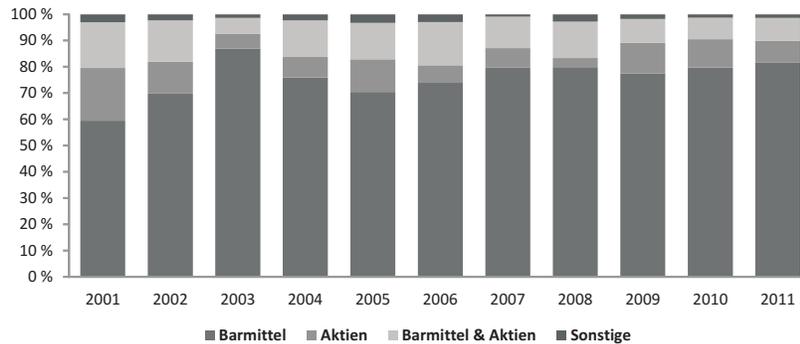


Abb. 13: Übersicht Zahlungsmodalitäten Deutschland (in %)

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

das entspricht in etwa 2% aller Familienunternehmen.²⁵⁵ Das Erreichen des Ruhestandsalters stellt hierbei den häufigsten Übergabegrund dar.²⁵⁶

Der erneute Blick auf die Kaufpreisentwicklung verrät den Trend weg von den Megadeals hin zu kleinvolumigeren Transaktionen (siehe Abb. 12). Nach anfänglichen Vorbehalten zu Beginn dieser Dekade, konnten für 2011 erneut mehr Meldungen als im Vorjahr über abgeschlossene Transaktionen und deren Angebots- bzw. Kaufpreise verzeichnet werden.²⁵⁷ Das durchschnittliche Transaktionsvolumen einer Mehrheitsbeteiligung entspricht hierbei einem Volumen von €177m (2011), ein weiterer Rückgang im Vergleich zum Vorjahr (minus 30%) sowie bis zum bisherigen Höhepunkt im Jahr 2007 (minus 71%). Der Median der Transaktionsvolumina beträgt €114m.

Der Anteil der Megadeals, solche mit einem Transaktionsvolumen von über €1 Mrd., ist nach wie vor rückläufig. Deren Anteil beträgt 2011 nur noch 3% und liegt somit deutlich unter dem Niveau von 2007 (minus 77%).²⁵⁸ Die Transaktionen im Preissegment €100m < x < 1Mrd. sind im Vergleich zum Jahr 2010 zwar konstant geblieben, im Vergleich zum Jahr 2007 ist deren Anteil jedoch von 9% auf 5% geschrumpft (minus 39%). Im Kaufpreissegment unter €100m hat hingegen eine deutliche Belebung stattgefunden. Im Jahr 2011 stieg deren Anteil um einen Prozentpunkt leicht über das Niveau von 2010, jedoch unübersehbar über das Niveau von 2007 (plus 35%). Hier ist eine Verlagerung hin zu deutlich kleinvolumigeren Transaktionen zu erkennen, die sich in einer durchschnittlichen jährlichen Wachs-

²⁵⁵ Hiervon sind im Zeitraum von 2012-14 ca. 287.000 Beschäftigte betroffen.

²⁵⁶ Vgl. IfM Bonn (2010).

²⁵⁷ Vgl. FactSet Mergerstat (2012), S. 7.

²⁵⁸ Vgl. zur Diskussion Kunisch/ Wahler (2010), S. 53f.

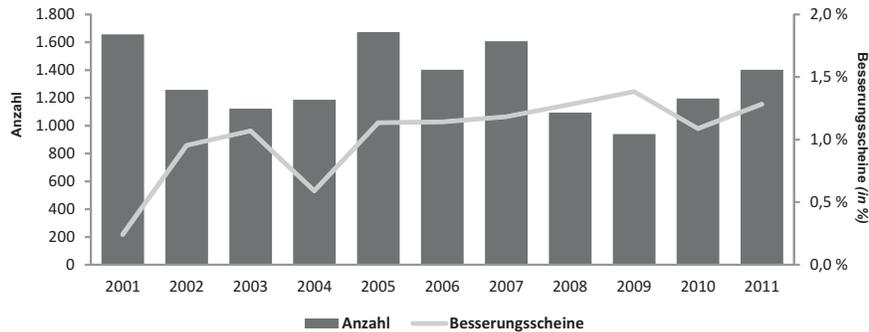


Abb. 14: Übersicht Besserungsscheine Deutschland

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

tumsrate von knapp über 8% seit 2007 widerspiegelt.

Eine Veränderung der Transaktionsstruktur wird auch durch die bei durchgeführten Zusammenschlüssen gewählte Zahlungsmodalität bestätigt (Abb. 13).²⁵⁹ Nach wie vor sind Barmittel und Aktien oder eine Kombination aus beidem, das vorrangige Zahlungsmittel bei Unternehmenszusammenschlüssen. Mittelfristig hat sich jedoch eine gewisse Zurückhaltung hinsichtlich der Variante Aktien ergeben. Deren Anteil ist sichtbar zurückgegangen und wird nur noch bei 8% aller Transaktionen als primäres Zahlungsmittel gewählt, ein Rückgang von fast 60% im Vergleich zum Basisjahr 2001. Parallel dazu ist auch die Kombination aus Barmitteln und Aktien, zugunsten von Barmitteln als hauptsächlich akzeptierte Zahlungsmodalität, zurückgegangen. Zurückzuführen ist dieser nationale wie globale Trend auf die Unsicherheit und Volatilität an den Aktienmärkten, die eine zuverlässige, stabile Wertentwicklung von Aktien oder aktienähnlichen Instrumenten nicht zulassen.²⁶⁰ Barmittel wurden 2011 in über 81% aller Transaktionen als bevorzugte Zahlungsmodalität gewählt.

Wurden in Zeiten eines optimistischen M&A-Marktes früher zügige Erwerbentscheidungen, insbesondere bei Private-Equity-Transaktionen, teilweise ohne eine

²⁵⁹ Die Einteilung der Zahlungsmodalitäten für eine M&A-Transaktion erfolgt anhand der vorgenommenen Klassifizierung durch Mergerstat®, die diese in vier Kategorien einteilt: (1) Barmittel: Cash-Reserven, liquides Fremdkapital; (2) Aktien: Stammaktien oder Vorzugsaktien; (3) eine Kombination aus (1) & (2); Kategorie (4) Sonstiges: Schuldverschreibungen, Anleihen, Aktienoptionen, Pfandbriefe.

²⁶⁰ Vgl. *MergerMarket* (2011), S. 15f. Zudem neigen überbewertete Unternehmen dazu, Übernahmen mit eigenen oder durch Ausgabe neuer Aktien zu finanzieren, vgl. hierzu *Faccio/ Masulis* (2005), S. 1379.

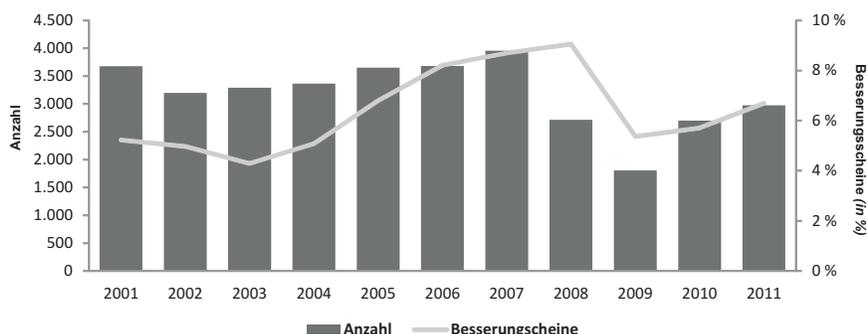


Abb. 15: Übersicht Besserungsscheine Grossbritannien

(Quelle: FactSet Mergerstat sowie eigene Berechnungen)

bis ins Detail genaue Prüfung des Unternehmens getroffen, so hat in den vergangenen fünf Jahren eine Umdenken stattgefunden. Die Bewertung von Risiken hat in Form einer ausgeprägten Due Diligence stark zugenommen.²⁶¹ Wurden früher nur bei großen Transaktionen intensive *Due Diligence*-Prüfungen durchgeführt, so werden heute auch bei immer mehr kleineren Transaktionen diese Art von Bewertungen erstellt, da im derzeitigen Wirtschaftsklima kein großer Spielraum für unternehmerische Fehler vorhanden ist.²⁶² Um diesem Risiko angemessen zu begegnen, kommen insbesondere bei kleinen, zumeist mittelständischen Unternehmen, aber auch bei Nachfolgeregelungen und Dienstleistungsunternehmen, sogenannte Besserungsscheine zum Einsatz.²⁶³ Der Anteil solcher Verpflichtungen ist in Deutschland mit einem Anteil von knapp 1% der gesamten Transaktionen äußerst gering, dennoch werden diese bundesweit immer häufiger Bestandteil von Kaufverträgen (siehe Abb. 14). So liegt ihr Anteil 2011 erneut deutlich über dem Vorjahresniveau von 2010 (plus 18%) und sie tragen maßgeblich dazu bei, Vertrauen zu bilden und einen auf Basis der tatsächlichen Geschäftsentwicklung resultierenden Kaufpreis zu ermitteln und somit das Transaktionsrisiko für die am Prozess beteiligten Parteien deutlich zu reduzieren.²⁶⁴

²⁶¹ Die Due Diligence wird durch einen potentiellen Käufer eines Unternehmens vorgenommen. Hierbei wird eine sorgfältige Prüfung und Analyse eines Unternehmens vorgenommen, insbesondere im Hinblick auf seine wirtschaftlichen, rechtlichen, steuerlichen und finanziellen Verhältnisse.

²⁶² Vgl. Prostedter/ Hiltner (2011), S. 114f.

²⁶³ Besserungsscheine oder auch Earn-Out Klauseln besagen, dass Anteile an einem Unternehmen zu einem Basispreis plus einer Zusatzzahlung verkauft werden. Diese Zusatzzahlung ist abhängig vom zukünftigen Erfolg des Unternehmens und wird nach Ablauf eines festgelegten Zeitraums vorgenommen.

²⁶⁴ In Grossbritannien, dem etabliertesten Markt für Unternehmensbeteiligungen, liegt der Anteil bereits bei 6%. vgl. hierzu Abb. 15.

3.4.4 Zusammenfassung

Die aufkeimende Aufbruchstimmung hinsichtlich der aus Zusammenschlüssen resultierenden Entwicklungs- und Synergiepotentiale zu Beginn des 21. Jahrhunderts, legt die Vermutung nahe, dass dies eine Mode- oder Begleiterscheinung dieses Jahrhunderts darstellen könnte. Dieser Abschnitt belegt jedoch ausgiebig, dass M&A keineswegs eine ebensolche geschilderte Begleiterscheinung beschreibt, sondern vielmehr seinen Ursprung in den wirtschaftlichen und politischen Veränderungen als auch technischen Innovationen der vergangenen beiden Jahrhunderte hat. Nicht zuletzt stellt M&A eine strategische Alternative zum herkömmlichen Entwicklungs- oder Wachstumsverlauf von Unternehmen dar. Diese Form des anorganischen Wachstums beschreibt ein unverzichtbares Phänomen in erschlossenen und entwickelten Gütermärkten, das wiederum ein Ergebnis oder die Folge von fortschreitendem Wettbewerb und Konsolidierung ist. Insgesamt zeichnet sich sowohl für Großbritannien, als den „*fortschrittlichsten*“ Markt im Zusammenhang mit M&A, als auch für Deutschland ein deutlicher Trend zu erhöhter Transaktionsaktivität bei stagnierenden Transaktionsvolumina und gleichzeitig erhöhter Risikoaversion ab. Deutlich wird das anhand geringerer Kaufpreise, einer intensiveren Due Diligence und der zunehmenden Verwendung von Haftungsbeiträgen in Kaufverträgen seitens der Verkäufer, in Form von Besserungsscheinen oder Earn-Out Klauseln. Eine vergleichbare Entwicklung ist in den verbleibenden EU-Staaten ebenfalls zu erkennen. So unterstützen die aufgezeigten Motive und Veränderungen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle das vorliegende Forschungsvorhaben hinsichtlich einer empirischen Überprüfung zur langfristigen Entwicklung von Unternehmensübernahmen durch familiengeführte Unternehmen, da eine effiziente und sichere Durchführung von M&A bei knappen personellen wie finanziellen Ressourcen immer weiter in den Fokus von Familienunternehmen rücken wird.

3.5 Relevante theoretische Erklärungsansätze für die Familienunternehmensforschung

Dieser Abschnitt widmet sich ausführlich den zwei theoretischen Bezugsrahmen, die die Grundlage für die Zielformulierung in den folgenden empirischen Kapiteln bilden und sich mit dem Muster sowie dem Erfolg von M&A bei Familienunternehmen auseinandersetzen. Zahlreiche Beiträge im Forschungsfeld Familienunternehmen wählen die Agency-Theorie (AT) und den ressourcenorientierten Ansatz (RBA) bzw. Resource-Based View (RBV) als Ordnungsrahmen für empirische und konzeptionelle Forschungsansätze, da diese Sichtweisen aus verschiedenen Bereichen der Wirtschaftswissenschaft, wie z. B. des Strategischen Managements, der Finanzwirtschaft und der Ökonomie, verbinden. Weitere jüngst erschienene Untersuchungen befassen sich mit der Stewardship-Theorie, einer zur Agency-Theorie

gegensätzlichen Denkweise.²⁶⁵ Diese unterstellt, dass die Agenten, trotz geringerer Überwachung, altruistisch handeln, also als verantwortungsvolle Hüter der ihnen überlassenen Wirtschaftsgüter agieren.²⁶⁶ Dieser Theorieansatz ist jedoch nicht Gegenstand dieser Abhandlung und wird in der folgenden Abhandlung nicht weiter diskutiert. Zu Beginn wird zunächst auf den fehlenden einheitlichen Bezugsrahmen im Forschungsfeld Familienunternehmen eingegangen. Im Weiteren werden die Grundlagen der beide erwähnten Theorien vorgestellt, bevor auf die vorhandene Relevanz in Bezug auf Familienunternehmen sowie M&A eingegangen wird.²⁶⁷

3.5.1 Fehlender einheitlicher Ordnungsrahmen bei Familienunternehmen

Das Forschungsfeld Familienunternehmen gewinnt zunehmend an Bedeutung, doch das Fehlen eines grundlegenden Theoriegerüsts erschwert die Wahl eines einheitlichen und verständlichen Denkmusters. Nachdem in den vergangenen Jahrzehnten wichtige Forschungsbeiträge zu diesem Oberthema veröffentlicht wurden, müssen nun in einem zweiten Schritt grundlegende theoretische und konzeptionelle Fragen untersucht werden.²⁶⁸ Doch dieser Schritt stellte eine große Herausforderungen dar und die Diskussion um ein einheitliches Theoriegebäude im Rahmen der Familienunternehmensforschung hält bis heute an. Das Fehlen eines allgemeingültigen Bezugsrahmens wurde früh erkannt. Bereits *Handler* (1989) zeigte erste Ansatzpunkte für neuartige Modelle zur Überwindung dieses Problems auf. Doch sie sieht die Problematik in erster Linie in der Gestaltung der Beiträge, die auf der Beratungstätigkeit von damaligen Praktikern basierte. *Handler* schlägt diesbezüglich eine ergebnisorientierte Forschung vor, bei der Theorie und Praxis im Zuge einer „Handlungstheorie“ neu verknüpft werden.²⁶⁹ Schon damals zeigte sich der vorherrschende Dissens, eine zu stark theoretisch fundierte Forschung könne Familienunternehmen eher abschrecken als weiterhelfen.²⁷⁰ Das Fehlen eines angemessenen Theoriegerüsts wurde in den darauffolgenden Jahren von zahlreichen Wissenschaftlern benannt und mündete in Veröffentlichungen aus den verschiedensten Forschungsbereichen. In einem weiteren Versuch die Beiträge zu klassifizieren, erwähnt *Wortman* (1994) eben diese Vielfalt von Forschungsdisziplinen und -belangen, die das

²⁶⁵ Vgl. hierzu ausführlich *Miller/Le Breton-Miller* (2006), S. 73-87.

²⁶⁶ Die Stewardship-Theorie hat ihren Ursprung in der Theologie, siehe dazu *Thompson* (1960), *Griffin* (1960).

²⁶⁷ Ebenfalls nicht Gegenstand dieser Arbeit wird die sozioökonomische Tauschtheorie im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen sein, ein alternativer Ansatz zur Bewertung von Übernahmen bei Familienunternehmen, vgl. *Setnik* (2006), S. 141ff.

²⁶⁸ Vgl. *Sharma* (2004), S. 24

²⁶⁹ Vgl. u.a. *Argyris/Schon* (1974) hinsichtlich erster Ansätze zur Gestaltung von Theorie mit praktischen Ansätzen.

²⁷⁰ Vgl. *Brockhaus* (1994), S. 28f.

Forschungsfeld Familienunternehmen zu einer Herausforderung machen.²⁷¹ Einen weiteren Grund für das Fehlen eines angemessenen Ordnungsrahmens sieht *Wortman* in der historisch bedingten Ausrichtung der Forschung über Familienunternehmen, die ursprünglich auf Erzählungen, Anekdoten oder Erlebnisberichten beruhte.²⁷² *Sharma et al.* (1997) bemerken ebenfalls, dass der Untersuchungsgegenstand eher die Familie als das unternehmerische Handeln betrifft. Sie sind der Meinung, dass sich die Beiträge hauptsächlich mit Intra-Familienbeziehungen beschäftigen und den Einfluss der Familie auf den unternehmerischen Erfolg vernachlässigen. Zur Lösung schlagen die Autoren einen strategischen Ansatz vor. Im Kontext der Forschungsdisziplinen des Strategischen Managements und der Performance-Analyse sollte sich sukzessive dem Forschungsfeld Familienunternehmen genähert werden. Konzentrierten sich wissenschaftliche Beiträge vormals ausschließlich auf die Agency-Theorie als geeigneten Ordnungsrahmen zur Erläuterung des spezifischen Erfolgs von Familienunternehmen, so fanden *Chrisman et al.* (2010) in einer Untersuchung zur zukünftigen Forschungsausrichtung in der Familienunternehmensforschung heraus, dass der Anteil der wissenschaftlichen Beiträge, die die Disziplin des Strategischen Managements als primäre Forschungsgrundlage wählten, zwischen den Jahren 1996-2008 auf ca. 25% gestiegen ist und sich somit in den vergangenen Jahren mehr als verdoppelt hat.²⁷³ Eine aktuelle Untersuchung belegt, dass unter den 25 meistzitierten Artikel in der Familienunternehmensforschung die Beiträge der AT, als Unterkategorie der Neuen Institutionenökonomik, weiterhin dominieren, der RBA jedoch, als Erklärungsansatz der Strategieforschung, zunehmend an Bedeutung gewinnt. Aus der Übersicht in Tabelle 2 geht ebenso hervor, dass empirische Arbeiten vorwiegend die Agency-Theorie bevorzugen, während sich konzeptionelle Beiträge eher mit dem RBA zur Erklärung von Unterschieden zwischen den Unternehmensgattungen befassen. Im Folgenden werden die Grundlagen der beiden Theorien kurz erläutert, bevor auf die Relevanz im Zusammenhang mit Familienunternehmen und M&A im Kontext der vorliegenden Arbeit näher eingegangen wird.

²⁷¹ Damalige wissenschaftliche Beiträge entstammen aus den Forschungsdisziplinen der Unternehmensführung, Allg. Systemtheorie, Politikwissenschaften, Ökonomie oder den Verhaltenswissenschaften. Jüngste Beiträge kommen aus den Disziplinen der Psychologie, Soziologie, Volkswirtschaft, Rechtswissenschaft und Entrepreneurship.

²⁷² Vgl. *Wortman* (1994), S. 3f.

²⁷³ Vgl. ausführlich *Chrisman et al.* (2010), S. 11ff.

Tabelle 2: Die 25 meistzitierten Artikel in der Familienunternehmensforschung, publiziert in *Entrepreneurship Theory and Practice* (2003–2008), *Family Business Review* (2005–2008), *Journal of Business Venturing* (2003–2008) und *Journal of Small Business Management* (2003–2008)

(Quelle: in Anlehnung an Chrisman et al. (2010), S. 11f.)

Anzahl Zitate	Artikel	Zeitschrift	Typus des Artikels	Theorierahmen	geistige(r) Autor(en)
60	Schulze, Lubatkin, Dino und Buchholtz (2001)	Organization Science	Empirisch	Agency Th	Becker (1974, 1981); Bergstrom (1989); Jensen & Meckling (1976); Thaler & Shefrin (1981)
57	Chua, Chrisman und Sharma (1999)	Entrepreneurship Theory and Practice	Definitionen, Empirisch	Theorie <i>family firm</i>	Chrisman, Hofer & Boulton (1988); Churchill & Hatten (1987); Handler (1989)
49	Jensen und Meckling (1976)	Journal of Financial Economics	Konzeptionell	Agency Th	Alchian & Demsetz (1972); Coase (1937)
49	Habbershon und Williams (1999)	Family Business Review	Konzeptionell	RBA	Barney (1991); Wernerfelt (1984); Penrose (1959)
41	Habbershon, Williams und MacMillan (2003)	Journal of Business Venturing	Konzeptionell	RBA	Barney (1991); Chua et al. (1999); Habbershon & Williams (1999); Whiteside & Brown (1991)
40	Anderson und Reeb (2003)	Journal of Finance	Empirisch	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); Morck et al. (1988); Shleifer & Vishny (1997)
37	Gómez-Mejía, Núñez-Nickel und Gutierrez (2001)	Academy of Management Journal	Empirisch	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); McEachern (1975); Morck et al. (1988)
34	Sharma, Chrisman und Chua (1997)	Family Business Review	Literature Review	Strategisches Management	Handler (1989); Hofer & Schendel (1978); Sharma, Chrisman & Chua (1996)
34	Sirmon und Hitt (2003)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	RBA	Barney (1991); Habbershon & Williams (1999); Sharma et al. (1996)

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 2: (Fortsetzung)

<i>Anzahl Zitate</i>	<i>Artikel</i>	<i>Zeitschrift</i>	<i>Typus des Artikels</i>	<i>Theorierahmen</i>	<i>geistige(r) Autor(en)</i>
32	Fama und Jensen (1983)	Journal of Law and Economics	Konzeptionell	Agency Th	Berle & Means (1932); Jensen & Meckling (1976)
30	Astrachan, Klein und Smyrnios (2002)	Family Business Review	Definitionen, Methoden	N/A	Handler (1989); Litz (1995); Shanker & Astrachan (1996)
30	Sharma (2004)	Family Business Review	Literature Review	N/A	Sharma et al. (1997)
27	Aldrich and Cliff (2003)	Journal of Business Venturing Review	Konzeptionell	Soziologie	Aldrich & Zimmer (1986); Burt (1992); Larson & Starr (1993); Stafford et al. (1999)
26	Kets de Vries (1993)	Organizational Dynamics	Empirisch	N/A	Unternehmensberatung und Interviews
26	Chrisman, Chua und Litz (2004)	Entrepreneurship Theory and Practice	Empirisch	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); Schulze et al. (2001)
25	La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer (1999)	Journal of Finance	Empirisch	Agency Th	Berle & Means (1932); La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (1997, 1998)
25	Schulze, Lubatkin und Dino (2003a)	Academy of Management Journal	Empirisch	Agency Th	Becker (1981); Bergstrom (1989); Jensen & Meckling (1976)
25	Tagiuri and Davis (1992)	Family Business Review	Empirisch	Theorie der Organisation / Soziologie	Cyert & March (1963); Etzioni (1961); Perrow (1970)
24	Chrisman, Chua und Sharma (2005)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	Strategisches Management (RBA/Agency)	Barney (1991); Chua et al. (1999); Habbershon et al. (2003); Jensen & Meckling (1976); Sharma et al. (1997)
24	Morck, Shleifer und Vishny (1988)	Journal of Financial Economics	Empirisch	Agency Th	Demsetz (1983); Fama & Jensen (1985); Jensen & Meckling (1976)
24	Schulze, Lubatkin und Dino (2003b)	Journal of Business Venturing	Empirisch	Agency Th	Fama & Jensen (1985); Gersick, Davis, Hampton & Lansberg (1997); Jensen & Meckling (1976)

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 2: (Fortsetzung)

<i>Anzahl Zitate</i>	<i>Artikel</i>	<i>Zeitschrift</i>	<i>Typus des Artikels</i>	<i>Theorierahmen</i>	<i>geistige(r) Autor(en)</i>
24	Barney (1991)	Journal of Management	Konzeptionell	RBA	Andrews (1971); Penrose (1959); Wernerfelt (1984)
22	Morck und Yeung (2003)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); La Porta et al. (1999); Shleifer & Vishny (1997)
22	Cabrera-Suárez, Saá-Pérez und García-Almeida (2001)	Family Business Review	Konzeptionell	RBA/ wissensbasierter Ansatz	Barney (1991); Bierly & Chakrabarti (1996); Habbershon & Williams (1999); Penrose (1959); Spender (1996); Wernerfelt (1984)
22	Carney (2005)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	Agency Th	Fama & Jensen (1983); Jensen & Meckling (1976); La Porta et al. (1999)

Anmerkung: RBA = ressourcenbasierter Ansatz; Agency Th = Agency-Theorie

3.5.2 Erklärungsansatz der Neuen Institutionenökonomik

Zentraler Bestandteil der Agency-Theorie ist der Zielkonflikt zweier Parteien bei gleichzeitiger asymmetrischer Informationsverteilung zwischen diesen Individuen und der daraus resultierenden asymmetrischen Zielformulierung, die zu einem opportunistischem Verhalten von Personen führt, die im Auftrag anderer Personen handeln. Dieses mögliche opportunistische Verhalten kann die Performance eines Unternehmens negativ beeinflussen. Die Agency-Theorie (AT) berücksichtigt diese Annahmen und betrachtet zum einen die Dimension des opportunistischem Verhaltens, aber auch die Möglichkeit zu dessen Einschränkung. Die Agency-Theorie dient daher als Basis für die Mehrheit der Erklärungsmodelle, die den Zusammenhang von Familieneinfluss und Unternehmensperformance behandeln. Im Folgenden werden zunächst die Grundlagen der Agency-Theorie vorgestellt, bevor auf die mögliche Relevanz von Agency-Konflikten bei familiendominierten Unternehmen als auch im Zusammenhang mit M&A näher eingegangen wird.

3.5.2.1 Grundlagen der Agency-Theorie

Ausgangspunkt der AT ist eine Vertragsbeziehung, bei der ein Individuum (Agent) im Auftrag eines anderen Individuums handelt. Eine Agency-Beziehung kommt erst dann zustande, wenn der Agent über spezifisches Wissen oder Fähigkeit im Hinblick auf die ihm übertragene Aufgabe verfügt.²⁷⁴ Hierbei kann ein idealer Anreizvertrag geschlossen werden, der die entstehenden Risikokosten mit den Kosten aus den Fehlanreizen zur Verfolgung eigener Ziele optimal ausbalanciert.²⁷⁵ Im Fall der Familienunternehmensforschung beschreibt die AT modelltheoretische Vertretungssituationen, in den ein Prinzipal (Unternehmenseigentümer) von der auszuführenden Handlung eines Agenten (Manager) abhängig ist.²⁷⁶ Wesentliche Merkmale dieser Theorie sind die Annahmen, dass Prinzipal und Agent asymmetrisch informiert sind und unterschiedliche Zielpräferenz vorweisen.²⁷⁷ Es besteht die Möglichkeit, dass der Agent nicht den vom Prinzipal vorgeschriebenen Zielpräferenzen nachgeht und

²⁷⁴ Vgl. *Holmstrom/ Milgrom* (1991), S. 24f.

²⁷⁵ An dieser Stelle muss bei Familienunternehmen zwischen zwei Ausprägungen unterschieden werden. Bei der Trennung von Eigentum und Kontrolle, also bei der operativen Führung eines Unternehmens durch einen Fremdmanager, werden zwischen den Vertragspartnern inzentivierende Vereinbarungen geschlossen. Diese Anreizverträge entfallen zumeist, wenn Unternehmen u.a. von geschäftsführenden Gesellschaftern oder in Personalunion geführt werden, da ein Zusammenfallen von Eigentum und Kontrolle vielfach zu einer geringeren Ausprägung von Zielkonflikten und den damit verbundenen Kontrollkosten kommt. Zwar kann es trotzdem zu einem Konflikt zwischen dem dominierenden Mehrheitsaktionär (d.h. der Familie) und Minderheitsaktionären kommen, insbesondere wenn die Familie durch ihren Anteilsbesitz private Kontrollrenten realisieren kann. Zumeist überwiegt aber der positive Effekt eines Familienunternehmens die potentiell entstehenden Zielkonflikte zwischen Groß- und Kleinaktionären, vgl. *Krempel/ Weizsäcker* (2007), S. 76f.

²⁷⁶ Vgl. *Eisenhardt* (1989a), S. 58.

²⁷⁷ Vgl. *Richter/ Furubotn* (2003), S. 173.

im besten Interesse des Prinzipals handelt. In der AT wird daher davon ausgegangen, dass die Individuen ausnahmslos ihre Eigeninteressen verfolgen.

Aufgrund eingeschränkter Beobachtungsmöglichkeiten des Prinzipals besteht nur eine geringe Wahrscheinlichkeit dieses opportunistische Verhalten aufzudecken. Hierin besteht der eigentliche Agency-Konflikt - die nicht vorhandene Beobachtbarkeit und Kontrolle - und es stellt sich die Frage, inwiefern der Prinzipal den Agenten ermutigen kann, dessen Ziele an die eigenen Vorstellungen und Präferenzen anzupassen.²⁷⁸ Der Prinzipal ist sich seiner Position bewusst und versucht durch indirekte Verhaltenssteuerung dem opportunistischen Handeln des Agenten entgegenzuwirken. Eine vollständige Überwachung der Handlungen des Agenten in Verbindung mit einer Sanktionierung des Fehlverhaltens ist häufig nicht zu realisieren und kommt daher nicht in Betracht. Daher widmet sich die AT dem Ziel, einen Zustand vollkommener Information und kongruenter Zielpräferenzen herbeizuführen, indem sie durch die Bereitstellung von anreizkompatiblen Verträgen versucht, den Agenten zu steuern.²⁷⁹ Solche Anreizverträge müssen an beobachtbaren Kenngrößen ansetzen, auf die der Agent durch sein Handeln Einfluss nehmen kann. Dies könnte durch eine Gewinnbeteiligung in Form von Bonus- oder Prämienzahlungen erfolgen oder durch die Selbstbeteiligung der Agenten am Eigenkapital des Unternehmens. Die Kosten dieser zusätzliche Kontroll- und Anreizsysteme müssen aber durch den Prinzipal berücksichtigt und getragen werden.²⁸⁰ Aufgrund asymmetrischer Informationen und Interessenkonflikten kann keine erstbeste und damit pareto-optimale Lösung erreicht werden, sondern nur eine zweitbeste Lösung, die durch den Residualverlust beschrieben werden kann.²⁸¹ Diese werden insgesamt als Agency-Kosten bezeichnet und können durch die geeignete Vertragswahl minimiert werden. Der Prinzipal muss hingegen abwägen, ob sich das Prinzipal-Agenten-Verhältnis für ihn überhaupt lohnt. Es zahlt sich nur aus, wenn die durch den Agenten verursachten Opportunitätskosten und die damit verbundenen Agency-Kosten überproportional abnehmen.²⁸²

Von Bedeutung sind diese Prämissen aus den folgenden Gründen. Würde eine Agency-Beziehung im Allgemeinen keinerlei Kosten, also auch keine Wohlfahrtsverluste, für eine der vorhandenen Vertragsparteien verursachen, dann bestünde kein wesentlicher Unterschied zwischen einer Prinzipal-Agenten-Beziehung und einer herkömmlichen, anonymen Vertragsbeziehung bei vollkommener Konkurrenz.²⁸³ In einer solchen perfekten Welt ohne asymmetrische Information wäre die konkrete

²⁷⁸ Vgl. *Jensen/ Meckling* (1976), S. 308.

²⁷⁹ Vgl. *Eisenhardt* (1989a)m, S. 59-60.

²⁸⁰ Vgl. *Fama/ Jensen* (1983), S. 304-305.

²⁸¹ Der „residual loss“ ist die Differenz zwischen erwarteter und erzielter Rendite, die durch die Wahl der zweitbesten Lösung eintritt. Vgl. *Jensen/ Meckling* (1976), S. 308.

²⁸² Vgl. *Jensen/ Meckling* (1976), S. 308-310.

²⁸³ Die vollkommene Konkurrenz ist ein idealtypischer Marktzustand mit vielen Anbietern und Nachfragern, die den Preis als eine gegebene Größe betrachten und die von individuellen Angebots- bzw. Nachfrageentscheidungen nicht beeinflusst wird (Preisnehmer), und daher die ausgewählte Angebots- bzw. Nachfragemenge optimal an diesen Preis anpassen (Mengenanpasser). Diese Marktform funktioniert nur unter der Prämisse, dass alle Marktteilnehmer perfekt informiert

Ausgestaltung des Vertrages unter dem Aspekt der ökonomischen Effizienz absolut irrelevant. Bei unvollständiger Konkurrenz ändert sich hingegen die Situation. Hier spiegelt die konkrete Struktur der Vertragsform, unter den gegebenen Informationsbeschränkungen und abweichenden Zielpräferenzen, die für beide Parteien optimale Organisationsform ihrer ökonomischen Beziehung wieder.²⁸⁴ Der Vertrag stellt sicher, dass der Prinzipal eine angemessene Kontrolle des Unternehmens zu vertretbaren Kosten behält. Die Agency-Beziehung leistet hier einen Beitrag zur Gestaltung der ökonomischen Vertragstheorie. Mittels dieser Theorie können zahlreiche vertragliche und institutionelle Beziehungen analysiert und ökonomisch fundiert werden.²⁸⁵

Agency-Beziehungen bestehen in vielfältiger Form. *Berle/Means* (1932) sowie später auch *Williamson* (1964) beschäftigten sich erstmals mit der Motivation von Fremdmanagern, eine damals neue Form der Unternehmensführung, die einen Interessenskonflikt beschreiben, der aufgrund unterschiedlicher Nutzenfunktionen zwischen Eigentümer und Manager entsteht.²⁸⁶ Während Manager ihren Nutzen durch pekuniäre und nicht pekuniäre Leistungen maximieren, sind Unternehmenseigner zumeist an der Maximierung des Unternehmenswertes orientiert - zuweilen zwei gegensätzliche Positionen. Betrachtet man eine Unternehmung als Gesamtorganisation treten Agency-Beziehungen zwischen den verschiedenen Stakeholdern auf und sind nicht ausschließlich auf Manager-Shareholder-Beziehungen und deren Konflikte begrenzt.²⁸⁷ Weitere Beiträge befassen sich mit der Beziehung zwischen Kreditgeber und Darlehensempfänger,²⁸⁸ aber auch mit der Wechselbeziehung zwischen Minder- und Mehrheitsaktionären.²⁸⁹

Neben den inhärenten Konflikten kann aber ein großes Familienunternehmen in Form einer Aktiengesellschaft (AG oder neuerdings SE), mit der Trennung von Eigentum und Führung bzw. Kontrolle, eine effiziente Form der Organisationsgestaltung darstellen. Wie *Jensen/Meckling* (1976) feststellen, reduziert eine Beteiligung an den Eigentumsrechten den Interessenskonflikt zwischen Eigentümern und Management drastisch. Der Wettbewerb zwischen den Unternehmen auf den Faktormärkten führt weiterhin zu einer effizienten Kontrolle der Manager durch die Eigentümer,

sind, d.h. jeder Käufer und Verkäufer muss immer über die aktuellen Preise sowie die angebotene und nachgefragte Menge informiert sein. Vgl. u.a. *Mankiw/Taylor* (2012), S.353ff.

²⁸⁴ Vgl. *Richter/Furubotn* (2003), S. 174.

²⁸⁵ Vgl. u.a. *Erlei et al.* (2007).

²⁸⁶ In der Literatur wurde dieses Situation häufig als „[...] motivations of managers who control but do not own [...]“ bezeichnet. Vgl. *Berle/Means* (1932) sowie *Williamson* (1964).

²⁸⁷ *Jensen/Meckling* (1976) sowie *Alchian/Demsetz* (1972) formulierten erstmals die heute als Prinzipal-Agenten-Beziehung bekannte Wechselbeziehung im Rahmen von vertraglichen Vereinbarungen, vielfach auch "property rights" genannt.

²⁸⁸ Vgl. *Smith/Warner* (1979).

²⁸⁹ Vgl. *Morck et al.* (1988).

zugleich ist die Unternehmensführung der strengen Disziplin und den Möglichkeiten des Arbeitsmarktes für Führungskräfte ausgesetzt.²⁹⁰

In diesem Zusammenhang beschreiben *Fama/ Jensen* (1983) die zentrale Rolle des Aufsichtsrates bzw. Board of Directors als Kontrollgremium der Aktionäre zur Vermeidung von opportunistischem Verhalten durch das Management. Sowohl der verhaltensorientierte Vertragsentwurf, mit dem Aufsichtsrat als Kontrollorgan, als auch ein ergebnisorientierter Anreizvertrag, beispielsweise eine Kapitalbeteiligung des Managements am Unternehmen, dienen laut *Eisenhardt* (1989a) dem Zweck, die systemimmanenten Interessen- und Zielkonflikte zu reduzieren. Gleichwohl ist ein bestmöglicher Vertrag geprägt von Erfolgsunsicherheit, Risikoaversion und der Verfügbarkeit von Informationen.²⁹¹

3.5.2.2 Relevanz der Agency-Theorie für Familienunternehmen

Die Agency-Theorie gehört zu den zwei zentralen und am häufigsten gewählten Theorierahmen bei wissenschaftlichen Forschungsfragen und hinsichtlich potentieller Aussagekraft, wenn es sich um die Analyse von unternehmerischem Erfolg handelt.²⁹² Wie bereits erwähnt basiert die Agency-Theorie auf der fundamentalen Annahme von Zielkonflikten zwischen einem Prinzipal (Eigentümer) und einem Agenten (Manager). In einem Familienunternehmen kann es der Fall sein, dass Familienangehörige Anteilseigner und Entscheidungsträger zugleich sind, also Prinzipal und Agent in einer Person, es aber trotzdem nicht zu einem Interessenskonflikt und somit unterschiedlichen Nutzenfunktionen kommt. Die Familie dient hier als ein effizientes Instrument zur Reduzierung von Interessenskonflikten zwischen Manager und Eigentümer in einer familiendominierten Unternehmung. *Fama/ Jensen* (1983b) erkennen schon frühzeitig die positiven Effekte dieser familienangehörigen Manager zur Reduzierung von Agency-Kosten. Mit Blick auf börsennotierte Familienunternehmen legen *Chrisman et al.* (2003c) nach gründlicher Analyse den Schluss nahe, dass bei gegebener Einheit von Eigentumsanteilsbesitz und Manage-

²⁹⁰ Vgl. *Fama* (1980).

²⁹¹ Die drei zentralen Beiträge zu diesem Diskurs sind die Beiträge von *Eisenhardt* (1989a), *Wright et al.* (2001) sowie *Shapiro* (2005). *Eisenhardt* (1989) untersucht zwei komplementäre Sichtweisen, die beide unter der Kategorie Agency-Theorie firmieren: Positive-Agency-Theorie und Prinzipal-Agenten-Theorie. Beide Forschungsrichtungen kommen ihrer Meinung nach zu übereinstimmenden Annahmen hinsichtlich optimaler Ausgestaltung ergebnis- und verhaltensorientierter Verträge. *Wright et al.* (2001) diskutieren eine Vereinfachung der restriktiven Annahmen der Agency-Theorie unter dem Vorwand, neue Erkenntnisse aus anderen Verhaltenswissenschaften zu gewinnen. Agency-Kosten können ihrer Meinung nach in verschiedenen Organisationsformen unterschiedlich hoch sein, insbesondere dann, wenn Eigeninteresse und kooperatives Verhalten zu wünschenswerten und vorteilhaften Ergebnissen innerhalb dieser Organisation führen. *Shapiro* (2005) beschäftigt sich ebenfalls mit den restriktiven Annahmen der Agency-Theorie und gibt einen ausführlichen Überblick über jüngste Beiträge, die sich ebenfalls mit den abgeschwächten Annahmen befassen.

²⁹² Der ressourcenbasierte Ansatz stellt den zweiten Theorierahmen dar, der in Kap. 3.5.3 näher erläutert wird. Vgl. ausführlich *Chrisman et al.* (2003b).

mentpräsenz Agency-Kosten reduziert werden können.

Tabelle 3: Zentrale Artikel der AT in der Familienunternehmensforschung, publiziert in *Entrepreneurship Theory and Practice* (2003–2008), *Family Business Review* (2005–2008), *Journal of Business Venturing* (2003–2008) und *Journal of Small Business Management* (2003–2008)

(Quelle: in Anlehnung an Chrisman et al. (2010), S. 11f.)

Anzahl Zitate	Artikel	Zeitschrift	Typus des Artikels	Theorierahmen	geistige(r) Autor(en)
60	Schulze, Lubatkin, Dino und Buchholtz (2001)	Organization Science	Empirisch	Agency Th	Becker (1974, 1981); Bergstrom (1989); Jensen & Meckling (1976); Thaler & Shefrin (1981)
57	Chua, Chrisman und Sharma (1999)	Entrepreneurship Theory und Practice	Definitionen, Empirisch	Theorie <i>family firm</i>	Chrisman, Hofer & Boulton (1988); Churchill & Hatten (1987); Handler (1989)
49	Jensen und Meckling (1976)	Journal of Financial Economics	Konzeptionell	Agency Th	Alchian & Demsetz (1972); Coase (1937)
40	Anderson und Reeb (2003)	Journal of Finance	Empirisch	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); Morck et al. (1988); Shleifer & Vishny (1997)
37	Gómez-Mejía, Núñez-Nickel und Gutierrez (2001)	Academy of Management Journal	Empirisch	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); McEachern (1975); Morck et al. (1988)
32	Fama und Jensen (1983)	Journal of Law and Economics	Konzeptionell	Agency Th	Berle & Means (1932); Jensen & Meckling (1976)
26	Chrisman, Chua und Litz (2004)	Entrepreneurship Theory and Practice	Empirisch	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); Schulze et al. (2001)
25	La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer (1999)	Journal of Finance	Empirisch	Agency Th	Berle & Means (1932); La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (1997, 1998)
25	Schulze, Lubatkin und Dino (2003a)	Academy of Management Journal	Empirisch	Agency Th	Becker (1981); Bergstrom (1989); Jensen & Meckling (1976)

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 3: (Fortsetzung)

<i>Anzahl Zitate</i>	<i>Artikel</i>	<i>Zeitschrift</i>	<i>Typus des Artikels</i>	<i>Theorierahmen</i>	<i>geistige(r) Autor(en)</i>
24	Morck, Shleifer und Vishny (1988)	Journal of Financial Economics	Empirisch	Agency Th	Demsetz (1983); Fama & Jensen (1985); Jensen & Meckling (1976)
24	Schulze, Lubatkin und Dino (2003b)	Journal of Business Venturing	Empirisch	Agency Th	Fama & Jensen (1985); Gersick, Davis, Hampton & Lansberg (1997); Jensen & Meckling (1976)
22	Morck und Yeung (2003)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	Agency Th	Jensen & Meckling (1976); La Porta et al. (1999); Shleifer & Vishny (1997)
22	Carney (2005)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	Agency Th	Fama & Jensen (1983); Jensen & Meckling (1976); La Porta et al. (1999)

Anmerkung: RBA = ressourcenbasierter Ansatz; Agency Th = Agency-Theorie

Zwar wird das standardisierte Agency-Problem mit dem Zielkonflikt der Teilung von Eigentum und Führung bzw. Kontrolle durch die Personalunion von Prinzipal und Agent abgemildert, dennoch gibt es Konflikte, die aus dem System Familie selbst heraus entstehen.²⁹³ Diese Art von Agency-Kosten können in einem ökonomischen, anreizkompatiblen Handlungsrahmen nicht unberücksichtigt bleiben. Zusätzliche Kosten können aber auch das Vorhandensein von konzentrierten Eigentümerstrukturen in Form von Blockaktionären und deren Interessensdurchsetzung entstehen.²⁹⁴ Als eine der ersten beschrieben u.a. *Morck et al.* (1988) wie die Schützenhilfe durch Blockaktionäre zu Konflikten und zu Residualverlusten führt.²⁹⁵ Sie untersuchen, wie Manager mit gleichzeitigem Eigentumsanteilsbesitz persönlichen Nutzen aus dieser Beziehung generieren, und zeigen anhand einer empirischen Studie wie eine steigende Managementbeteiligung zu einem reduzierten Unternehmenswert führt. Sie identifizieren beispielsweise einen nicht-linearen Zusammenhang zwischen dem Einfluss eines steigenden Eigentumsanteilsbesitzes und der Unternehmensperformance. Ähnliche Ergebnisse finden auch *Gómez-Mejía et al.* (2001) sowie *Ehrhardt/Nowak* (2003) unter dem Aspekt der Ausbeutung von Minderheitsanteilseignern durch familiäre Blockaktionäre. *Gallo/Vilaseca* (1998) folgen dieser Argumentation und zeigen, dass durch einen externen, nicht-familienbezogenen Finanzvorstand (CFO), eine bessere Performance erzielt wird.

Andererseits kann aber auch ein externes Management nicht verhindern, dass Familienunternehmen persönliche wie finanzielle Vorteile aus ihren Unternehmen abziehen und eine Art Ausbeutung betreiben, wie *La Porta et al.* (2000) sowie *Morck/Yeung* (2003) übereinstimmend feststellen. Laut der Studie von *Morck/Yeung* verfolgt ein Management eher die Interessen von familiären Blockaktionären, als die von Minderheitsgesellschaftern. Positive Effekte lassen sich dennoch auf die Möglichkeit der direkten Einflussnahme des Großaktionärs auf Unternehmensentscheidungen, z.B. im Sinne von Minderheitsanteilseigner bzw. weiterer Aktionäre,²⁹⁶ oder aber auf die effektivere Kontrolle durch einen Blockaktionär zurückführen.²⁹⁷

Burkart et al. (2003) zeigen, dass eine vom Standpunkt der Familie aus erfolgreich entwickelte Corporate Governance, die Trennung von Eigentum und Kontrolle bzw. Führung, in Form eines externen Managements optimal ist. Insofern kann diese Trennung einen Indikator für die Qualität und Ausprägung der Corporate Governance eines gesamten Landes darstellen.²⁹⁸ Und dennoch können Interessenkonflikte entstehen, wenn Eigentümer nach nicht-monetären Zielen streben und dem-

²⁹³ Vgl. u.a. *Morck et al.* (1988) sowie *Schulze et al.* (2003) zu Konflikten zwischen Eltern und Kindern.

²⁹⁴ Blockaktionäre sind Eigentümer wesentlicher Unternehmensanteile, die zusätzlich Positionen in Management- bzw. Aufsichtsratsgremien innehalten und damit auf die Unternehmenspolitik aktiv Einfluss nehmen können, vgl. *Slovin/Sushka* (1993), S. 1293ff.

²⁹⁵ Vgl. *Morck et al.* (1988), S. 294f.

²⁹⁶ Vgl. *Jensen/Meckling* (1976).

²⁹⁷ Vgl. *Shleifer/Vishny* (1997); *Anderson/Reeb* (2003b) aber auch *Maury* (2006), die einen geringeren Zielkonflikt in Ländern mit einer effektiven Kontrolle bzw. Schutz von Minderheitsgesellschaftern vermuten.

²⁹⁸ Vgl. *Burkart et al.* (2003), S. 2192f.

nach nicht an der Maximierung des Unternehmenswertes interessiert sind.²⁹⁹ Vor dem Hintergrund der regulatorischen Veränderung unter Berücksichtigung der Corporate Governance, beschäftigen sich weitere wissenschaftliche Beiträge u.a. mit dem Einfluss der (des) Gründer(s) oder dem Einfluss einer Gründerfamilie auf die Unternehmensperformance.³⁰⁰ *Achleitner et al.* (2010) diskutieren in diesem Zusammenhang die Entwicklung von Aktienindizes zur Darstellung der Performance von familiendominierten Unternehmen.

3.5.2.3 Relevanz der Agency-Theorie in Bezug auf Mergers & Acquisitions

Auf die Relevanz der Agency-Theorie im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen bzw. -zusammenschlüssen wird im folgenden Abschnitt näher eingegangen. Der Stellenwert wird anhand zweier Ordnungsrahmen beschrieben: dem Markt für Unternehmenskontrolle sowie anhand der Wertmaximierungs- bzw. Shareholder-Value-Hypothese.

Markt für Unternehmenskontrolle

Die Agency-Theorie wird auch verwendet, um in der Wissenschaft das Phänomen der Unternehmenszusammenschlüsse (kurz M&A) zu erläutern. Derartige Transaktionen finden am sogenannten Markt für Unternehmenskontrolle statt.³⁰¹ Dieser Markt wird als eine Art Arena verstanden, in der Managementteams um die Gunst von Unternehmensressourcen und deren Führung konkurrieren.³⁰² Uneinigkeit besteht über die Rolle des Marktes für Unternehmenskontrolle hinsichtlich dessen Eigenschaft, aufkommende Agency-Konflikte in Familienunternehmen zu mildern. *Manne* (1965) behauptet, dass allein die Gefahr eines Übernahmeangebotes das Management des zu übernehmenden Unternehmen effektiv disziplinieren kann.³⁰³ Hinter dieser Annahme steht die grundlegende Auffassung, sobald die Entscheidungsträger nicht zum Vorteil der Aktionäre handeln, wird das eigene Unternehmen zu einem günstigen Kandidaten für ein Übernahmeangebot. Während eines solchen Prozesses läuft das aktuelle Management Gefahr, eine erfolgreiche Übernahme vorausgesetzt, seine Positionen zu verlieren.³⁰⁴ Dennoch sollten Entscheidungsträger laut ihrem Verständnis diese Möglichkeit vollkommen ausblenden und das Unter-

²⁹⁹ Vgl. zu Besonderheiten zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen insbesondere im Zusammenhang mit M&A auch *Engelskirchen* (2007), S. 198ff.

³⁰⁰ Vgl. hierzu *Jaskiewicz* (2006), *Leiber* (2008), *Andres* (2008) sowie *Achleitner et al.* (2009a).

³⁰¹ Vgl. *Müller-Stewens* (2010b), S. 4.

³⁰² Die ursprüngliche Passage lautet: „The market for corporate control[...] is best viewed as an arena in which managerial teams compete for the rights to manage corporate resources [...]“, vgl. *Jensen/ Ruback* (1983).

³⁰³ Vgl. hierzu *Offenberg* (2009), S. 66f sowie *Manne* (1965), S. 110f.

³⁰⁴ Vgl. *Fried et al.* (1996), S. 419f.

nehmen weiterhin effektiv, mit dem Ziel der Maximierung des Shareholder-Value, fortführen. Die Voraussetzung zur Absetzung des bestehenden Managements ist, dass dessen Bestreben erkennbare Auswirkungen auf die Bietergesellschaft in Form eines weiterhin günstigen Übernahmepreises hat.³⁰⁵

Eine entgegengesetzte Position wird von *Grossman/Hart* (1980) vertreten, denn sobald Anteilseigner in dem Glauben sind, dass eine feindliche Übernahme Aussicht auf Erfolg hat und die Gegenpartei das Unternehmen effizienter führen würde, dienen sie ihre Anteile nicht zum Verkauf an. Im Gegenteil, sie behalten ihre Anteile und versuchen an steigenden Aktienkursen zu antizipieren. Empirische Studien unterstützen diese These und belegen, dass Aktionäre des Zielunternehmens am ehesten von der Transaktion profitieren.³⁰⁶ Neuere Studien belegen jedoch, dass insbesondere während der jüngsten Übernahmepériode zunehmend Shareholder-Value vernichtet anstatt hinzugewonnen wurde.³⁰⁷ Angesichts dieser kontroversen Diskussion kann es dazu kommen, dass Übernahmen als sinnvoll erachtet werden und darüber hinaus positive externe Effekte erzeugen könnten, durch begrenzte oder nicht vorhandene Überschussrenditen jedoch nicht durchgeführt werden.³⁰⁸

Die Wertmaximierungs- und Shareholder-Value-Hypothese

Wachstum ist ein zentrales Thema sowohl für Unternehmen als auch für Wissenschaftler, das sowohl durch die fortschreitende Globalisierung als auch die Öffnung von Waren- und Kapitalmärkten zunehmend an Bedeutung gewonnen hat. Auch wenn das Risiko, zu einem Übernahmeziel zu werden, als ein effektives Werkzeug im Konflikt zwischen Anteilseignern und Management dienen kann, um divergierende Interessen in Einklang zu bringen, bleibt ungeachtet dessen die Frage, inwiefern die Entscheidungsträger der Zielgesellschaft stets im Interesse der Eigentümer handeln und deren Nutzen maximieren. Hierbei existieren zwei unterschiedliche Forschungsstränge zur Erklärung des Übernahmeverhaltens: die Wertmaximierungsstrategie und die Hypothese zur Maximierung des Shareholder-Value.³⁰⁹

Auf der Basis von 12 Unternehmen, die im Index Fortune 500 gelistet sind, fand *Donaldson* (1984) heraus, dass das Management nicht notwendigerweise an der Maximierung des Unternehmenswertes interessiert ist, es geht vielmehr um die Mehrung des Unternehmensvermögens. Er formuliert das Vermögen eines Unternehmens als die dem Management zur Verfügung stehende aggregierte Kaufkraft zur Verwirklichung ihrer strategischen Ziele in der jeweiligen Planungsperiode.³¹⁰

³⁰⁵ Vgl. *Manne* (1965), S. 117-120.

³⁰⁶ Vgl. *Bruner* (2002), *Jensen/Ruback* (1983) sowie *Asquith et al.* (1983).

³⁰⁷ Vgl. *Mitchell/Lehn* (1990), *Moeller et al.* (2004), *Gorton et al.* (2009) sowie *Offenberg* (2009).

³⁰⁸ Vgl. *Mueller* (1969) und *Gort* (1969).

³⁰⁹ Die Strategie der Wertmaximierung wird in der gängigen Literatur häufig auch als Nutzenmaximierung des Managements bezeichnet, während der Shareholder-Value-Ansatz auch als die Maximierung des Aktienvermögens Eingang in die Literatur findet, vgl. *Rappaport* (1986).

³¹⁰ Vgl. *Donaldson* (1984), S. 12f.

Laut *Jensen* (1986) besteht bei Entscheidungsträgern der Anreiz, die Größe des Unternehmens über die für Firmen optimale Größe hinaus zu expandieren, da sowohl Unternehmenswachstum als auch der Hinzugewinn von Marktmacht, die jeweilige Machtfülle des Managements erhöhen.³¹¹ Auch eine umsatzabhängige Entlohnung des Managements scheint die These des unkontrollierten Unternehmenswachstums in Form von M&A zu unterstützen.³¹² In diesem Zusammenhang steht auch die Beobachtung, dass dazu tendiert wird, eine zweite und dritte Managementebene eher durch Beförderung als durch Bonus- bzw. Prämienzahlungen zu honorieren, was jedoch die Notwendigkeit von ständig neuen Positionen zur Folge hat, das wiederum ein kontinuierliches Wachstum der Organisationsstruktur voraussetzt.³¹³

Andererseits bestehen in der derzeitigen Wirtschaftslage auch zahlreiche Kontrollinstanzen, die zu einer Verunsicherung seitens des Managements führen können: die Kontrolle durch den Aufsichtsrat, die zukünftige Entwicklung des Marktes für Führungskräfte, der globale Wettbewerbs- und Konsolidierungsdruck, aber auch der durch drohende Übernahmen. *Shleifer/ Vishny* (1989) untersuchen hierbei die Möglichkeit des Managementteams, sich für eine Unternehmung unersetzbar zu machen, um sich so der Bedrohung einer Ablösung bzw. Vertragskündigung effektiv entgegenzusetzen. Die Autoren diskutieren die Aussicht von Entscheidungsträgern, sich durch spezifische Investitionen an das Unternehmen zu binden und sich somit unentbehrlich zu machen. Dieses Argument zielt in Richtung der bereits angesprochenen Agency-Kosten und ist im Einklang mit der Strategie der Wertmaximierung eines Unternehmens.

Die Wertmaximierungsstrategie ist jedoch umstritten, da nach *Malatesta* (1983) es eine Vielzahl von Motiven gibt, die die explizite Annahme unterstützt, dass Manager vorrangig das Ziel der Maximierung der Unternehmensgröße und somit die Eigennutzenmaximierung anstreben. Um diese Hypothese zu bestätigen, müsste der Barwert einer M&A-Transaktion, der auch Net-Present-Value (NPV) genannt wird, allerdings negativ sein, was im Durchschnitt zu einer sinkenden Aktienpreisreaktion führen müsste. Empirische Arbeiten zeigen, ungeachtet der vielfältigen und plausiblen Argumente für die Wertmaximierungshypothese des Managements, ein ambivalentes Bild und tendieren im Durchschnitt zu einer Ablehnung der Eigennutzenmaximierung seitens des Managements.³¹⁴ Zudem ist es vor dem Hintergrund der Wertmaximierungsstrategie problematisch, ein vorsätzliches unternehmerisches Fehlverhalten des Managements, mit dem Ziel der Schädigung der eigenen Share-

³¹¹ Theoretisch ist eine optimale Firmengröße sowohl denkbar als auch mathematisch zu bestimmen. Empirisch konnte jedoch bisher keine optimale Unternehmensgröße valide nachgewiesen werden, überwiegend wird von einem U-förmigen Verlauf ausgegangen. Vgl. *Williamson* (1967), S. 133f, *Williamson* (1975), *Williamson* (1985) sowie *Holmstrom/ Tirole* (1989), S. 86f und *Coles et al.* (2012), S. 164f.

³¹² Vgl. *Murphy* (1985).

³¹³ Vgl. hierzu ausführlich *Baker* (1986) aber auch *Parkinson* (1956, 1957) in Bezug auf das *Parkinsonsche Gesetz* zum Bürokratiewachstum.

³¹⁴ Vgl. u.a. *Malatesta* (1983); *Ravenscraft/ Scherer* (1987a); *Schmidt/ Fowler* (1990) und *Hayward/ Hambrick* (1997).

holder, nachzuweisen.³¹⁵ *Jensen/ Ruback* (1983) stellen in diesem Zusammenhang fest, dass durchaus positive Renditen im Rahmen von Unternehmensübernahmen erzielt werden und demzufolge die Shareholder der jeweiligen Bietergesellschaft auch Gewinne realisieren.³¹⁶ Aus diesem Grund kann die Hypothese der Maximierung des Shareholder-Value, basierend auf diesen Ergebnissen, auch nicht verworfen werden, wie *Bruner* (2002) bemerkt. Der Mechanismus des freien Wettbewerbs veranlasst die Entscheidungsträger offenbar dazu, trotz Informationsvorsprung und nicht zu beobachtbarem Verhalten die Maximierung des Shareholder-Value im eigenen Unternehmen anzustreben.³¹⁷ Hierbei wird unterstellt, dass durch die Ankündigung einer M&A-Transaktion positive Reaktionen ausgelöst werden, die zumindest zu einer nicht negativen Aktienpreisreaktion führen.³¹⁸

Zusammenfassend zeigt sich in der Literatur, dass Familienunternehmen durch die Einheit von Eigentum und Kontrolle stark profitieren. Eine erfolgreich entwickelte Corporate Governance kann zudem förderlich auf die Entwicklung eines Familienunternehmens einwirken. Gleichzeitig besteht aber bei börsennotierten Familienunternehmen Uneinigkeit über die Rolle und den Einfluss von Blockaktionären auf die Unternehmensperformance, wobei diese anscheinend von geringerer Bedeutung sind. Eine intensivere Diskussion herrscht bzgl. der Bewertung des Erfolgs von M&A auf die Unternehmensperformance, insbesondere unter dem Gesichtspunkt der abnormalen Rendite, die bei Nicht-Familienunternehmen durchschnittlich eher Null oder negativ ausfällt. Die angenommene Relevanz des ressourcenbasierten Ansatzes und dessen Anwendung in Bezug auf M&A sowie Familienunternehmen wird im folgenden Abschnitt beschrieben. Analog zum vorherigen Abschnitt wird die Theorie in ihren Grundlagen kurz erörtert bevor auf die jeweilige Relevanz in den eben genannten Forschungsbereichen eingegangen wird.

3.5.3 Erklärungsansatz der Strategieforschung

Viele Unternehmen sind sich ihrer Stärken und vielfältigen Begabungen durchaus bewusst, dennoch schlummern in jedem Unternehmen Potentiale sowie Fähigkeiten und Kräfte, die es zu entdecken und zu nutzen gilt. Der ressourcenbasierte Ansatz setzt an diesen bestehenden Fähigkeiten und positiven Erfahrungen an. Die gesam-

³¹⁵ Vgl. *Jensen/ Ruback* (1983), S. 5f.

³¹⁶ Vgl. ausführlich Kap. 4.3 zu den Ergebnissen der verschiedenen Performance-Studien.

³¹⁷ Vgl. *Bruner* (2002), S. 49f.

³¹⁸ Hier liegt die Annahme zugrunde, dass eine Unternehmensübernahme einen ökonomischen Wert schafft. Manager müssen bei der Akquisition einen Aufschlag bzw. Prämie auf den aktuellen Aktienpreis des Zielunternehmens leisten und zusätzlich Transaktionskosten in Form von Verträgen, Prüfungsgebühren etc. berücksichtigen. Da der Wert eines Unternehmens jedoch an seine Investitionen gebunden ist und somit einen nicht negativen Barwert aufweisen sollte, muss die vollzogene Übernahme einen ökonomischen Wert für das Bieterunternehmen, der die Prämienzahlung und die Transaktionskosten übersteigt, generieren.

ten Ressourcen, die bereits in der Vergangenheit erfolgreich eingesetzt wurden, können in der Gegenwart erneut zur Erreichung anvisierter Ziele aktiviert werden. Entstanden ist der ressourcenbasierte Ansatz (RBA) als kritische Reaktion aus der einseitigen Theoriefixierung auf das äußere Umfeld einer Unternehmung und setzt eben an diese ungenutzten Potentiale und bestehenden Fähigkeiten zur Erreichung der anvisierten Ziele an. Da aufgrund verkürzter Produktlebenszyklen, der Globalisierung sowie Deregulierung und des technischen Fortschritts vergangene Markteintrittsbarrieren immer öfter entfallen, erfolgt eine Rückbesinnung auf die Erforschung unternehmensspezifischer Stärken und Schwächen, um über vorhandene, wertvolle Unternehmensressourcen Wettbewerbsvorteile zu realisieren. Jedoch wird diese interne Betrachtung durchaus mit einer Betrachtung des Unternehmensumfeldes kombiniert, so dass der RBA nicht als Gegenentwurf, sondern der Ergänzung anderer Sichtweisen dient, wie z. B. des markt-basierten Ansatzes.³¹⁹ Der RBA beschreibt den zweiten zentralen Theorierahmen, der die bedeutendste Alternative zur Agency-Theorie darstellt, um Unterschiede im Verhalten von und Erfolg zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen zu erklären. Nachfolgend werden zunächst die Grundlagen des ressourcenbasierten Ansatzes erläutert, bevor auf die wissenschaftliche Relevanz des RBA im Hinblick auf M&A sowie Familienunternehmen näher eingegangen wird.

3.5.3.1 Grundlagen des ressourcenbasierten Ansatzes

Der vorherrschende Gedanke im strategischen Management beschreibt das Vermögen, die Fähigkeiten eines Unternehmens dem Angebot anzugleichen, das in der vorgegebenen Markt- sowie Branchenstruktur nachgefragt wird. Infolgedessen besteht das Spannungsverhältnis des strategischen Managements darin, zugleich die Ressourcen eines Unternehmens wie auch die sich bietenden Chancen und Risiken des jeweiligen Gütermarktes zu berücksichtigen.³²⁰ Das Strategische Management stellt sich der Frage, warum einige Unternehmen in einer Branche erfolgreich sind und andere wiederum nicht. Mit dem ressourcenbasiertem Ansatz findet ein Perspektivenwechsel gegenüber dem eher reaktiven markt-basiertem Ansatz (MBA), mit seiner statischen und einseitigen Orientierung an unternehmensexternen Ressourcen, statt.³²¹

Im Vordergrund steht nunmehr die interne Sichtweise zur Identifizierung des dauerhaften Erfolgs eines Unternehmens. Aus dieser *Inside-Out* Perspektive wird der Unternehmenserfolg nicht allein durch die Gütermarktstruktur und Branchenverhältnisse bestimmt, sondern vielmehr durch die Qualität der unternehmensinternen

³¹⁹ Vgl. hierzu *Porter* (1980, 1985).

³²⁰ Vgl. u.a. *Bea/ Haas* (2009), S. 7.

³²¹ Der markt-basierte Ansatz untersucht primär strukturelle Branchegegebenheiten und führt detaillierte Wettbewerbsanalysen zur Hebung von Wettbewerbsvorteilen durch. Die Sichtweise wird auch *outside-in* Perspektive genannt, während der ressourcenbasierte Ansatz als Gegenpol *inside-out* Perspektive genannt wird, vgl. *Bouncken/ Kahle* (2003), S. 14.

Ressourcen.³²² Diese sind nach dem RBA die Quelle der Dauerhaftigkeit des Erfolgs und können materiellen wie auch immateriellen Ursprungs sein.³²³ Die zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung besteht laut *Bea/ Haas* (2009) darin, den Aufbau und die Fortentwicklung dieser Ressourcen zu fördern. Als Begründerin des ressourcenbasierten Ansatzes kann *Penrose* angesehen werden, die in ihrem 1959 erschienenem Werk "Theory of the Growth of the Firm", die Unternehmung als ein System produktiver Ressourcen definiert.³²⁴ Sie untersucht das Phänomen Wachstum und Wachstumsgrenzen von Unternehmen primär auf der Grundlage interner Unternehmensressourcen und analysiert die spezifischen internen Determinanten einer strategischen Unternehmensplanung. Ähnlich wie *Schumpeter* (1912), der schon frühzeitig die Wirkung von Innovationen als Auslöser schöpferischer Zerstörung thematisierte, sieht auch *Penrose* (1959) die Aufgabe einer Unternehmung in der Schaffung von Innovationen, mit dem Ziel, sich auf einem Gütermarkt oder in einer speziellen Branche zu behaupten.³²⁵ Nach *Penrose* werden diese Innovationen durch neuartige Ressourcen ermöglicht.³²⁶

Auf diesem von *Penrose* vorgestellten Ansatz baut *Wernerfelt* (1984) seine Thesen zum ressourcenbasierten Ansatz einer Unternehmung auf. Hierbei steht die Identifizierung spezifischer Charakteristika zur Dauerhaftigkeit von Wettbewerbsvorteilen im Vordergrund der Analyse.³²⁷ Daran schließt sich die Suche nach geeigneten Gütermärkten für den Einsatz dieser spezifischen Ressourcen an. Aus diesem Grund hat sich eine Vielzahl von wissenschaftlichen Beiträgen ausführlich mit der Klassifikation dieser Ressourcen befasst, die nach *Grant* (1998) wie folgt zusammengefasst werden können:

- ▶ *tangible (materielle) Ressource*, die z.B. in den Aktivposten der Bilanz erfasst sind (Fertigungsanlagen, Gebäude, Grundstücke oder Vorräte)³²⁸
- ▶ *intangible (nicht greifbare) Ressourcen*, die jene immateriellen Vermögensgegenstände umfassen, die nur schwer zu quantifizieren sind, wie z.B. Patente, Image, Unternehmenskultur oder auch technologisches Fachwissen.³²⁹

³²² Vgl. *Prahalad/ Hamel* (1990), S. 83f.

³²³ Vgl. *Grant* (1991), S. 91f.

³²⁴ Vgl. *Penrose* (1959), zitiert nach *Bea/ Haas* (2005), S. 28.

³²⁵ *Schumpeter* sieht die Kraft der schöpferischen Zerstörung nicht als Systemfehler, sondern vielmehr als positive ökonomische Fähigkeit zu Innovation und technischem-wirtschaftlichem Fortschritt, vgl. *Schumpeter* (1946).

³²⁶ Ressourcen bzw. Potentiale präsentieren Speicher spezifischer Stärken, die es einer Unternehmung ermöglichen, sich in einer veränderlichen Umwelt erfolgreich zu positionieren und den erlangten Wettbewerbsvorteil dauerhaft zu sichern, vgl. *Bea/ Haas* (2005), S. 28.

³²⁷ Vgl. *Wernerfelt* (1984), S. 171ff.

³²⁸ Vgl. *Bea/ Haas* (2005), S. 29.

³²⁹ Vgl. hierzu *Bouncken* (2000), S. 867.

- ▶ *Human-Ressourcen*, in der Literatur häufig auch als Humankapital bezeichnet, die sich aus den Fähigkeiten, dem Wissen, der Erfahrung und der Motivation der Mitarbeiter zusammensetzen³³⁰
- ▶ *monetäre und strukturelle Ressourcen*³³¹

Dass diese Ressourcenkombination nicht notwendigerweise zu langfristigen Wettbewerbsvorteilen führen, wurde maßgeblich von *Barney* (1991) diskutiert. Indem er die strikte Annahme von homogenen und vollkommenen mobilen Gütern zugunsten von heterogenen und unbeweglichen Unternehmensressourcen lockert, zeigt *Barney*, wie diese Annahme zu einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil führen und dieser nicht zwangsläufig durch zeitlichen Wettbewerb aufgeholt werden kann. *Barney* nennt hierzu vier notwendige Eigenschaften, die es ermöglichen sollen, eine langfristig vorteilhafte Wettbewerbsposition zu erlangen: (1) die Ressource muss strategisch wertvoll bzw. kostbar sein, um dem Unternehmen Effizienz- und Effektivitätssteigerungen zu ermöglichen; (2) sie muss einzigartig bzw. selten sein, d.h. Wettbewerber sollten nicht auf diese Ressource zugreifen können; (3) für Konkurrenten kurz- bis mittelfristig schwer oder gar nicht imitierbar sein und (4) durch andere Ressourcen nicht substituiert werden können.³³²

Collis/ Montgomery (1995) nennen derweil fünf Kriterien die zur Erfüllung der Dauerhaftigkeit notwendig sind: Nicht-Imitierbarkeit, Beständigkeit, Verwertbarkeit, Substituierbarkeit, Wettbewerbsvorsprung.³³³ *Amit/ Schoemaker* (1995) unterscheiden in ihrem Beitrag acht Merkmale, die zu einem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil führen: Komplementarität, Ressourcenknappheit, geringe Fungibilität, Nicht-Imitierbarkeit, begrenzte Substituierbarkeit, Verwertbarkeit, Beständigkeit sowie die Überlagerung mit spezifischen Branchenfaktoren.³³⁴

Betrachtet man die zuvor beschriebenen Beiträge zum RBA im Zusammenhang mit der hier gestellten Forschungsfrage zur Messung des langfristigen Erfolgs von Akquisitionen durch familiengeführte Unternehmen unter Berücksichtigung der heterogenen Firmencharakteristika, so lassen sich drei Eigenschaften einer Unternehmensressource hervorheben, die diese von herkömmlichen Ressourcen unterschei-

³³⁰ Vgl. *Grant* (1998), S. 111f.

³³¹ Vgl. dazu *Bamberger/ Wrona* (1996b), S. 132 als auch *Grant* (1998), S. 139f. Er ist der Ansicht, dass die Ressourcen nicht von sich aus produktiv sind. Deren angemessener Einsatz in Verbindung mit der entsprechenden Ressourcenkombination bringt erst den spezifischen Beitrag zum Erfolg.

³³² Die Möglichkeit vorhandene Ressourcen und Potentiale mit den obigen Merkmalen zu einem kernkompetenzbasierten Ansatz zusammenzufassen, wurde maßgeblich von *Prahalad/ Hamel* beschrieben. Durch die Bündelung von Kernkompetenzen kann nicht nur ein besonderer Kundennutzen, vgl. *Hamel/ Prahalad* (1995), sondern auch ein anhaltender Unternehmenserfolg, vgl. hierzu *Prahalad/ Hamel* (1990), erreicht werden. Zu den vier notwendigen Eigenschaften vgl. ausführlich *Barney* (2001).

³³³ Vgl. *Collis/ Montgomery* (1995), S.118-128.

³³⁴ Vgl. *Amit/ Schoemaker* (1995), S. 33-46.

det. Diese strategisch wertvollen wie auch nachhaltig erfolgsorientierten Ressourceneigenschaften können daher wie folgt zusammengefasst werden:³³⁵

Spezifität Die Unternehmensspezifität bemisst sich nach der Intensität der organisatorischen Einbindung der spezifischen Ressourcen in das Unternehmen. Dieses Ressource muss werthaltig sein oder zur Erzeugung eines Wertgegenstandes beitragen. Charakteristisch für eine spezifische Ressource ist, dass sie im gegebenen Unternehmen einen höheren Wert ausweist, als in der nächstbesten Unternehmung. In einer anderen Unternehmung kann dieselbe Ressource nicht denselben ökonomischen Nutzen stiften. Mit zunehmender struktureller Einbindung der jeweiligen Ressource steigen auch die irreversiblen Kosten. Diese müssten bei einem Ressourcentransfer ebenfalls realisiert werden, demzufolge sinkt mit zunehmender Spezifität die Transferierbarkeit einer Ressource.³³⁶ Auch in Bezug auf die Faktormärkte kann eine hohe Spezifität zu einer verbesserten Diversifikation im Wettbewerb führen und somit eine geringe Kostenstruktur zur Folge haben, wie *Barney* (1991) bemerkt.³³⁷

Nicht-Imitierbarkeit Die zweite wesentliche Eigenschaft, die eine Ressource für die Gewinnung von anhaltenden überdurchschnittlichen Gewinnen besitzen muss, ist die Nicht-Imitierbarkeit. Je einfacher die Ressourcen einer Unternehmung vor der Nachahmung durch Konkurrenten geschützt werden kann, desto höher ist ihr spezifisches, strategisches Potential für das gegeben Unternehmen. Ein wesentliches Kriterium für die Beurteilung des potentiellen Wettbewerbsvorteils stellt somit der Grad der Imitierbarkeit einer Ressource dar. Das Unvermögen der Wettbewerber, die Ressourcenausstattung zu imitieren und folglich die überdurchschnittlichen Erträge auszuschöpfen, ist eine zentrale Voraussetzung für die Dauerhaftigkeit von Wettbewerbsvorteilen.³³⁸ Die nicht vorhandenen Imitationsmöglichkeiten gehen einher mit der Nicht-Substituierbarkeit einer Ressource, damit diese als Basis für einen anhaltenden Wettbewerbsvorteil dienen kann. Je effektiver der Schutz einer Ressource vor eben dieser Substitution ist, um so höher ist das strategische Potential dieser Ressource. Trotzdem sind Ressourcen einer permanenten Substitutionsgefahr ausgesetzt und bedingt durch den technischen Fortschritt, ist anzunehmen, dass die

³³⁵ Vgl. u.a. *Engelskirchen* (2007), S. 32-34.

³³⁶ Vgl. *Wirtz* (2003), S. 41.

³³⁷ Diese Eigenschaft bekommt vor dem Hintergrund der Forschungsfrage durch die spezifische Wertgenerierung der Ressource *Familie* eine besondere Bedeutung.

³³⁸ *Reed/ DeFillippi* (1990) führen den Begriff „*casual-ambiguity*“ zur Beschreibung einer nicht-imitierbaren Ressource ein. „[...] Gemeint ist das Ausmaß der Unklarheit über die Kausalzusammenhänge zwischen den spezifischen, zumeist intangiblen Ressourcen eines Unternehmens und den damit verbundenen Wettbewerbsvorteilen. Diese Komplexität schränkt nicht nur die Transparenz der strategisch wichtigen Ressourcen ein, sondern erschwert den Konkurrenten zusätzlich die Imitation. Auch das jeweilige Unternehmen muss dadurch Einschränkungen bei der isolierten Analyse einzelner Ressourcen hinnehmen [...]“, vgl. *Kalmlage/ Seuring* (2003), S. 10 sowie *Bresser* (2001) S. 670.

Nicht-Substituierbarkeit in Zukunft ununterbrochen gefährdet sein wird.³³⁹

Verwertbarkeit Die Verwertbarkeit bzw. die Nutzengenerierung einer Ressource ist neben den bereits erwähnten Eigenschaften die wesentliche Voraussetzung für die empirische Analyse von Performanceunterschieden auf der Basis von Ressourcen. Unternehmen müssen über den wertstiftenden Charakter ihrer jeweiligen Ressource im Bilde sein, damit dauerhaft überdurchschnittliche Erträge generiert werden können. Die Ressource muss einen substantiellen Beitrag dazu leisten, dass das Endprodukt der Unternehmung im Wettbewerb einen für den Kunden individuellen Nutzenzuwachs bietet. Ist das nicht der Fall, besteht die Gefahr, dass zwar Ressourcen durch internes oder externes Wachstum geschaffen werden - die auch einzigartig, nicht-imitierbar und nicht-substituierbar sind -, die aber keinen spezifischen Beitrag zur Verbesserung der Wettbewerbsposition leisten.³⁴⁰ Wenn es sich um eine empirische Analyse der Unternehmensperformance handelt, müssen insbesondere Wissenschaftler über die Richtung potentiell abzuschöpfender Renditen sowie deren Empfänger Kenntnis erlangen, wie *Collis/ Montgomery* (1995) feststellen. Daraus folgt, dass eine geeignete Sichtweise gewählt sowie eine sinnvolle Auswahl von Erfolgsindikatoren getroffen werden muss, um dauerhafte Wettbewerbsvorteile bei Ressourcenheterogenität zu erkennen und zu messen.³⁴¹

Zusammenfassend zeigt sich in der Literatur, dass aus Sicht des ressourcenbasierten Ansatzes die Dauerhaftigkeit von Wettbewerbsvorteilen bei heterogenen Ressourcen und unvollkommenen Faktormärkten durch spezifische Ressourcen begründet werden können.³⁴² Voraussetzung hierbei ist, dass diese Ressourcen der permanenten Gefahr der Imitation sowie Substitution entgegenwirken.³⁴³ Sie bieten den Faktormärkten einen individuellen Zusatznutzen im Vergleich zu alternativen Produkten und weisen zudem eine Art von Unternehmensspezifität auf.³⁴⁴

Verschiedene empirische Untersuchungen belegen die These dauerhafter Wettbewerbsvorteile sowie der Abschöpfung überdurchschnittlicher Renditen durch die Existenz firmenspezifischer Ressourcen. *Zaheer/ Zaheer* (1997) untersuchen den globalen Devisenhandel unter der Annahme einer informationsintensiven Branche und stellen fest, dass insbesondere die Firmen dauerhafte Wettbewerbsvorteile vorweisen, die über die zentralen Fähigkeiten wie Aufmerksamkeit und Reaktionsvermögen verfügen.³⁴⁵ *Miller/ Shamsie* (1996) verwenden den RBA im Rahmen einer Analyse der größten US-Filmstudios. Abhängig vom untersuchten Zeithori-

³³⁹ Vgl. *Bamberger/ Wrona* (1996a), S. 388.

³⁴⁰ Vgl. *Rasche/ Wolfrum* (1994), S. 507.

³⁴¹ Vgl. hierzu ebenfalls Kap. 4.4 und Kap. 5.3.

³⁴² Vgl. *Wernerfelt* (1984), S. 171.

³⁴³ Vgl. *Kalmlage/ Seuring* (2003), S. 10 sowie *Bresser* (2001), S. 670.

³⁴⁴ Vgl. *Müller-Stewens/ Lechner* (2001), S. 278.

³⁴⁵ Die Autoren definieren hierbei die „Aufmerksamkeit“ als die Fähigkeit, Unternehmen- und Informationsnetzwerke über das übliche Maß hinaus zu nutzen und das „Reaktionsvermögen“ als die Möglichkeit, in volatilen Märkten schnell und zeitnah zu handeln.

zont identifizieren sie zwei zentrale Schlüsselressourcen als Treiber von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen: vermögensbasierte Ressourcen in stabilen, vorhersagbaren Phasen und wissensbasierte Ressourcen in unsicheren, volatilen Zeiträumen.³⁴⁶ *McGrath et al.* (1995) diskutieren in ihrem Beitrag zwei intra-kulturelle Aspekte von Gruppenressourcen als Schlüsselressourcen im Gegensatz zu umfeldbezogenen Ressourcen: die *Auffassungsgabe* des Managementteams Kernkompetenzen zu entwickeln sowie den *Sachverstand* in der Ausführung und Umsetzung der bevorstehenden Aufgaben.³⁴⁷ *McGrath et al.* sind der Meinung, dass ihre Ergebnisse die These untermauern, bei der Unternehmen über die Zeit charakteristische Prozess- bzw. Arbeitsroutinen entwickeln, die zu einer dauerhaften Heterogenität beitragen und Unternehmen eine überdurchschnittliche Rendite ermöglichen.³⁴⁸

3.5.3.2 Relevanz des RBA für Familienunternehmen

Die vielfältigen Ausführungen zu Definitionen in der Familienunternehmensforschung legen die Vermutung nahe, dass der Einfluss der Familie in einer Unternehmung das wesentliche Merkmal im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen darstellt und die Gemeinsamkeit aller wissenschaftlicher Beiträge ausmacht.³⁴⁹

³⁴⁶ Die Phase zwischen 1936 und 1950 beschreibt einen stabilen und vorhersagbaren Zeitraum, in der langfristige Verträge mit Filmschauspielern und Lichtspielhäusern (vermögensbasierte Ressourcen) mit einer besseren Performance in Verbindung gebracht wurden. In der Zeit zwischen 1951-65 jedoch waren mehr wissensbasierte Ressourcen in Form von technischen Produktions- oder Planungsfertigkeiten gefragt, vgl. *Miller/Shamsie* (1996), S. 520.

³⁴⁷ Unter *Auffassungsgabe* verstehen *McGrath et al.* das Vorgehen von Teams in Projektphasen, in denen das individuelle Fachwissen und gemeinsamen Fertigkeiten aller Beteiligten zusammenwirken. *Sachverstand* hingegen beschreibt, wie effektiv das Managementteam die Aufgabe bewältigt. Beide Ressourcen werden als ideosynkratische Fähigkeiten eines Unternehmens angesehen. Vgl. *McGrath et al.* (1995), S. 251.

³⁴⁸ Vgl. *McGrath et al.* (1995), S. 264.

³⁴⁹ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 2.1.

Tabelle 4: Zentrale Artikel des RBV in der Familienunternehmensforschung, publiziert in *Entrepreneurship Theory and Practice* (2003–2008), *Family Business Review* (2005–2008), *Journal of Business Venturing* (2003–2008) und *Journal of Small Business Management* (2003–2008)

(Quelle: in Anlehnung an Chrisman et al. (2010), S. 11f.)

Anzahl Zitate	Artikel	Zeitschrift	Typus des Artikels	Theorierahmen	geistige(r) Autor(en)
49	Habbershon und Williams (1999)	Family Business Review	Konzeptionell	RBA	Barney (1991); Wernerfelt (1984); Penrose (1959)
41	Habbershon, Williams und MacMillan (2003)	Journal of Business Venturing	Konzeptionell	RBA	Barney (1991); Chua et al. (1999); Whiteside et al. (1991)
34	Sharma, Chrisman und Chua (1997)	Family Business Review	Literature Review	Strategisches Management	Handler (1989); Hofer & Schendel (1978); Sharma, Chrisman & Chua (1996)
34	Sirmon und Hitt (2003)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	RBA	Barney (1991); Habbershon & Williams (1999); Sharma et al. (1996)
25	Tagiuri and Davis (1992)	Family Business Review	Empirisch	Theorie der Organisation / Soziologie	Cyert & March (1963); Etzioni (1961); Perrow (1970)
24	Chrisman, Chua und Sharma (2005)	Entrepreneurship Theory and Practice	Konzeptionell	Strategisches Management (RBA/ Agency)	Barney (1991); Chua et al. (1999); Habbershon et al. (2003); Jensen & Meckling (1976); Sharma et al. (1997)
24	Barney (1991)	Journal of Management	Konzeptionell	RBA	Andrews (1971); Penrose (1959); Wernerfelt (1984)
22	Cabrera-Suárez, Saá-Pérez und García-Almeida (2001)	Family Business Review	Konzeptionell	RBA/ wissenschaftlicher Ansatz	Barney (1991); Bierly et al. (1996); Habbershon et al. (1999); Penrose (1959); Spender (1996)

Anmerkung: RBA = ressourcenbasierter Ansatz; Agency Th = Agency-Theorie

Chrisman et al. (2003b) sowie *Chrisman et al.* (2010) unterstreichen den Bedarf nach umfangreicher Erforschung von Typus und Umfang der Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Der RBA zeigt sich hier als geeigneter Theorierahmen zur Analyse der Charakteristika von Familienunternehmen im Hinblick auf deren spezifische Struktur von Anteilseignern, Präferenzen und Prozessen, aber auch hinsichtlich der Performance-Messung. Dass aus den vorhandenen spezifischen Ressourcen nicht zwangsläufig ein Wettbewerbsvorteil entstehen muss, diskutiert *Barney* (1991) anhand der eingangs erwähnten fünf notwendigen Ressourceneigenschaften, die es einem Unternehmen erst ermöglichen strategische Erfolgspotentiale in eine vorteilhafte Wettbewerbsposition zu verwandeln.³⁵⁰ In diesem Zusammenhang konkretisiert *Barney* das allgemeine Ressourcenverständnis von *Wernerfelt* (1984), indem er eine ausführliche und inhaltliche Beschreibung der Merkmalsausprägungen vornimmt und somit einen wesentlichen Beitrag zur Familienunternehmensforschung leistet.³⁵¹ Als entscheidendes Kriterium werden die Verfügbarkeit von strategischen Entscheidungen und die Erfolgswirksamkeit der Ressourcen genannt. Speziell die Kontrolle dieser Ressourcen versetzt ein Familienunternehmen erst in die Lage, Strategien zu planen, zu implementieren und demzufolge Effektivitäts- und Effizienzsteigerung in einer Unternehmung herbeizuführen.³⁵² Das soziale Gebilde von Familie und Unternehmen gilt als ein zentrales Beispiel für eine spezifische Ressource und beschreibt die Interaktion zwischen dieser Ressource sowie deren Eigenschaftsmerkmalen als strategisches Erfolgskriterium.³⁵³ Im Folgenden werden weitere Arbeiten näher beleuchtet, die auf dieser Annahme basieren und zeigen, wie eine Familie im Allgemeinen und gegebene interne Familienstrukturen im Speziellen auf Unternehmen einwirken und zu dauerhaften Wettbewerbsvorteilen führen können.

Die Kombination der beiden Sozialsysteme Familie und Unternehmen wie auch die Interaktion dieser zum Teil einzigartigen Bündel von Ressourcen und Fähigkeiten, schaffen erst die Grundlage für den immer wieder besprochenen ökonomischen und gesellschaftlichen Mehrwert von Familienunternehmen.³⁵⁴ Analog argumentieren auch *Habbershon et al.* (2003), die bemerken, dass erst die Verschmelzung der Interessen von Familie und Unternehmen diejenigen spezifischen Vorteile hervorbringt, die das langfristige Überleben, das Wachstum ebenso wie den besonderen Erfolg von Familienunternehmen bestimmen.³⁵⁵

Wissenschaftliche Beiträge heben aus ressourcenbasierter Sicht stets das einzigartige Bündel von Ressourcen und Fähigkeiten des Familieneinflusses hervor, das als charakterisierendes Kontinuum zwischen Familie und Unternehmen angesehen wird

³⁵⁰ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 3.5.3.1.

³⁵¹ Vgl. *Barney* (1991), S. 99-120.

³⁵² Vgl. *Barney* (1991), S. 101.

³⁵³ Vgl. *Habbershon/Williams* (1999), S. 1ff.

³⁵⁴ Vgl. *Chrisman et al.* (2003b), S. 7.

³⁵⁵ Vgl. ebenfalls *Habbershon/Pistrui* (2002) und *Habbershon/Williams* (1999).

und in der Literatur als „*familiness*“ bezeichnet wird.³⁵⁶ *Goehler* (1993) andererseits verwendet eine allgemeinere Sichtweise. Der Familieneinfluss als solches stellt bereits eine spezifische Ressource dar und umschreibt das wesentliche Unterscheidungsmerkmal zu Nicht-Familienunternehmen.³⁵⁷ *Habbershon/ Williams* (1999) identifizieren die charakteristische Interaktion zwischen Familien und Unternehmen als das zentrale Merkmal eines Familienunternehmens. Die dieser Annahme zugrunde gelegte Theorie einer spezifischen Familienressource ähnelt der Herangehensweise von *Stafford et al.* (1999), die die Einheit von Familie und Unternehmen als Sozialsystem auf einer Ebene mit den vorhandenen Ressourcen und Restriktionen der Faktormärkte sehen. Aus ressourcenbasierter Sicht kann daher *familiness* als eine spezifische Unternehmensressource angesehen werden. Diese Ressource entwickelt sich über einen langfristigen Zeitraum in Verbindung mit dem Unternehmen und besitzt daher eine einzigartige Charakteristik, die, beleuchtet man die daraus resultierenden Fertigkeiten und Handlungen, schwierig zu imitieren ist. Die Beobachtung der *familiness*, als Kontinuum aus Familie und Unternehmen, mit allen ihren Ausprägungen ist aufgrund ihrer impliziten und komplexen Struktur nicht umfassend möglich. Nach *Sirmon/ Hitt* (2003) bewerten und akquirieren Familienunternehmen Ressourcen nach anderen Kriterien als „normale“ Unternehmen, deren Ursprung eher in den strukturellen Unterschieden von Familienunternehmen zu sehen ist.³⁵⁸

Reed/ DeFillippi (1990) unterstellen, dass die Ressource Familie und die damit verbundenen Eigenschaften erst durch firmenspezifische Aufgabenstellungen über einen gewissen Periode aufgebaut werden. In der Realität kann diese zwei gegenläufige Ausprägungen annehmen: Zum einen kann *familiness* zu einer Last für Unternehmen werden, sofern diese die unternehmerische Tätigkeiten nachhaltig negativ belastet.³⁵⁹ Üblicherweise ist sie aber eher förderlich und trägt zu einem langfristigen Wachstum und Überleben sowie überdurchschnittlichem Erfolg bei, wie zahlreiche Studien belegen.³⁶⁰ *Cabrera-Suárez et al.* (2001) erweitern den ressourcen-um den wissensbasierten Ansatz zur Entwicklung eines integrativen Modells zur Beschreibung der Problematiken bei Nachfolgeregelungen und eines impliziten Wissenstransfers in Familienunternehmen. Zur Diskussion stehen kritische Einflussfaktoren, wie Familienunternehmen über Generationen hinweg durch impliziten Wis-

³⁵⁶ Vgl. *Habbershon/ Williams* (1999), S. 11; *Chrisman et al.* (2010), S. 18.

³⁵⁷ Vgl. *Goehler* (1993), S. 29-70 sowie Kap. 2.1.

³⁵⁸ Je nach Umfang der Familienstämme und Ausprägung der Corporate Governance Strukturen urteilen und handeln Familienunternehmen nach unterschiedlichen Kriterien, vgl. hierzu ausführlich *May/ Koeberle-Schmid* (2011), *Koeberle-Schmid et al.* (2012). Diese Vorgehensweise bezieht sich auch auf Akquisitionen durch FU und die damit einhergehende Bewertung von Ressourcen, vgl. *Sirmon/ Hitt* (2003), 339-358 sowie den folgenden Abschnitt.

³⁵⁹ Hierbei kann es sich um Auseinandersetzungen zwischen Familie und Familienmanagement handeln aber auch um rein innerfamiliäre Kontroversen, wie zB. allgemeine Familien- oder Erbstreitigkeiten.

³⁶⁰ Vgl. *Jaskiewicz* (2006); *Leiber* (2008); *Sachs* (2007) sowie ausführlich Kap. 2.2.

senstransfer dauerhaft erfolgreich bleiben können.³⁶¹

3.5.3.3 Relevanz des RBA in Bezug auf Mergers & Acquisitions

Im vorherigen Abschnitt konnte gezeigt werden, wie der RBA dazu beiträgt, zu einem besseren Verständnis über die Unterscheidungsmerkmale zwischen FU und Nicht-FU zu gelangen. Die Perspektivenerweiterung durch den RBA in Bezug auf anorganische Wachstumsstrategien kann durch zwei Blickwinkel geschehen: Zum einen kann durch die Empirie bestätigt werden, dass das Akquirieren oder Zusammenschließen von Firmen eine wesentliche Rolle bei der Ressourcenübertragung von herkömmlichen oder ansonsten nicht wettbewerbsfähigen Einzelunternehmen spielen kann.³⁶² So lautet die Empfehlung für Unternehmen, die nicht über eine notwendige Ressourcenbasis zur Erzielung von überdurchschnittlichen Renditen verfügen, solche Unternehmen zu übernehmen oder mit diesen zu fusionieren, die über eine entsprechende Ressourcenausstattung verfügen.³⁶³ Zahlreiche wissenschaftliche Beiträge stützen die Ansicht, dass der spezifische Ressourcenerwerb eines der wesentlichen Motive von Unternehmen für deren M&A-Aktivität darstellt.³⁶⁴ Zum anderen kann ein Unternehmen bereits über spezifische Ressourcen verfügen, die es ihm ermöglichen, die vorhandenen Konkurrenten durch eine erfolgreiche Akquisition oder fundierte M&A-Strategie langfristig zu übertreffen. Solche eher funktionalen Ressourcen, die im Kontext der RBA als spezifische M&A-Fertigkeiten angesehen werden können und zu überdurchschnittlichen Renditen führen, beziehen sich sowohl auf die Planung und Durchführung von M&A-Strategien als auch die Integration (PMI) des Zielunternehmens.

Eine weitere Sichtweise basiert auf dem strategischen Managementansatz des RBA, der die Fähigkeiten eines Unternehmens bei der Umsetzung einer M&A-Strategie beschreibt.³⁶⁵ Hier wird insbesondere die Möglichkeit zur Identifikation, Akkumulation und Anwendung vorhandener Ressourcen betont, sowie die Fähigkeit Marktgegebenheiten zu nutzen, die für die Konkurrenz schwierig zu erreichen oder imitierbar sind.³⁶⁶ Diese Sichtweise fügt eine neue externe Perspektive zu den bestehenden Ansätzen hinzu, die nicht wie bisher eher die interne Fähigkeiten hervor-

³⁶¹ Vgl. *Cabrera-Suárez et al.* (2001), S. 37ff.

³⁶² Die Ressourcenübertragung von nicht mehr wettbewerbsfähigen Einzelunternehmen geschieht vorwiegend in Krisensituationen, wie zum Beispiel im Zuge von Restrukturierungsmaßnahmen oder einem plötzlichen Liquiditätsengpass. Hier kann ein Verkauf von Unternehmensanteilen oder des gesamten Unternehmens sinnvoll oder sogar notwendig sein. Im Englischen bezeichnet man eine solche Transaktion als „Distressed M&A“, wodurch eine Unternehmensveräußerung in erheblichem Maße erschwert wird und eine besondere, der Situation angepasste Herangehensweise erfordert, vgl. *Machelett/ Simmert* (2011), S. 195ff.

³⁶³ Vgl. *Wirtz* (2003), S. 43.

³⁶⁴ Vgl. u.a. *Wernerfelt* (1984); *Capron/ Mitchell* (1998); *Capron/ Pistre* (2002); *Becker* (2005).

³⁶⁵ Vgl. *James* (2002), S. 299-313.

³⁶⁶ Vgl. *James* (2002), S. 300.

hebt, sondern eine Verbindung zwischen Ressourcenausstattung bzw. -transfer und M&A-Aktivität herstellt. Das Hauptaugenmerk liegt auf der Realisierung strategiebedingter Renditen, die erst durch den Ressourcentransfer zugänglich gemacht werden, wie *James* (2002) bemerkt. *Wernerfelt* (1984) hebt hierbei die spezielle Rolle von M&A und weiteren externen Wachstumsstrategien als Mittel zum Austausch und zur Erzeugung von Ressourcen hervor. Die eingangs erwähnten Ressourcen können hierbei als effektive Marktzutrittsbarrieren angesehen werden und M&A, durch die Akquisition von spezifischen Fähigkeiten, als probates Mittel diese Marktbarrieren zu überwinden.³⁶⁷ *James* (2002) ist in der Diskussion um eine dezidierte Formulierung der Nicht-Imitierbarkeit von Ressourcen der Meinung, dass diese trotz unternehmensspezifischer und schwer imitierbarer Fähigkeiten durch den Transfer vollständiger Unternehmensteile übertragen werden können.³⁶⁸

Zusätzlich zur Ressourcenübertragung wird zur Umsetzung einer Unternehmensübernahme eine Reihe von firmen-inhärenter Sachkenntnis und Kompetenz benötigt. Basierend auf dem prozessorientierten Ansatz einer Akquisition, kann der Erfolg einer Transaktion daher im Zusammenhang mit den dafür notwendigen Prozessschritten - Planung, Durchführung und Integration - gesehen werden.³⁶⁹ Die dafür notwendigen Ressourcen und Fertigkeiten sind bspw. die Identifikation von potentiellen Zielunternehmen, die Entscheidungsfindung, ein Verhandlungsgeschick, aber auch die spätere erfolgreiche Integration des Zielunternehmens (PMI). Nach *James* (2002) ist das Managementteam besonders mit den Herausforderungen der Übertragung der spezifischen Ressourcen und Fertigkeiten konfrontiert. Diese Aufgabe kann in einer suboptimal durchgeführten Umstrukturierung des Unternehmens infolge der Akquisition münden und sich anhand typischer Merkmale, wie z.B. anhand fehlender Synergie- und Restrukturierungspotenziale, schlechter Unternehmenskommunikation oder Schwund von Führungskräften während einer PMI zeigen. M&A bezieht sich eben nicht nur auf die Transaktionsphase und der damit verbundenen Ressourcenübertragung, sondern gleichermaßen auch auf die erfolgreiche Integration des Zielunternehmens in das eigene Unternehmen.

Bisher wurde das Augenmerk primär auf die Planung und Durchführung einer Transaktion gelegt, zunehmend tritt aber auch die Integration der Unternehmen in den Fokus, da das dortige Ressourcenpotential noch nicht ausreichend in empirischen Studien erforscht ist, wie *Kengelbach et al.* (2012) bemerken.³⁷⁰ *Capron/Mitchell* (1998) hingegen fordern eine intensivere Beschäftigung mit den notwendigen Erfordernissen zur Realisierung einer erfolgreichen M&A-Strategie. Diese

³⁶⁷ Vgl. *Wernerfelt* (1984), S. 172ff

³⁶⁸ Vgl. hierzu auch *Harrison et al.* (1991), die erstmals aus ressourcenbasierter Sicht Performance-Unterschiede im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen diskutieren und darauf verweisen, dass ein Bündel von spezifischen Ressourcen besser geeignet ist Performanceunterschiede zu erklären als eine klar definierte M&A-Strategie.

³⁶⁹ Vgl. hierzu Kap. 3.3, *Picot* (2005), S. 21-31 sowie *Penrose* (1959), die frühzeitig die Herausforderung externer Wachstumsstrategien erkannte sowie die damit notwendige Ressourcenerweiterung durch spezielle Managementfähigkeiten.

³⁷⁰ Vgl. zur Diskussion über die Potentiale bei der PMI auch *Jemison/Sitkin* (1986), *Agrawal et al.* (1992) und *Matser et al.* (2011).

Forschungsdefizite wurden im vergangenen Jahrzehnt ausführlich untersucht, dennoch konnten bisher keine hinreichenden und einheitlichen Kriterien zur Umsetzung einer erfolgreichen M&A-Strategie gefunden werden.³⁷¹ Der RBA wurde vielfach im Zusammenhang mit der Post-Merger Integration angewendet. Hierbei beschäftigen sich Untersuchungen in erster Linie mit der Analyse von Organisationen und den damit zusammenhängenden institutionellen und kulturellen Problemstellungen im Anschluss einer durchgeführten Transaktion. Darüber hinaus analysieren sie die potentiellen Effekte von M&A auf Individuen und Organisationen ebenso wie den institutionellen und kulturellen Einfluss auf die Performance.³⁷² Unter anderem diskutieren Böcker (2011), Dickmann (2010) und Homburg/ Bucerius (2006) wie auch zuvor schon Haspeslagh/ Jemison (1991) spezifische PMI-Kriterien und deren zentrale Rolle bei einer erfolgreich durchgeführten Transaktion. Grundsätzlich wird im RBA unterstellt, dass M&A mehr als ein simpler Transfer von Eigentumsrechten und Marktanteilen darstellt. Tatsächlich ist es ein komplexer Prozess mit verschiedenen Phasen, in denen die involvierten Unternehmen bestimmte Fähigkeiten zu bestimmten Zeitpunkten zur Verfügung stellen, die eine wesentliche Rolle bei der Wertgenerierung einer Transaktion spielen.³⁷³ Diese wesentlichen Einflussgrößen, die während einer M&A-Transaktion Auswirkung auf die Unternehmensperformance nehmen, lassen sich nach James (2002) wie folgt zusammenfassen:

- ▶ Bewertung spezifischer Ressourcen oder Synergiepotentiale sind häufig unzureichend (die fachgerechte Bewertung der Ressourcen und den damit verbundenen Wettbewerbsvorteilen erfolgt aufgrund der Unkenntnis der Kausalzusammenhänge vielfach unter Zeitdruck und mit unvollständigen Informationen),
- ▶ Berücksichtigung kontext-abhängiger und soziokultureller Fähigkeiten,
- ▶ Erfolgreiche Integration ist abhängig von der Vereinigung zweier formal und rechtlich unabhängiger Organisationen, die eine hohe Flexibilität des Managements voraussetzt.

Aus diesem Grund sollten aus ressourcenbasierter Sicht diejenigen Unternehmen M&A betreiben, die zukünftig strategisch gut aufgestellt sein und eine überdurchschnittliche Rendite erzielen wollen, jedoch nicht über die dafür notwendige Ressourcenausstattung verfügen.³⁷⁴ Die Eigenschaftsmerkmale oder Kausalzusammenhänge der Ressourcen sind zwar nicht immer auf den ersten Blick erkennbar, dennoch bestehen gegenseitige Abhängigkeiten zwischen den vorhandenen Ressourcen, der Strategie und einem dauerhaften Unternehmenserfolg.³⁷⁵ Bei einer Neuausrichtung im Rahmen eines Strategiewechsels werden der Aufbau wie auch die Verwendung substantieller Ressourcen berücksichtigt, umgekehrt gilt aber nicht, dass

³⁷¹ Vgl. Dickmann (2010).

³⁷² Vgl. Leighton/ Tod (1969), Buono et al. (1985) sowie Datta (1991).

³⁷³ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 3.3

³⁷⁴ Vgl. Barney (1988), S. 77; Cording et al. (2002), S. 22.

³⁷⁵ Vgl. Barney (1991).

sich aus der vorhandenen Ressourcenbasis unmittelbar auch die Unternehmensstrategie ableiten lässt. Wäre das der Fall, könnte kein Unternehmen einen Strategiewechsel vollziehen oder durch Diversifikation neue Geschäftsbereiche zur Realisierung überdurchschnittlicher Renditen erschließen. Für gewöhnlich bestehen wechselseitige Interdependenzen zwischen Ressourcenausstattung und dem Erfolg eines Unternehmens, ebenso wie die gewählte Strategie und der damit einhergehende Erfolg Auswirkungen auf die Ressourcenausstattung haben.

Wie die geführte Diskussion nahelegt, bietet der RBA eine Möglichkeit zum besseren Verständnis der Unterscheidung von FU und Nicht-FU anhand heterogener Ressourcenausstattung. Die Kombination aus Ressourcenheterogenität und sozialer Interaktion zwischen Familie und Unternehmen beschreibt ein einzigartiges Ressourcenbündel, das zu anhaltenden Wettbewerbsvorteilen führen kann. Der RBA bietet nicht nur einen Weg zur Erläuterung des Faktors *familiness* sondern auch Wissenschaftlern einen geeigneten Rahmen zur Hypothesenbildung in Bezug auf unternehmerisches Verhalten und die hier zu untersuchende M&A-Performance. Aus ressourcenbasierter Sicht ist dies ein zweckmäßiger Theorierahmen zur Analyse von strategischen Erfolgspotentialen und zur Beschreibung verschiedener Stufen des Familieneinflusses.³⁷⁶ Insbesondere der Einfluss der Familie auf die Unternehmensperformance kann als direkt und messbar erachtet werden.

3.6 Zusammenfassung

Der aus dem angelsächsischen Investment-Banking stammende Begriff M&A, der zurzeit eine globale Aufmerksamkeit genießt, ist nicht nur eines der meistdiskutierten Themen in der Finanzliteratur, sondern auch zu einem allumfassenden Gestaltungsbegriff für zahlreiche Branchen geworden. Auch der M&A-Begriff selbst wird sehr heterogen und teils kontrovers diskutiert, so dass M&A in der vorliegenden Arbeit als der strategisch induzierte mehrheitsanteilige Kauf bzw. Zusammenschluss von Unternehmen oder Unternehmensteilen definiert wird. Damit einher geht die aktive Wahrnehmung der Leitungs-, Kontroll- und/ oder Verfügungsbefugnisse durch das Bieterunternehmen. Für die Akquisition von Unternehmen gibt es eine Reihe von Anlässen und Motiven, die grundsätzlich in einzel- sowie gesamtwirtschaftliche Beweggründe zur Realisierung externer Wachstumsstrategien durch Familienunternehmen unterteilt werden können. Unter gesamtwirtschaftlichen Gesichtspunkten führt M&A bei vollkommenem Wettbewerb zu einer Marktkonsolidierung sowie zu einer effizienten Nutzung des Faktors Kapital. Führen jedoch diese Konzentration und die positiven Auswirkungen auf das jeweilige Unternehmen zulasten des freien Wettbewerbs sowie letztendlich zum Nachteil der gesamten Volkswirtschaft, ist ein kartellrechtlicher und regulierender Eingriff notwendig. Infolgedessen sind wettbewerbsrechtliche und ordnungspolitische Rahmenbedingungen von hoher Bedeutung für oligopolistische oder monopolistische Marktstrukturen. Doch die aus-

³⁷⁶ Siehe ebenfalls Kap. 2.1.3.

schlaggebenden Gründe für den langanhaltenden Aufschwung von M&A liegen im einzelwirtschaftlichen Wirkungsbereich. Aus Käuferperspektive bieten sich vielfältige Motive für Unternehmenszusammenschlüsse an. Im Sinne einer überschaubaren Zusammenfassung der wesentlichen Zielvorstellungen können diese in strategische, operative und persönliche Beweggründe unterteilt werden.

Der M&A-Prozess, beginnend mit der Identifikation über die Durchführung bis hin zur Integration, stellt sowohl für FU als auch für Nicht-FU eine nicht zu unterschätzende Aufgabe dar. Ungeachtet der einzelnen, in sich abgeschlossenen Phasen der M&A-Abläufe existieren starke Interdependenzen auf den einzelnen Prozessstufen, die eine hohe personelle sowie zeitliche Ressourcenverfügbarkeit voraussetzen. Speziell für familiengeführte Unternehmen stellt der gesamte Prozess eine herausfordernde Aufgabe dar, den es gilt effizient zu gestalten, da dieser in der kurzen bis mittleren Frist nicht selten zu einer überproportionalen Arbeitsbelastung bei gleichzeitiger Fortführung des Tagesgeschäfts führen kann. M&A ist aber keineswegs eine Begleit- oder Modeerscheinung der jüngsten Wirtschaftsgeschichte, sondern hat seinen Ursprung in den wirtschaftlichen, politischen und auch technischen Veränderungen der vergangenen beiden Jahrhunderte. Nicht zuletzt stellt M&A eine strategische Alternative zum herkömmlichen Entwicklungs- oder Wachstumsverlauf von Unternehmen dar. Aktuelle Zahlen belegen, dass sich sowohl für Großbritannien, als dem fortschrittlichsten Markt im Zusammenhang mit europäischem M&A, als auch für Deutschland ein deutlicher Trend zu erhöhter Transaktionsaktivität bei stagnierenden Transaktionsvolumina und gleichzeitig erhöhter Risikoaversion abzeichnet.

Wie eingangs beschrieben, gewinnt das Forschungsfeld Familienunternehmen zunehmend an Bedeutung und das Fehlen eines grundlegenden Theoriegebäudes erschwert dabei die Wahl eines einheitlichen und verständlichen Denkmusters zur Erklärung spezifischer Unterschiede bei zahlreichen Forschungsfragen. Beiträge im Forschungsfeld Familienunternehmen wählen vorwiegend die Agency-Theorie (AT) und den ressourcenorientierten Ansatz (RBA) als Ordnungsrahmen für empirische und konzeptionelle Forschungsansätze, da diese Sichtweisen aus verschiedenen Bereichen der Wirtschaftswissenschaft, wie z. B. des Strategischen Managements, der Finanzwirtschaft und der Ökonomie, verbinden. Die aufgezeigten Motive und Veränderungen wie auch die unterschiedliche Ressourcenausstattung zwischen FU und Nicht-FU auf dem Markt für Unternehmenskontrolle unterstützen das vorliegende Forschungsvorhaben hinsichtlich einer empirischen Überprüfung zur langfristigen Entwicklung von Unternehmensübernahmen durch familiengeführte Unternehmen, da eine effiziente und sichere Durchführung von M&A bei knappen personellen wie finanziellen Ressourcen immer weiter in den Fokus von Familienunternehmen rücken wird.

Kapitel 4

Performance-Messung von Familienunternehmen – Stand der Forschung

4.1 Erfolg im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen

Erfolg ist ein komplexes und theoretisch höchst anspruchsvolles Konstrukt, das sich sowohl auf die Definition als auch die konkrete Messung dieses Effektes bezieht. Zunächst kann der Erfolg als das Erreichen eines vordefinierten oder eines allgemein als erstrebenswert anerkannten Ziels interpretiert werden. Um jedoch das Erreichen eines solchen Ziels einschätzen zu können und damit einhergehende Handlungen als positiv zu bewerten, wird ein Maßstab benötigt, der die Messung und Einordnung der Ergebnisse anhand von allgemeingültig festgelegten Kriterien erlaubt.³⁷⁷ Aus Sicht der betriebswirtschaftlichen Forschung wird *Erfolg* in der Regel in monetären Größen erfasst und lässt sich als die Erfüllung finanzwirtschaftlicher Ziele sowie das damit realisierte positive Finanzergebnis aus der allgemeinen Geschäftstätigkeit einer Unternehmung definieren. So erhält man den Erfolg eines Unternehmens aus der Differenz zwischen dem Ertrag und dem Aufwand einer Periode. Zur betriebswirtschaftlichen Erfolgsanalyse werden neben traditionellen Kennzahlen, wie Gewinn, Umsatz oder EBIT, auch Rentabilitätskennziffern, wie beispielsweise die Gesamtkapital-, Eigenkapital- oder Umsatzrentabilität, als Erfolgskriterium verwendet.³⁷⁸

Der Erfolg im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen wird ebenfalls durch das Erreichen eines vordefinierten Ziels bestimmt, das wiederum durch die gemeinsame Bewältigung bestehender Aufgaben erreicht wird. Aus diesem Grund kann der Erfolgsbegriff in Zusammenhang mit M&A-Transaktionen auch als die Verwirklichung angestrebter Unternehmensziele formuliert werden. Es wird zwischen finanzwirtschaftlichen und strategischen Erfolgsgrößen unterschieden. Dabei sind die finanzwirtschaftlichen Erfolgsgrößen identisch mit den eingangs erwähnten traditionellen Kennzahlen. Um jedoch den Erfolg einer Transaktionen angemessen interpretieren zu können, werden diese Kennzahlen im Vergleich zu aktuellen oder

³⁷⁷ Vgl. Stegmann (2002), S. 5f.

³⁷⁸ Vgl. Wöhe/Döring (2002), S. 46f.

historischen, internen oder externen Unternehmensdaten betrachtet.³⁷⁹ Zu den strategischen Erfolgsgrößen in Bezug auf M&A-Transaktionen zählen beispielsweise Marktanteile, Patente, Produkterweiterungen, Kostenstrukturen oder der Zugang zu globalen und regionalen Beschaffungs- und Absatzmärkten, die mit einer Zeitverzögerung unmittelbaren Einfluss auf die pekuniären Erfolgsgrößen nehmen können.³⁸⁰ Insgesamt ist die Definition von Erfolg im Zusammenhang mit Akquisitionsvorhaben von Unternehmen zu Unternehmen verschieden, da jede einzelne Transaktion mit spezifischen Ziel- und Synergievorstellungen verbunden ist. Der Problematik, dass diese heterogenen Zielvorstellungen keine einheitliche Definition des Erfolgs von Unternehmenszusammenschlüssen zulassen, lässt sich mit der Analyse der verschiedenen Messmethoden sowie einer Übersicht der bisher erschienen wissenschaftlichen Beiträge begegnen.

Das folgende Kapitel gibt einen umfassenden Überblick über existierende empirische Studien zur Messung der Akquisitionsperformance von Familienunternehmen. Hierzu werden zunächst die für die Forschungsfrage relevanten Studien anhand selektiver Kriterien bestimmt und systematisiert (Kap. 4.2). Auf Basis dieser Auswahl erfolgt die Beschreibung und Beurteilung verschiedener Messmethoden zur Erhebung der Akquisitionsperformance sowie relevanter Ergebnisse ausgewählter empirischer Studien (Kap. 4.3), bevor eine abschließend Würdigung der untersuchten Forschungsmethoden vollzogen wird. Der letzte Abschnitt schließt mit einem zusammenfassenden Rückblick auf den Stand der Forschung und leitet zusammen mit den in den vorherigen Kapiteln 2-3 erläuterten theoretischen und empirischen Erklärungsansätzen die Forschungslücke für die Messung der Akquisitionsperformance bei privat gehaltenen Familienunternehmen ab (Kap. 4.4).

4.2 Empirische Performance-Studien

Die zahlreichen einleuchtenden Gründe und die Entwicklung der Transaktionszahlen lassen vermuten, dass M&A eine äußerst erfolgreiche Strategie der Unternehmensentwicklung darstellen müsste.³⁸¹ Bei einem Blick auf die zahlreichen empirischen Untersuchungen, die inzwischen zu diesem Thema veröffentlicht wurden, offenbart sich jedoch ein unklares Bild. Der Abschnitt beginnt zunächst mit einer Eingrenzung und Systematisierung relevanter Forschungsergebnisse, bevor auf die jeweilige Messmethode und die daraus resultierenden Ergebnisse näher eingegangen wird.

³⁷⁹ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 15.

³⁸⁰ Vgl. *Lucks/ Meckl* (2002), S. 16.

³⁸¹ Vgl. Kap. 3.2

4.2.1 Eingrenzung der betrachteten Studien

Die folgenden beiden Abschnitte geben einen Überblick über die bislang publizierten nationalen wie internationalen Studien zur Performance-Wirkung von Unternehmenszusammenschlüssen. Besonderes Augenmerk gilt der Systematisierung und Analyse der Untersuchungen mit Bezug auf Familienunternehmen unter Berücksichtigung der in Kapitel 2.1 getroffenen Definition für Familienunternehmen. Zunächst fällt der vergleichsweise hohe Anteil angloamerikanischer Erfolgsstudien auf, der jedoch wieder relativiert wird, sofern man sich die fortgeschrittene Kapitalmarktentwicklung hinsichtlich Börsennotierungen und Transaktionsvolumen des amerikanischen sowie britischen Wirtschaftsraums vor Augen führt.³⁸²

Der Transaktionserfolg von Unternehmenszusammenschlüssen kann aus verschiedenen Perspektiven betrachtet werden. Vorrangig wird der Erfolg aus Perspektive verschiedener Interessengruppen beleuchtet und hierbei überwiegend die der Anteilseigner.³⁸³ Zu denen gehören neben den Shareholdern, also den beteiligten Käufern und Veräußerern, auch die Arbeitnehmer, Banken, Lieferanten und Kunden der an einer Transaktion partizipierenden Unternehmen.³⁸⁴ Die Wertentwicklung der Interessengruppen wird in der Literatur kontrovers und intensiv diskutiert, wobei die Erfolgswirkung aus Perspektive der Anteilseigner als die zentrale Sichtweise zu sehen ist.³⁸⁵ Untersuchungen, die den Fokus auf weitere Interessengruppen richten, werden in der folgenden Betrachtung ausgeschlossen, da sie für die Beantwortung der vorliegenden Forschungsfrage nicht relevant sind.

Von der Analyse ausgenommen sind ebenfalls Studien, die sich auf spezifische Teilaspekte von M&A-Transaktionen konzentrieren. Dazu zählen neben rechtlichen und steuerrechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten auch die vorherrschende Atmosphäre bei einer Transaktion³⁸⁶, die gewählten Zahlungsmodalitäten³⁸⁷, die Vorteilhaftigkeit branchenverwandter Akquisitionen³⁸⁸ oder der Einfluss der Pre-Merger-Performance auf die Wertentwicklung der Bieterunternehmen³⁸⁹ sowie finanzielle

³⁸² Vgl. hierzu auch Kapitel 3.4.

³⁸³ Vgl. Bruner (2002) zu den Auswirkungen von Unternehmenszusammenschlüssen auf die Aktionäre sowie Achleitner et al. (2011) zur Kapitalmarktfähigkeit und Akzeptanz von M&A bei Familienunternehmen. Die Perspektive der Veräußerer wird im Rahmen dieser Zusammenfassung in Form von Studien berücksichtigt, die die abnormalen Renditen für die Aktionäre der Zielunternehmen erfassen. Vgl. hierzu u.a. Houston et al. (2001) und Sudarsanam (2003).

³⁸⁴ Vgl. Hitt et al. (2001) und Harrison/ Freeman (1999) zur Beteiligung von Stakeholdern in M&A-Transaktionen sowie Houston et al. (2001) und Settnik (2006) zum Blickwinkel von Banken und Versicherern.

³⁸⁵ Vgl. Bull (1989), S. 263f sowie Engelskirchen (2007), S. 131ff.

³⁸⁶ Vgl. beispielsweise Gregoriou/ Renneboog (2007) und Dong et al. (2006) zum Vergleich zwischen freundlich und feindlich gesinnter Übernahmen sowie zur Bewertung von erfolgreichen und unerfolgreichen Bieterunternehmen.

³⁸⁷ Vgl. Moeller et al. (2004); Gupta/ Misra (2007).

³⁸⁸ Vgl. Gupta/ Misra (2007); Burch et al. (2003) sowie Walker (2000).

³⁸⁹ Vgl. Conn et al. (2005); Rosen (2006).

Strukturierungsmöglichkeiten im Rahmen der Unternehmensbewertung.³⁹⁰ Möglicherweise tragen die aufgeführten Einflussgrößen indirekt zur Entwicklung und zum Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen bei, sind aber keine Untersuchung der Performance von Unternehmen im eigentlichen Sinne. Aus diesem Grund wird von einer Betrachtung dieser Studien abgesehen.

Neben den inhaltlichen Gestaltungsmöglichkeiten existieren vielfältige methodische Abstufungen der untersuchten Beobachtungen. Hierbei werden ausschließlich theoretisch basierte Untersuchungen ohne empirische Erhebungen und Bezug im Rahmen dieser Forschungsarbeit nicht weiter diskutiert.³⁹¹ Diese Arbeiten weisen zwar auf Forschungslücken hin oder sind für praxisorientierte Personenkreise von Interesse, tragen mit ihren theoretischen Erkenntnissen jedoch keinen substantiellen Beitrag zur unmittelbaren wissenschaftlichen und empirischen Diskussion bzgl. Erfolgsbeurteilung von Unternehmenszusammenschlüssen durch Familienunternehmen bei. Ebenfalls finden modelltheoretische Veröffentlichungen zur Frage von Unternehmenszusammenschlüssen, wie beispielsweise vor dem Hintergrund der Neuen Institutionenökonomik, kein Eingang in diese Übersicht.³⁹²

Die nun folgende Literaturanalyse beschäftigt sich ausschließlich mit Studien, die mittels einer anerkannten Forschungsmethode und auf Basis einer empirischen Datenerhebung eine Aussage über die Erfolgswirkung von Akquisitionen der übernehmenden Unternehmen treffen. Zugleich wird die für die Analyse relevante und in dieser Forschungsarbeit verwendete Arbeitsdefinition von M&A berücksichtigt sowie Studien zum Zusammenschlusserfolg von Familienunternehmen besondere Beachtung geschenkt.³⁹³

4.2.2 Systematisierung der analysierten Studien

In der vorliegenden Literaturanalyse werden 77 wissenschaftliche Studien zur Erfolgswirkung von Unternehmenszusammenschlüssen erfasst, die im Zeitraum von 1977 bis 2010 durchgeführt wurden.³⁹⁴ Die betrachteten Studien können anhand der folgenden Kriterien typologisiert werden:³⁹⁵

- ▶ Typus der gemessenen Performance
- ▶ Forschungsmethode

³⁹⁰ Vgl. Hayward (2003); Görtz (2006).

³⁹¹ Vgl. Achleitner (1999); Evans/ Bishop (2001) als auch Bruner (2004).

³⁹² Vgl. Eschen (2002); Becker (2005).

³⁹³ Vgl. ausführlich Kap. 2.1 zur Diskussion über die Definition von Familienunternehmen.

³⁹⁴ Die Auswahl der Studien basiert auf einer intensiven und systematischen Lektüre der finanzwirtschaftlichen Literatur. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass trotz der systematischen Recherche und Analyse Studien in der folgenden Literaturanalyse fehlen.

³⁹⁵ Vgl. u.a. Kitzmann (2005); Zollo/ Meier (2008).

- ▶ Geographischer Fokus
- ▶ Größe des Datensatzes
- ▶ Betrachtungszeitraum

In der finanzwirtschaftlichen Literatur erfolgt die **Messung des Erfolgs** bzw. **Performance** auf unterschiedliche Art und Weise. Die Messung der kurzfristigen und langfristigen M&A-Performance wird auf Basis der tatsächlichen oder erwarteten finanziellen Leistungsfähigkeiten der Unternehmen gemessen, der die vorliegenden Studien ausnahmslos zugeordnet werden können.³⁹⁶

Ferner variieren die in der M&A-Literatur vorkommenden Erfolgsmessungen entlang verschiedener Dimensionen, die simultan zur Messung der Unternehmensperformance bestehen. Hierzu zählen: die Overall Acquisition (OverAqPerf), die Short-Term Financial (STMPerf) sowie die Long-Term Financial Performance (LTMPerf) eines Unternehmens.³⁹⁷ Die zusätzlichen Dimensionen betrachten die tatsächliche Financial-Performance zwar nicht ausdrücklich, die Auswertung ihrer Ergebnisse führt jedoch zu der Annahme, dass sie diese mittelbar beeinflussen. Anhand der finanziellen Leistungsfähigkeit soll nun die Performance-Wirkung von Unternehmenszusammenschlüssen aus Sicht der Anteilseigner analysiert werden. Die im Zusammenhang dieser Forschungsarbeit erfassten Studien greifen als Basis für die Bestimmung der Wertentwicklung im Allgemeinen auf drei Informationsquellen zurück: Informationen des Kapitalmarktes, Daten aus dem internen und externen Rechnungswesen sowie Interviews oder Fragebögen.

Die OverAqPerf analysiert überwiegend subjektive Schwankungen der M&A-Performance anhand der qualitativen Bemessung des Synergiegrades, der Effizienz des Integrationsprozesses oder anhand strategischer Entscheidungen durch das Management.³⁹⁸ Diese Performance-Perspektive wird durch eine intensive Analyse der abhängigen Variable erweitert, die sich auf den eigentlichen Transaktionsprozess und die stillschweigende Vermutung der Zielgleichheit strategischer Entscheidungen bezieht.³⁹⁹ In der vorliegenden Arbeit befassen sich 17 Studien mit der Overall Acquisition Performance.

Mit der STMPerf werden die Reaktionen des Kapitalmarktes auf die Ankündigung einer bevorstehenden Übernahme analysiert.⁴⁰⁰ In der Regel beschränkt sich die Beobachtung auf eine kurze Periode vor und nach dem Ankündigungstermin

³⁹⁶ Diese Form der Performance-Messung wird *Financial* oder *Accounting Performance* (AccPerf) genannt. Diese misst u.a. Verbesserungen oder Effizienzsteigerungen der operativen Einheiten und basiert auf der Auswertung des internen und externen Rechnungswesens. Explizit erfolgt die Performance-Messung anhand dieser Messmethode in 22 der betrachteten Studien.

³⁹⁷ Vgl. Zollo/ Meier (2008).

³⁹⁸ Vgl. Datta (1991); Homburg/ Bucerius (2006).

³⁹⁹ Das Erreichen desselben Endzustands kann mithilfe verschiedener strategischer Entscheidungen zustande kommen, z.B. die Debatte um organische und anorganische Wachstumsstrategien. Vgl. hierzu Zollo/ Meier (2008).

⁴⁰⁰ Vgl. Sudarsanam/ Mahate (2003); Engelskirchen (2007).

zur Analyse des Ankündigungseffekt.⁴⁰¹ Die STMPeRF hat mit insgesamt 33 Studien den grössten Anteil der betrachteten Untersuchungen.

Die LTMPeRF untersucht ebenfalls die Reaktionen des Kapitalmarktes auf die Ankündigung einer bevorstehenden Übernahme, nur dass hier die langfristigen Effekte der Unternehmenszusammenschlüsse im Vordergrund stehen.⁴⁰² Hintergrund ist der Wunsch nach Erforschung der langfristigen Wirkung von Transaktionen und die Messung initialer Verbesserungen der Unternehmensperformance, Wettbewerbsposition oder des Integrationserfolgs.⁴⁰³ Insgesamt wurden für die LTMPeRF 17 Studien identifiziert und erfasst.⁴⁰⁴

Die Auswahl der **Forschungsmethode** stellt ein weiteres Abgrenzungskriterium dar. Die angewandten Forschungsmethoden, die in den maßgeblichen Studien zum Zusammenschlusserfolg von Unternehmen verwendet werden, lassen sich in die folgenden drei Kategorien unterteilen:⁴⁰⁵

- ▶ Kapitalmarktorientierte Studien
- ▶ Jahresabschlussbezogene Studien
- ▶ Erfolgsbeurteilung anhand von Befragungen

Kapitalmarktorientierte Studien bestimmen die Entwicklung börsennotierter Unternehmen mithilfe zugrunde liegender Kapitalmarktdaten, die bedingt durch allgemeine Publizitätspflichten weitestgehend öffentlich verfügbar sind.⁴⁰⁶ Dagegen können mit jahresabschlussbezogenen Studien auch nicht-börsennotierte Unternehmen, zu denen überwiegend auch Familienunternehmen und ein Großteil der mittelständisch geprägten Unternehmen in Deutschland gehören, untersucht werden.⁴⁰⁷ Auf diese Weise wird ex-post die tatsächliche Performance von Unternehmen ermittelt. Mithilfe der Erfolgsbeurteilung anhand von Befragungen werden Daten durch Interviews oder Fragebögen erhoben, wobei diese auf subjektiven Erfolgseinschätzungen der Umfrageteilnehmer beruhen.⁴⁰⁸ Die Vorgehensweise der einzelnen Methoden ist nicht Gegenstand dieses Abschnitts, sondern wird in Kapitel 4.3 ausführlich beschrieben, wobei zugleich auch deren Vor- und Nachteile ausführlich erläutert werden. Für die Interpretation der Studienergebnisse ist der jeweilige Forschungsansatz von nennenswerter Bedeutung, da die mit einer Messmethode implizierten

⁴⁰¹ Die Methode der Event-Studien geht auf eine Arbeit von *Fama et al.* (1969) zurück, die erste Annahmen bzgl. der Effizienzmarkthypothese von Kapitalmärkten treffen.

⁴⁰² Nach intensiver Analyse werden Studien, die die Unternehmensperformance für mehr als ein Jahr messen, auf Basis der betrachteten Literatur, als langfristig orientierte Untersuchungen angesehen, vgl. *Schiereck/Wagner* (2001), S. 311ff.

⁴⁰³ Vgl. *Conn et al.* (2005); *Gregory/McCorrison* (2005).

⁴⁰⁴ Da einige Studien mehrere Forschungsansätze und Zeithorizonte betrachten, kann durch Addition der Einzelergebnisse die Gesamtanzahl von 77 Studien überschritten werden.

⁴⁰⁵ Vgl. zur Einteilung der Messmethoden anhand der vorgestellten Kriterien *Tuch/O'Sullivan* (2007); *Zollo/Meier* (2008) und *Cording et al.* (2010).

⁴⁰⁶ Zu nennen sind hier neben allgemeinen Presseinformationen auch Datenbanken wie Bloomberg, Datastream, Compustat, oder FactSet Mergerstat Review. Vgl. auch *Bruner* (2002), S. 52.

⁴⁰⁷ Vgl. u.a. *Tuch/O'Sullivan* (2007), S. 149.

⁴⁰⁸ Vgl. *Schäfer* (2001), S. 101.

Tabelle 5: Übersicht untersuchter empirischer Performance-Studien nach Performance-Typus*(Quelle: Eigene Auswertung)*

Autor	Jahr	Performance-Typus	Autor	Jahr	Performance-Typus
Agrawal/ Jaffe/ Mandelker	1992	LTMPerf	Gupta/ Misra	2004	STMPerf
Amihud et al.	1990	STMPerf	Harrison et al.	1991	AccPerf
Andrade/ Mitchell/ Stafford	2001	AccPerf	Healy/ Palepu/ Ruback	1992	AccPerf
Asquith	1983	LTMPerf	Higson/ Elliot	1998	LTMPerf
Asquith/ Bruner/ Mullins	1987	STMPerf	Hitt et al.	1996	AccPerf
Basu et al.	2008	STMPerf	Homburg/ Bucerius	2006	OverAqPerf
Böhmer	1998	STMPerf	Housten/ James/ Ryngaert	2001	AccPerf
Bradley/ Desai/ Kim	1988	STMPerf	Hunt	1990	AccPerf
Brown/ Ryngaert	1991	STMPerf	Ingham et al.	1992	AccPerf
Bühner	1990	LTMPerf	Jansen/ Körner	2000	OverAqPerf
Bühner	1991	STMPerf	Kaplan/ Weisbach	1992	STMPerf
Bull	1989	OverAqPerf	Kitching	1967	OverAqPerf
Cannella/ Hambrick	1993	AccPerf	Kitching	1974	OverAqPerf
Capron	1999	LTMPerf	Krishnan et al.	1997	OverAqPerf
Chatterjee/ Meeks	1996	OverAqPerf	Kusewitt	1985	AccPerf
Conn et al.	2005	LTMPerf	Langetieg	1978	LTMPerf
Datta	1991	OverAqPerf	Limmack	1991	LTMPerf
Datta/ Grant	1990	OverAqPerf	Lu	2004	AccPerf
Datta/ Puia	1995	STMPerf	Lubatkin et al.	1997	STMPerf
DeLong	2001	STMPerf	Malatesta	1983	LTMPerf
DeLong	2003	STMPerf	Malatesta	1983	STMPerf
Dickerson et al.	1997	LTMPerf	Meeks	1977	LTMPerf
Dodd	1980	STMPerf	Moeller	1983	STMPerf
Dodd/ Ruback	1977	STMPerf	Morck/ Shleifer/ Vishny	1990	STMPerf
Dörr	2000	LTMPerf	Mueller	1980	AccPerf
Ebnet	2006	AccPerf	Ramaswamy	1997	OverAqPerf
Eckbo	1983	STMPerf	Ravenscraft/ Scherer	1987	AccPerf
Eiben	2007	OverAqPerf	Sachs	2007	OverAqPerf
Engelskirchen	2007	STMPerf	Saxton/ Dollinger	2004	OverAqPerf
Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo	2010	STMPerf	Scanlon et al.	1989	STMPerf
Fowler/ Schmidt	1988	AccPerf	Schäfer	2001	LTMPerf
Franks/ Harris	1989	LTMPerf	Srower	1994	STMPerf
Gerds	2000	OverAqPerf	Sudarsanam et al.	1996	STMPerf
Gerke/ Garz/ Oerke	1995	STMPerf	Sudarsanam/ Mahate	2003	LTMPerf
Ghosh	2001	AccPerf	Uhlenbruck et al.	2006	STMPerf
Grandjean	1991	STMPerf	Very et al.	1997	AccPerf
Gregory	1997	LTMPerf	Yook	2003	STMPerf
Gregory/ McCorrison	2005	LTMPerf	Zollo/ Singh	2004	OverAqPerf
Guest et al.	2010	AccPerf			

Anmerkung: Die in der M&A-Literatur vorkommenden Erfolgsmessungen variieren entlang verschiedener Dimensionen, die simultan zur Messung der Unternehmensperformance verwendet werden. Hierzu zählen: die Overall Acquisition (OverAqPerf), die Short-Term Financial (STMPerf) sowie die Long-Term Financial Performance (LTMPerf) eines Unternehmens.

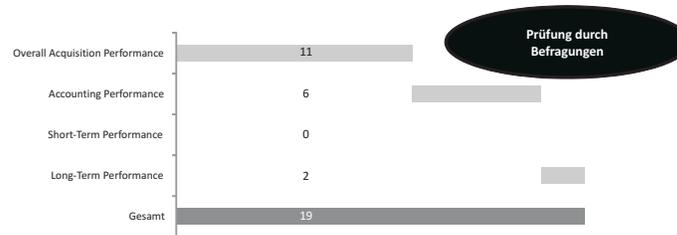
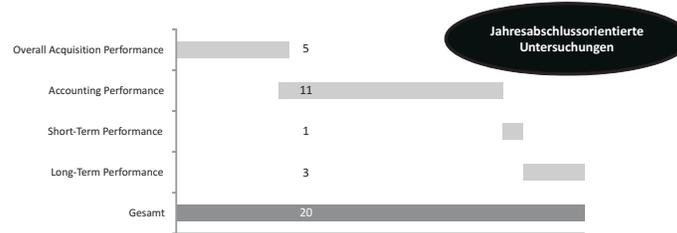
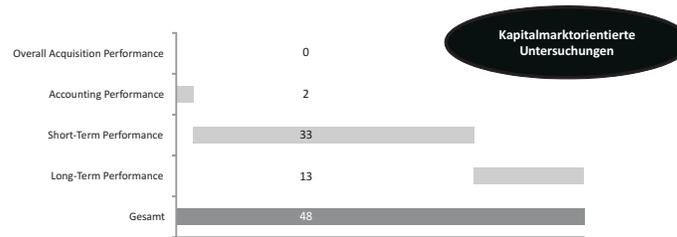


Abb. 16: Anzahl analysierter Studien aufgeteilt nach Performance-Art und Performance-Metrik.

(Quelle: Eigene Darstellung)

Unterschiede eine Ursache für inkonsistente Ergebnisse sein können.⁴⁰⁹

Nachdem auf die jeweilige verwendete Performance-Metrik eingegangen und die relevanten Forschungsansätze präsentiert wurden, erfolgt die Aufteilung der erfassten Studien in Abhängigkeit der beiden genannten Klassifikationskriterien. Aus Abbildung 16 ist ersichtlich, dass sich kapitalmarktorientierte Untersuchungen primär mit der kurzfristigen Analyse des Ankündigungseffektes beschäftigen. Die langfristige Performance-Analyse spielt nur eine untergeordnete Rolle.⁴¹⁰ Auf Basis der

⁴⁰⁹ Vgl. *Kitzmann* (2005) und ausführlich *Meglio/ Risberg* (2011) zur Inkonsistenz der M&A-Performance bei Verwendung verschiedener Messmethoden.

⁴¹⁰ Vgl. hierzu auch die Beurteilung der kapitalmarktorientierten Messmethode in Abschnitt 4.3.1.

jahresabschlussorientierten Untersuchungen wird neben der hauptsächlich gemessenen Accounting Performance auch der gesamtheitliche Akquisitionserfolg gemessen. Untersuchungen anhand von Befragungen beschäftigen sich im Rahmen der Interviews ebenfalls mit Effizienzverbesserung der operativen Einheiten oder den Auswirkungen struktureller Veränderungen. Zahlreiche Untersuchungen verwenden dabei häufig mehr als eine Forschungsmethode in den erfassten Studien. Neben der gleichzeitigen Analyse kurzfristiger und langfristiger Ankündigungseffekte⁴¹¹, gibt es auch Studien, die zur Verifizierung ihrer Daten eine Kombination aus jahresabschlussorientierter Untersuchung und strukturierten Interviews wählen.⁴¹²

Die teils einseitige Fokussierung bestimmter Forschungsmethoden auf bestimmte Performance-Metriken ist ein Ergebnis der Typologisierung der Studien. Die folgende Ausführung zu den einzelnen Studien macht deutlich, dass dies nicht die einzige Restriktion hinsichtlich der Anwendung der aufgezeigten Forschungsmethoden ist. Abbildung 17 dokumentiert, dass die Verwendung der Forschungsansätze ebenfalls durch den **geographischen Fokus** einer Untersuchung mit beeinflusst wird. Aus der Übersicht ist zu erkennen, dass mehr als zwei Drittel der erfassten Studien in den USA durchgeführt wurden und sie sich mehrheitlich mit der kapitalmarktorientierten Forschungsmethode befassen. Jahresabschlussbezogene Untersuchungen sowie Untersuchungen anhand von Befragungen halten sich in etwa die Waage. Ähnlich sieht die Verteilung für Großbritannien aus, was abermals für die fortschrittliche Entwicklung des Kapitalmarktes und den Zugang zu umfangreichen Unternehmensdaten in den angloamerikanischen Ländern spricht.

Für Deutschland hingegen ergibt sich ein differenzierteres Bild. Nicht nur ist die Anzahl der gesamten Untersuchungen im Verhältnis zu den anglo-amerikanischen Ländern geringer, es werden zudem die kapitalmarktorientierte wie auch die Methode durch Befragungen am häufigsten zur Analyse des Transaktionserfolgs verwendet. Die jahresabschlussorientierte Methode spielt hingegen eine untergeordnete Rolle, da im Verhältnis zu anderen Ländern eine geringere Anzahl von Unternehmen börsennotiert ist. Außerdem ist die Unternehmensstruktur in Deutschland deutlich mittelständischer geprägt und unterliegt nur geringen Publikationspflichten, was die Datenverfügbarkeit und den Einsatz der jahresabschlussorientierten Messmethode zusätzlich erschwert. So dokumentiert die geographische wie auch methodische Forschungslücke im Hinblick auf die langfristige Performance-Messung von Unternehmenszusammenschlüssen einen Anknüpfungspunkt für die vorliegende Forschungsarbeit.⁴¹³

Die Betrachtung der **Datensatzgröße** der erfassten Studien macht deutlich, dass diese teils stark variieren. Zurückzuführen ist dieser Sachverhalt auf die unterschiedliche Verfügbarkeit relevanter Daten oder Datensätze und teils divergierender Kapi-

⁴¹¹ Vgl. *Higson/ Elliott* (1998); *Sudarsanam/ Mahate* (2003).

⁴¹² Vgl. hierzu insbesondere *Möller* (1983) und *Bull* (1989).

⁴¹³ Artikel zum e-bundesanzeiger und verweis auf änderung gesetz publikation

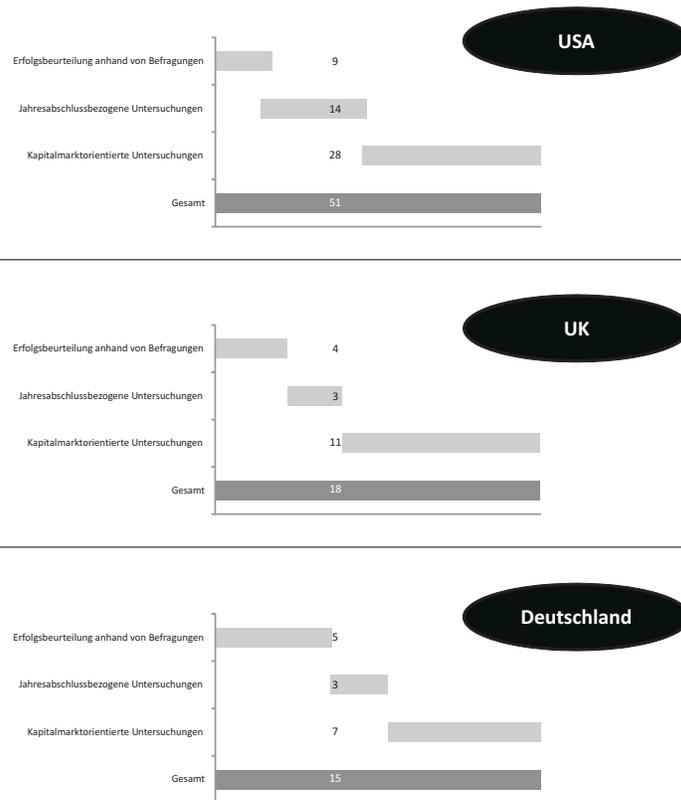


Abb. 17: Anzahl analysierter Studien nach geographischem Fokus und Performance-Metrik.

(Quelle: Eigene Darstellung)

talmarktentwicklungen in den verschiedenen Staaten. Die Stichprobengröße reicht von 10 bis zu über 3,500 untersuchten Unternehmen.⁴¹⁴ Die Tatsache, dass sich die erfassten Studien in Stichprobenumfang und -zusammensetzung stark unterscheiden, führt zu der Vermutung, dass diese eventuell nicht eindeutig vergleichbar sind.

Neben der Größe des Datensatzes und der Vermutung der begrenzten Vergleichbarkeit, könnte diese auch auf die **Betrachtungszeiträume** der erfassten Studien zutreffen, deren Umfang ebenfalls sehr stark variiert. Betrachten kurzfristige Studien zum Ankündigungseffekt, wie beispielsweise *Houston et al. (2001)*, im Schnitt 64 Unternehmen für [-4;+1] Tage nach Ankündigung der Unternehmensübernahme, so untersucht *Sudarsanam et al. (1996)* über 400 Unternehmen für einen Zeitraum

⁴¹⁴ Vgl hierzu *Schäfer (2001)* und *Andrade et al. (2001)*.

von [-20;+40] Tagen um die Bekanntmachung, während *Ramaswamy* (1997) in einem Zeitraum von [-3;+3] Jahren um das Transaktionsjahr 46 Unternehmen untersucht.⁴¹⁵

⁴¹⁵ Vgl. *Houston et al.* (2001); *Sudarsanam et al.* (1996) sowie *Ramaswamy* (1997).

Tabelle 6: Übersicht ausgewerteter empirischer Performance-Studien nach Zeitraum
(Quelle: Eigene Auswertung)

Autor	Jahr	Untersuchungshorizont	Anzahl der Unternehmen	Geographischer Fokus	Bezug zu Familienunternehmen	Performance-Metrik	Untersuchungsmethodik
Kitching	1967	1960-65	20	USA	n	OverAqPerf	FrB
Kitching	1974	1965-70	95	USA	n	OverAqPerf	FrB
Dodd/ Ruback	1977	1958-78	124	USA	n	STMPerf	KPM
Meeks	1977	1964-72	233	UK	n	LTMPerf	JAM
Langetieg	1978	1929-69	149	USA	n	LTMPerf	KPM
Langetieg	1978	1929-69	149	USA	n	STMPerf	KPM
Dodd	1980	1970-77	151	USA	n	STMPerf	KPM
Mueller	1980	1962-72	287	USA	n	AccPerf	JAM
Asquith	1983	1962-76	196	USA	n	LTMPerf	KPM
Asquith	1983	1962-76	196	USA	n	STMPerf	KPM
Eckbo	1983	1963-78	102	USA	n	STMPerf	KPM
Malatesta	1983	1969-74	121	USA	n	LTMPerf	KPM
Malatesta	1983	1969-74	256	USA	n	STMPerf	KPM
Moeller	1983	1970-79	96	D	n	STMPerf	FrB
Moeller	1983	1970-79	96	D	n	STMPerf	JAM
Kusewitt	1985	1967-76	138	USA	n	AccPerf	JAM
Asquith/ Bruner/ Mullins	1987	1973-83	343	USA	n	STMPerf	KPM
Ravenscraft/ Scherer	1987	1950-77	471	USA	n	AccPerf	JAM
Bradley/ Desai/ Kim	1988	1963-84	236	USA	n	STMPerf	KPM
Fowler/ Schmidt	1988	1975-79	42	USA	n	AccPerf	JAM
Bull	1989	1971-83	25	USA	n	OverAqPerf	FrB
Bull	1989	1971-83	25	USA	n	OverAqPerf	JAM
Franks/ Harris	1989	1955-85	1058	UK	n	LTMPerf	KPM
Franks/ Harris	1989	1955-85	58	UK	n	STMPerf	KPM
Scanlon et al.	1989	1968-85	135	USA	n	STMPerf	KPM
Amihud et al.	1990	1981-83	120	USA	n	STMPerf	KPM

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 6: (Fortsetzung)

Autor	Jahr	Untersuchungshorizont	Anzahl der Unternehmen	Geographischer Fokus	Bezug zu Familienunternehmen	Performance-Metrik	Untersuchungsmethodik
Bühner	1990	1973-85	110	D	n	LTMPerf	JAM
Bühner	1990	1973-85	90	D	n	AccPerf	KPM
Datta/ Grant	1990	1980-84	191	USA	n	OverAqPerf	FrB
Hunt	1990	1980-85	40	UK	n	AccPerf	FrB
Morck/ Shleifer/ Vishny	1990	1980-87	172	USA	n	STMPerf	KPM
Brown/ Ryngeart	1991	1981-86	40	USA	n	STMPerf	KPM
Bühner	1991	1973-87	39	D	n	STMPerf	KPM
Datta	1991	1980-84	173	USA	n	OverAqPerf	FrB
Grandjean	1991	1973-87	92	D	n	STMPerf	KPM
Harrison et al.	1991	1970-89	441	USA	n	AccPerf	JAM
Limmack	1991	1977-86	529	UK	n	LTMPerf	KPM
Agrawal/ Jaffe/ Mandelker	1992	1955-87	765	USA	n	LTMPerf	KPM
Healy/ Palepu/ Ruback	1992	1979-84	50	USA	n	AccPerf	JAM
Healy/ Palepu/ Ruback	1992	1979-84	50	USA	n	LTMPerf	KPM
Ingham et al.	1992	1984-88	146	UK	n	AccPerf	FrB
Kaplan/ Weisbach	1992	1971-82	209	USA	n	STMPerf	KPM
Cannella/ Hambrick	1993	1980-84	96	USA	n	AccPerf	FrB
Sirover	1994	1979-90	168	USA	n	STMPerf	KPM
Datta/ Puia	1995	1978-90	112	USA	n	STMPerf	KPM
Gerke/ Garz/ Oerke	1995	1987-92	105	D	n	STMPerf	KPM
Chatterjee/ Meeks	1996	1977-90	144	USA	n	OverAqPerf	JAM
Hitt et al.	1996	1985-91	250	USA	n	AccPerf	FrB
Sudarsanam et al.	1996	1980-90	429	UK	n	STMPerf	KPM
Dickerson/ Gibson/ Tsakalotos	1997	1948-77	2941	UK	n	LTMPerf	JAM
Gregory	1997	1955-85	420	UK	n	LTMPerf	KPM
Krishnan et al.	1997	1986-88	147	USA	n	OverAqPerf	JAM
Lubatkin et al.	1997	1980-87	93	USA	n	STMPerf	KPM
Ramaswamy	1997	1987	46	USA	n	OverAqPerf	JAM
Very et al.	1997	1987-89	106	UK, F	n	AccPerf	FrB
Böhmer	1998	1984-95	127	D	n	STMPerf	KPM
Higson/ Elliot	1998	1975-90	1660	UK	n	LTMPerf	KPM
Higson/ Elliot	1998	1975-90	1660	UK	n	STMPerf	KPM

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 6: (Fortsetzung)

Autor	Jahr	Untersuchungshorizont	Anzahl der Unternehmen	Geographischer Fokus	Bezug zu Familienunternehmen	Performance-Metrik	Untersuchungsmethodik
Capron	1999	1988-92	253	USA	n	LTMPerf	FrB
Dörr	2000	1990-96	30	D	n	LTMPerf	KPM
Gerds	2000	1990-99	63	D	n	OverAqPerf	FrB
Jansen/ Körner	2000	1994-99	103	D	n	OverAqPerf	FrB
Andrade/ Mitchell/ Stafford	2001	1973-98	1796	USA	n	AccPerf	JAM
Andrade/ Mitchell/ Stafford	2001	1973-98	3688	USA	n	STMPerf	KPM
DeLong	2001	1988-95	280	USA	n	STMPerf	KPM
Ghosh	2001	1981-95	315	USA	n	AccPerf	JAM
Housten/ James/ Ryngaert	2001	1985-96	64	USA	n	AccPerf	KPM
Schäfer	2001		10	D, CH	n	LTMPerf	FrB
DeLong	2003	1991-95	54	USA	n	STMPerf	KPM
Sudarsanam/ Mahate	2003	1983-95	519	UK	n	LTMPerf	KPM
Sudarsanam/ Mahate	2003	1983-95	519	UK	n	STMPerf	KPM
Yook	2003	1985-96	199	USA	n	STMPerf	KPM
Gupta/ Misra	2004	1980-98	285	USA	n	STMPerf	KPM
Lu	2004	1978-96	592	USA	n	AccPerf	JAM
Saxton/ Dollinger	2004	1993-95	77	USA	n	OverAqPerf	FrB
Zollo/ Singh	2004		228	USA	n	OverAqPerf	JAM
Conn et al.	2005	1984-98	131	UK	n	LTMPerf	KPM
Gregory/ McCorriston	2005	1984-92	333	USA	n	LTMPerf	KPM
Ebneth	2006			D	n	AccPerf	JAM
Homburg/ Bucerius	2006	1996-99	232	D, UK, Europe	n	OverAqPerf	FrB
Uhlenbruck et al.	2006	1995-2001	798	USA	n	STMPerf	KPM
Eiben	2007		253	D	y	OverAqPerf	FrB
Engelskirchen	2007	1994-2004	98	D	y	STMPerf	KPM
Sachs	2007	n/a	69	D	y	OverAqPerf	FrB
Basu et al.	2008	1993-2004	103	USA	y	STMPerf	KPM
Guest/ Bild/ Runsten	2010	1985-96	303	UK	n	AccPerf	JAM
Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo	2010	2002-2004	124	Europe	y	STMPerf	KPM

Anmerkung: Die in der M&A-Literatur vorkommenden Erfolgsmessungen variieren entlang verschiedener Dimensionen, die simultan zur Messung der Unternehmensperformance verwendet werden. Hierzu zählen: die Overall Acquisition (OverAqPerf), die Short-Term Financial (STMPerf) sowie die Long-Term Financial Performance (LTMPerf) eines Unternehmens. Neben der Verwendung der kapitalmarktorientierten (KPM) und der jahresabschlussbezogenen Messmethode (JAM) dienen das Eintreten spezifischer Ereignisse sowie subjektive Einschätzungen in Form von Befragungen (FrB), überwiegend durch das Management und/oder Mitarbeitern der betroffenen Unternehmen, als Gradmesser für den Erfolg oder Misserfolg einer Transaktion.

4.3 Methodische Verfahren zur Messung des M&A-Erfolgs

Die zur M&A-Erfolgsmessung angewendeten Forschungsmethoden, die in der Literatur auch unter dem Synonym Performance-Messung vorkommen, lassen sich grundsätzlich in quantitative und qualitative Messmethoden unterteilen, die sich wiederum in je drei und zwei Ansätze der Erfolgsbeurteilung aufgliedern lassen.

- ▶ quantitative Verfahren
 - kapitalmarktorientierte Performance-Messung
 - jahresabschlussbezogene Performance-Messung
 - ereignisorientierte Performance-Messung
- ▶ qualitative Verfahren
 - Performance-Messung durch Befragungen
 - Mischformen⁴¹⁶

Neben der Verwendung von kapitalmarktorientierten (Kap. 4.3.1) und jahresabschlussbezogenen Indikatoren (Kap. 4.3.2) dienen das Eintreten spezifischer Ereignisse sowie subjektive Einschätzungen in Form von Befragungen (Kap. 4.3.3), überwiegend durch das Management und/oder der Mitarbeiter der betroffenen Unternehmen, als Gradmesser für den Erfolg oder Misserfolg einer Transaktion. Kapitalmarktorientierte Studien untersuchen vorrangig die Entwicklung von börsennotierten Aktiengesellschaften und den damit zu Grunde liegenden Kapitalmarktinformationen, die aufgrund von aktienrechtlichen Publikationspflichten weitestgehend öffentlich verfügbar sind. Demgegenüber liegt der Vorteil von jahresabschlussbezogenen Studien darin, dass auch nicht börsennotierte Unternehmungen analysiert werden können. Die Struktur der gesammelten Daten lässt jedoch nur eine ex-post Betrachtung zu, da diese auf den Jahresabschlüssen der untersuchten Unternehmen basieren. Neben den quantitativen Forschungsmethoden beschreibt der qualitative Forschungsansatz die Performance-Messung anhand von Befragungen. Im Rahmen von Fragebögen und/oder Interviews werden Daten generiert, die jedoch im Großen und Ganzen von den subjektiven Erfolgseinschätzungen der befragten Unternehmensvertreter abhängen.⁴¹⁷ Basierend auf diesen Ansätzen lassen sich eine Reihe von Erfolgskriterien unterscheiden, die auf die genannten Untersuchungsformen zurückgreifen (Abbildung 18).

⁴¹⁶ Dies können Fallstudien, Case-Studies oder Textanalysen sein.

⁴¹⁷ Neben den genannten Untersuchungsformen sind noch die ereignisorientierten Studien zu erwähnen, die den Erfolg anhand der Verweildauer der akquirierten Einheit bei der Muttergesellschaft beurteilen bzw. die Desinvestitionsquote betrachten, d.h. den prozentualen Anteil der innerhalb des Betrachtungszeitraums weiterveräußerten Akquisition. Vgl. hierzu *Porter* (1987) sowie zur Veranschaulichung der dichotomen Ergebnisse und Veräußerungsanlässe dieser Messmethode *Ravenscraft/ Scherer* (1987b) und *Kaplan/ Weisbach* (1992). Daher lässt diese Messmethode keinerlei Rückschlüsse auf die Höhe der realisierten Wertschöpfung, also den Grad des Erfolgs oder Misserfolgs einer Transaktion, zu.

Primär verwendete Erfolgskriterien	Untersuchungsmethode
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Börsenkursentwicklung ▶ AR / CAR ▶ Systematisches Risiko (Beta) ▶ RSH 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Kapitalmarktorientierte Studien
<ul style="list-style-type: none"> ▶ ROA ▶ ROI ▶ ROCE 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Jahresabschlussorientierte Studien
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Desinvestitionsquote / Verweildauer des Targets bei der Muttergesellschaft ▶ Fluktuationsrate von Führungskräften des Zielobjekts 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ereignisorientierte Studien
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Subjektive Eindrücke von Führungskräften und Mitarbeitern ▶ Subjektive Eindrücke von unternehmensexternen Beobachtern (u.a. Analysten, Berater, Wissenschaftler) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Befragungen

Abb. 18: Idealtypen empirischer Untersuchungen zum Akquisitionserfolg und darin verwendeter Erfolgskriterien.

(Quelle: in Anlehnung an Schäfer (2001), S. 82.)

Die jeweilige Forschungsmethode ist für die Interpretation der Ergebnisse von zentraler Bedeutung, da der verwendete Forschungsansatz Auswirkung auf die Ergebnisse hat und Ursache für unterschiedliche oder inkonsistente Befunde sein kann. Die spezifische Anwendung der einzelnen Methoden und inwiefern die jeweilige Vorgehensweise der Performance-Messung als ein Element der Erfolgsbeurteilung dienen kann sowie zu welchen Erkenntnissen bereits durchgeführte Studien gekommen sind, wird in den folgenden Abschnitten erörtert.

4.3.1 Kapitalmarktorientierte Performance-Forschung

Bei der kapitalmarktorientierten Performance-Messung für den Erfolg von M&A wird die Entwicklung börsennotierter Unternehmen auf Basis von Kapitalmarktdaten betrachtet. Aufgrund dieser wird versucht die Performance anhand der Reaktionen des Aktienkurses auf die Ankündigung der Transaktion zu untersuchen. Grundlage dieses Messkonzeptes ist die Annahme vollkommener Informationen auf den Kapitalmärkten, bei der alle verfügbaren Informationen unmittelbar in die Aktienkurse einfließen. Durch diese Annahme wird unterstellt, dass sich die Auswirkungen einer Transaktion unverzüglich nach bekannt werden im Preis einer Aktie widerspiegelt.⁴¹⁸ Damit M&A-Aktivitäten durch die kapitalmarktorientierten Messmethoden analysiert werden können, müssen die relevanten Transaktionen von börsennotierten Unternehmen durchgeführt werden. Die dafür notwendigen Daten sind aufgrund von Publizitätspflichten, im Gegensatz zu privat-gehaltenen Unterneh-

⁴¹⁸ Vgl. Fama et al. (1969), S. 2.

men, weitestgehend öffentlich verfügbar.⁴¹⁹ Untersuchungsgegenstand ist hierbei die Kapitalmarktreaktion auf die angekündigte M&A-Transaktion.⁴²⁰

4.3.1.1 Event-Study Studien

Üblicherweise werden Bewegungen auf den Kapitalmärkten als Reaktion auf eine unternehmensspezifische Information anhand abnormaler Renditen gemessen. Bei Abweichung von der erwarteten Aktienrendite wird der Erfolg aus Sicht der gegenwärtigen Anteilseigner gemessen, Gegenstand der Untersuchung ist die Veränderung des Aktienpreises, repräsentiert durch Kursgewinne oder Verluste, und die Wertsteigerung der Anteilseigner verkörpern.⁴²¹ Die Festlegung des Untersuchungszeitraums spielt hierbei eine wesentliche Rolle, da die unilaterale Betrachtung der Aktienrendite hinsichtlich der Bekanntgabe der M&A-Transaktion nicht ausreichend ist. Hierzu ist ein angemessener Zeitraum zu wählen, da unter anderem transaktionsunabhängige Ereignisse das Ergebnis verzerren können.⁴²² Üblicherweise wird der Untersuchungszeitraum nicht auf einen bestimmten Zeitpunkt beschränkt, sondern auf eine individuell festgelegte Periode vor und nach der Transaktion ausgedehnt. Wählt man einen zu kleinen Zeitintervall, können nicht alle Reaktionen auf das Ereignis in der Analyse berücksichtigt werden. Eine Untersuchung innerhalb eines größeren Zeitfensters kann jedoch dazu führen, dass die Transaktion nicht mehr isoliert betrachtet werden kann und durch transaktionsunabhängige Abweichungen verzerrt wird. Demzufolge spielt eine ausgewogene Wahl des zeitlichen Rahmens bei dieser Methode eine wesentliche Rolle.⁴²³ Ereignisstudien sind ein seit langem etablierter Forschungsansatz, ihre theoretischen Grundlagen wurden erstmalig von *Fama et al.* (1969) analysiert und durch Abhandlungen von *Brown/Warner* (1980) sowie *Dodd/Warner* (1983) intensiviert.

Bei der Bestimmung der abnormalen Renditen im Zusammenhang mit Ereignisstudien, erfolgt zunächst die Berechnung der normalen sowie der erwarteten Rendite. Hierbei werden in der Regel Durchschnitts- und unbeeinflusste Vergangenheitswerte verwendet. Zur endgültigen Messung der abnormalen Rendite wird die Differenz zwischen der tatsächlich gemessenen und der erwarteten Rendite gebildet, die als Kursreaktion auf die Ankündigung der M&A-Transaktion eingestuft wird.⁴²⁴ Bei der Bestimmung der abnormalen Rendite AR_{it} der Aktie i zum Zeitpunkt t wird die erwartete Rendite $E(R_{it})$ von der tatsächlichen beobachteten Aktienrendite R_{it} sub-

⁴¹⁹ Zu nennen sind hier allgemeine Presseinformationen, aber auch Datenbanken wie Bloomberg, Datastream, Compustat oder FactSet Mergerstat Review.

⁴²⁰ Vgl. *Bühner* (1990b), S. 6.

⁴²¹ Vgl. *Fama et al.* (1969).

⁴²² Vgl. *Cording et al.* (2010), S. 15.

⁴²³ Es wird ebenfalls angenommen, dass bereits vor der Bekanntgabe der Transaktion Informationen an die Marktteilnehmer gelangt sind und so eine Informationsdiffusion stattgefunden hat, vgl. auch *Bühner* (1990b), S. 6.

⁴²⁴ Vgl. *Weston et al.* (1998), S. 93ff.

trahiert

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

4.3.1.2 Modelle zur Bestimmung der abnormalen Rendite

Die Berechnung der erwarteten Rendite kann mithilfe verschiedener Modelle erfolgen, die wie folgt kategorisiert werden können:

- ▶ Marktmodelle⁴²⁵
- ▶ CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁴²⁶
- ▶ Bereinigte Modelle⁴²⁷

Im Folgenden wird das im Zusammenhang mit M&A-Studien mehrfach verwendete Marktmodell erläutert. Das auf den Annahmen von *Sharpe* (1963) beruhende Konzept wird als das einfache Marktmodell beschrieben. Basis ist die Annahme einer Linearkombination zwischen der Aktienrendite R_{it} und der Marktrendite R_M .⁴²⁸ Dabei wird die Rendite R_{it} einer Aktie i in eine systematische und eine unsystematische Rendite unterteilt. Die systematische Rendite bezieht sich auf die Risiken, denen alle Unternehmen am Finanzmarkt unterliegen, während die unsystematische Rendite unternehmensspezifisch ist.⁴²⁹

Mittels einer Regressionsanalyse werden Schätzungen über die zukünftige Entwicklung der Renditen errechnet, die auf historischen Renditedaten - vor Ankündigung der Transaktion - basieren. Daher lautet die Regressionsgleichung für die Rendite R einer Aktie i zum Zeitpunkt t :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

⁴²⁵ Vgl. *Bühner* (1990b), S. 9ff.

⁴²⁶ Das CAPM beschreibt eine Erweiterung des Marktmodells um die risikofreie Rendite. Zusätzliche Erweiterungen stellen industriebereinigte und logarithmierte Modelle dar. Vgl. hierzu *Bühner* (1990a), S. 14f.

⁴²⁷ Bei dieser Methode wird die tatsächlich gemessene Rendite mit der durchschnitts-, portfolio- oder marktbereinigten Rendite verglichen.

⁴²⁸ Vgl. *Sharpe* (1963), S. 277-293.

⁴²⁹ Die unsystematische Rendite lässt sich in zwei weitere Komponenten unterteilen: die normale und abnormale Rendite. Die normale Rendite wird durch die gewöhnliche Geschäftstätigkeit eines Unternehmens erzielt. Die abnormale Rendite hingegen wird durch besondere Ereignisse, wie z.B. eine Übernahme, die für gewöhnlich nicht zum Tagesgeschäft eines Unternehmens zählen, erwirtschaftet.

R_{it}	ist die erwartete Rendite in Form der Performance der Aktie i zum Zeitpunkt t
α_i	ist eine Konstante, die die erwartete unsystematische Rendite beschreibt, die aus der allgemeinen Geschäftstätigkeit hervorgeht
$\beta_i \cdot R_{Mt}$	stellt die systematische Rendite dar. Sie besteht aus dem systematischen Risiko β der Aktie i und der Marktrendite R_M zum Zeitpunkt t
ε_{it}	erklärt die Residualgröße

Als Folge lautet das geschätzte Modell:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt} \quad (3)$$

In einem weiteren Schritt werden die geschätzten Werte zur Bestimmung der abnormalen Rendite einer Aktie i herangezogen.⁴³⁰

$$AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} \quad (4)$$

Zur endgültigen Berechnung der abnormalen Rendite wird die tatsächliche Rendite R_{it} in Form der Performance einer Aktie i für die Zeitpunkte im Beobachtungszeitraum ermittelt. Die Parameter α_i und β_i werden mithilfe der linearen Regression geschätzt, die auf historischen Daten aus der Vergangenheit beruhen.⁴³¹ Erneut spielt die Auswahl des Untersuchungszeitraums eine wesentliche Rolle, da nur auf Basis eines sinnvollen Referenzwertes die abnormale Rendite adäquat verglichen werden kann. Zur Bestimmung der kumulierten abnormalen Rendite (CAR) werden die einzelnen abnormalen Renditen innerhalb des betrachteten Untersuchungszeitraumes aufsummiert.⁴³²

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it} \quad (5)$$

Um im nächsten Schritt die Resultate bewerten zu können, wird die Aussagekraft der Ergebnisse überprüft. Die statistische Signifikanz wird mit unterschiedlichen Testverfahren kontrolliert, wobei häufig parametrische Testverfahren, wie t-Tests, durchgeführt werden. Dabei wird geprüft, ob die CARs im betrachteten Zeitraum signifikant verschiedenen zum Vergleichszeitraum sind oder das Ergebnis einer Zufallsvariablen symbolisieren.⁴³³

⁴³⁰ Vgl. *Brown/ Warner* (1985), S. 7.

⁴³¹ Vgl. *Gerpott* (1993), S. 197ff.

⁴³² Vgl. *Fama* (1970), S. 405.

⁴³³ Vgl. *Bühner* (1990a), S. 39.

Es gibt eine Vielzahl von Modifikationen zu dem beschriebenen Marktmodell, auf die an dieser Stelle nicht näher eingegangen wird. Zu nennen ist beispielsweise das industriebereinigte Marktmodell, bei dem eine industriespezifische Rendite R_i in der Berechnung berücksichtigt wird.⁴³⁴ Alternativ zu den aufgeführten Berechnungsformen mit relativen Renditen, können zur einfacheren Handhabung auch logarithmierte Renditen verwendet werden.⁴³⁵

4.3.1.3 Beurteilung des Forschungsansatzes

Ereignisstudien sind eine seit langem anerkannte empirische Forschungsmethode. Ob die Messung der abnormalen Rendite jedoch ein geeignetes Instrumentarium ist, um die langfristige Performance von M&A-Transaktionen zu messen, soll in diesem Abschnitt geklärt werden. Bei diesem Forschungsansatz handelt es sich, wegen der Vorwegnahme der Auswirkungen der Transaktion, um eine ex-ante Betrachtung des M&A-Erfolgs. Im Hinblick auf eine eventuelle Anwendung in Deutschland, werden im Folgenden die Vor- und Nachteile dieser Methode zusammengefasst. Zunächst wird auf die Nachteile eingegangen:

- ▶ Es können ausschließlich Transaktionen von börsennotierten Familienunternehmen in Deutschland in der Untersuchung berücksichtigt werden.
- ▶ Die zukünftige Entwicklung des durch die M&A-Transaktion entstandenen Unternehmens kann mittels der abnormalen Rendite nur indirekt gemessen werden.
- ▶ Welcher Wert für eine abnormale Rendite ist für den langfristigen Erfolg von M&A-Transaktionen bei Familienunternehmen anzusetzen? Verwendet man abnormale Renditen historischer M&A-Transaktionen als Vergleichsmaßstab?
- ▶ Nach *Fama/ French* (1992) gibt es keinen signifikanten Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko einer Aktie i und dem der Aktienrendite R_i .
- ▶ Darüber hinaus spielt die Auswahl des Untersuchungszeitraums, der zur Bestimmung der abnormalen Rendite herangezogen wird, eine wesentliche Rolle. Der exakte Zeitpunkt der Informationsdiffusion kann nicht mit Sicherheit bestimmt werden.

Die obige Erörterung zeigt, dass der Forschungsansatz mittels Ereignisstudien, d.h. die Messung der abnormalen Rendite, eine Vielzahl von Problemen aufwirft. Daher ist fraglich, ob die langfristige Entwicklung von M&A-Transaktionen bei privatgehaltenen Familienunternehmen adäquat durch diese Forschungsmethode zu untersuchen ist. Den genannten Nachteilen stehen folgende Vorteile gegenüber:

- ▶ Diese Methode orientiert sich an der zukünftigen Performance eines Unternehmens, mit der Erwartungen an die Entwicklung des nun erweiterten Un-

⁴³⁴ Vgl. *Halpern* (1973), S. 554-575.

⁴³⁵ Vgl. *Fama et al.* (1969), S. 4.

ternehmens gemessen werden können. Die Erwartungen basieren zumeist auf Analysten- bzw. Markteinschätzungen, die für die Bewertung der M&A-Aktivität unabdingbar sind und als relativ objektive Parameter einzuschätzen sind.

- Ereignisstudien sind ein vielfältig anwendbarer Forschungsansatz, mit dem nicht nur abnormale Renditen gemessen, sondern auch weitere Problemstellungen analysiert werden können. Unter anderem kann man die langfristige Entwicklung von Management-Buyouts⁴³⁶ oder die differenzierte Entwicklung von M&A-Transaktionen aus verschiedenen Aktionärsperspektiven untersuchen.⁴³⁷

Aus den genannten Gründen ist der kapitalmarktorientierte Forschungsansatz zur Messung der allgemeinen Performance von M&A-Aktivitäten unter der Annahme der Effizienzmarkthypothese als qualifiziert anzusehen. Trotzdem ist fraglich, ob aus der allgemeinen Existenz abnormaler Renditen auf eine langfristig erfolgreiche M&A-Transaktion zu schließen ist. Ebenfalls fragwürdig ist, ob dieser Ansatz für Deutschland, bedingt durch den heterogenen Charakter von Familienunternehmen, überhaupt repräsentativ ist. Im Vergleich zu angelsächsischen Ländern sind mittelständische FU nur in den seltensten Fällen börsennotiert und wenn doch, dann befindet sich die Mehrheit des Aktienkapitals in den Händen der Eigentümer und eine angemessene Publizität wie Fungibilität ist nur selten gewährleistet.

4.3.1.4 Ergebnisse kapitalmarktorientierter Studien

Zur Verdeutlichung der Relevanz von M&A und gleichzeitig dieser Forschungsmethode, sollen im folgenden Abschnitt exemplarisch Ergebnisse zentraler Studien vorgestellt werden. Die überwiegende Mehrheit der kapitalmarktbezogenen Studien stammt aus den USA und ist die am häufigsten angewendete Methode zur Erfolgsmessung in der Akquisitionsliteratur, basierend auf der Analyse einer zumeist großzahligen Anzahl von Unternehmenszusammenschlüssen, Fusionen oder Joint Ventures.⁴³⁸ Beurteilungen über Einzelfälle, wie z.B. im Rahmen von Fallstudien, können nicht vorgenommen werden, stattdessen werden Aussagen über den durchschnittlichen Erfolg einer spezifischen Auswahl von Transaktionen getroffen. Vergleichsweise einfach sind diese dann anhand der späteren Erfolgswirkungen einer Transaktion zu bewerten. Mithilfe der Höhe der kumulierten, abnormalen Rendite lässt sich somit unmittelbar die Reaktion des Kapitalmarktes auf die Transaktionsankündigung bestimmen, während mittelbar nur die langfristig zu erwartende Unternehmensperformance ermittelt werden kann.

⁴³⁶ Vgl. *Lehn/Poulsen* (1989), *Kitzmann* (2005).

⁴³⁷ Vgl. *Fama/Jensen* (1983a); *Jaskiewicz et al.* (2005).

⁴³⁸ Vgl. u.a. *Agrawal et al.* (1992); *Andrade et al.* (2001); *Sudarsanam/Mahate* (2003) und *Uhlenbruck et al.* (2006).

Nachfolgend werden Ergebnisse kapitalmarktorientierter Erfolgsmessungen vorgestellt, aufgeteilt nach ihrem geographischen Fokus sowie nach der jeweiligen Performance-Metrik, da bei dieser Methode sowohl die kurzfristige als auch die langfristige Performance-Messung möglich ist.⁴³⁹ Die Systematisierung der kapitalmarktorientierten Studien orientiert sich an den zentralen Elementen dieses Forschungsansatzes.

Die häufigste Performance-Metrik innerhalb der kapitalmarktbezogenen Erhebungen nehmen die Event-Studien ein, die ausschließlich einen kurzfristigen Zeithorizont betrachten.⁴⁴⁰ Sie betrachten die Reaktion des Kapitalmarktes auf die Ankündigung einer bevorstehenden Übernahme und analysieren i.d.R. eine kurze Periode vor und nach dem Ankündigungszeitpunkt.⁴⁴¹ Diese Methode beruht auf einem Beitrag von *Fama et al.* und baut auf der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes auf, der in der Lage ist, neue Informationen umgehend zu verarbeiten und in aktuellen Aktienpreisen widerzuspiegeln.⁴⁴² Im Zuge der Akquisitionsliteratur wird den Marktteilnehmern demnach unterstellt, dass sie in ihren Erwartungen die Auswirkungen einer Akquisition auf die zukünftigen Zahlungsströme eines Unternehmens entsprechend anpassen.⁴⁴³

Im Unterschied zu den Event-Study Studien, die nicht die eigentliche Erfolgswirkung einer Akquisition bestimmen, sondern nur die Erwartungshaltung des Kapitalmarktes widerspiegeln, versuchen andere Kapitalmarktuntersuchungen die tatsächlich durch eine Akquisition hervorgerufene langfristige Performanceänderung zu ermitteln.⁴⁴⁴ Als Gradmesser des Erfolgs einer Transaktion wird bei dieser Messmethode vorwiegend die Entwicklung des Aktienkurses herangezogen.⁴⁴⁵ Gleichzeitig untersuchen andere Studien die Auswirkungen von Akquisitionen auf Käufer- und Verkäuferaktionäre und analysieren die Gesamttrendite der Aktionäre.⁴⁴⁶ Neben der Gesamttrendite liegt ein weiterer Forschungsschwerpunkt auf dem systematischen Risiko der beteiligten Unternehmen, beispielsweise hinsichtlich verbundener und

⁴³⁹ Einen ausführlicheren Überblick über kapitalmarktorientierte Studien bieten *Ravenscraft/Scherer* (1987b); *Mueller* (1997); *Bruner* (2002) sowie *Sudarsanam* (2003).

⁴⁴⁰ Vgl. hierzu Abbildung 7. In der Zusammenfassung der betrachteten Untersuchungen werden diese kurzfristigen Studien in der Rubrik Performance-Metrik mit STMPeRF und langfristige Studien mit LTMPeRF bezeichnet.

⁴⁴¹ Die Mehrzahl der Studien analysiert einen Zeitraum von null bis zehn Tagen vor und nach dem Ankündigungstermin.

⁴⁴² Vgl. *Fama et al.* (1969) zitiert nach *Agrawal et al.* (1992), S. 1607.

⁴⁴³ Vgl. *Halpern* (1983), S. 298f; *Datta/Puia* (1995), S. 345. Der vollkommene Kapitalmarkt, auch als vollkommene Markteffizienz bezeichnet, kann eine *halbstarke*, bei der die Marktpreise sämtliche historischen und öffentlich verfügbaren Informationen widerspiegeln, und eine *starke* Form annehmen, bei der alle Informationen - hierbei gibt es keine Informationsasymmetrien - in den Marktpreisen enthalten sind. Vgl. hierzu ausführlich *Fama* (1970); *Fama* (1991).

⁴⁴⁴ In der Zusammenfassung der betrachteten Untersuchungen werden diese langfristigen Studien in der Rubrik Performance-Metrik mit LTMPeRF und kurzfristige Studien mit STMPeRF bezeichnet.

⁴⁴⁵ Vgl. *Dodd/Ruback* (1977); *Asquith et al.* (1983); *Agrawal et al.* (1992).

⁴⁴⁶ Vgl. *Halpern* (1973); *Datta/Puia* (1995); *Houston et al.* (2001).

unverbundener Akquisitionen.⁴⁴⁷

Unabhängig vom untersuchten Erfolgskriterium analysieren kapitalmarktbezogene Studien mehrheitlich den Einfluss von strukturellen oder transaktionstechnischen Indikatoren auf den Erfolg einer Akquisition. Der Einfluss von Faktoren, die die Integrationsphase betreffen, rückt jedoch zunehmend in den Vordergrund.⁴⁴⁸ Neben der grundsätzlichen Frage nach der Vorteilhaftigkeit von Akquisitionen, ob ein Mehrwert für die Aktionäre der beteiligten Unternehmen geschaffen wird, zählt die Verteilung des Ankündigungseffektes zwischen den Aktionären der beteiligten Unternehmen zu den wichtigsten Fragestellungen kapitalmarktorientierter Studien.⁴⁴⁹ Zudem untersuchen weitere Studien den Einfluss von verbundenen im Vergleich zu unverbundenen Transaktionen auf den Unternehmenswert sowie die Auswirkungen struktureller und dealspezifischer Faktoren auf die Entwicklung des Unternehmenswertes.⁴⁵⁰ Betrachtet man die Ergebnisse ausgewählter Kapitalmarktstudien, fällt zunächst auf, dass die Beantwortung der untersuchten Hypothesen keinesfalls einheitlich ausfällt und den dichotomen Charakter dieser Forschungsmethode unterstreicht. Die Ergebnisse fallen je nach Blickwinkel verschieden aus. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass durch Akquisitionen durchschnittlich eine Wertgenerierung stattfindet, die jedoch größtenteils den Aktionären des Übernahmeobjektes zufließt.⁴⁵¹ Die Aktionäre der erwerbenden Gesellschaft realisieren hingegen keinen oder nur einen geringfügigen Wertzuwachs, in vielen Fällen kommt es durch die Akquisition zu einer Wertvernichtung. Betrachtet man den Wertzuwachs beider Aktionärsgruppen zusammen, ergibt sich ebenfalls ein gemischtes Ergebnis, in den meisten Fällen ist hingegen kein signifikanter Einfluss auf den Unternehmenswert nachweisbar.⁴⁵²

Lassen sich in der historischen Akquisitionsliteratur zahlreiche Studien zur Performance-Wirkung von Großunternehmen identifizieren, sind hingegen nur wenige Studien zum Zusammenschlusserfolg von Familienunternehmen auszumachen. So konnten lediglich vier jüngst erschienene kapitalmarktbezogene Studien ermittelt werden, die sich dem Thema der Performance-Messung von Familienunternehmen bei Akquisitionen widmen. Jeweils zwei Studien dieser Auswahl befassen sich mit nordamerikanischen und europäischen Familienunternehmen, wobei eine Studie ausschließlich deutsche börsennotierte Familienunternehmen betrachtet. Die beiden nordamerikanischen Untersuchungen beschäftigen sich unter Be-

⁴⁴⁷ Vgl. *Chatterjee/Lubatkin* (1990); *Seth* (1990a); *Lubatkin et al.* (1997).

⁴⁴⁸ Vgl. u.a. *Higson/Elliott* (1998); *Zollo/Singh* (2004) und *Kengelbach et al.* (2012).

⁴⁴⁹ Vgl. *Basu et al.* (2009); *Engelskirchen* (2007) und *Uhlenbruck et al.* (2006).

⁴⁵⁰ Vgl. *Seth* (1990b); *Chatterjee et al.* (1992) sowie *Houston et al.* (2001) und *Lorenz* (2006) für Bankfusionen wie auch *Settnik* (2006) bei Übernahmen in der Versicherungsbranche.

⁴⁵¹ Siehe Tabelle 7.

⁴⁵² Vgl. hierzu auch die Metaanalyse von *King et al.* (2004), die die Ergebnisse von insgesamt 93 empirischen Studien zum Erfolg von M&A-Transaktionen auswerten und zu dem Resultat kommen, dass vor allem die Aktionäre bzw. Eigentümer der übernommenen Betriebe von der Übernahme profitieren.

rücksichtigung des Ankündigungseffekts mit der Wertentwicklung von Familienunternehmen aus Sicht der Anteilseigner. Mit einem Datensatz von 238 Unternehmen, die in der Zeit von 1998-2000 eine Akquisition durchgeführt haben, analysieren *Ben-Amar/ André* (2006) für 106 kanadische Familienunternehmen die Beziehung zwischen Anteilseignerstruktur und Unternehmensperformance im Hinblick auf die individuelle Eigentumskonzentration bei gleichzeitiger Trennung von Eigentums- und Kontrollrechten.⁴⁵³ Bei einem Untersuchungsfenster von [-1;+1] Tagen stellen sie fest, dass Familienunternehmen höhere kumulierte, abnormale Renditen realisieren als Nicht-Familienunternehmen. Darüber hinaus sehen sie hinsichtlich der Wertentwicklung zwar keinen negativen Zusammenhang zwischen der Trennung von Eigentum und Kontrolle, aber eine nicht-monotone Beziehung zwischen der Höhe der Eigentumsanteile und der CARs des übernehmenden Unternehmens. Der Mehrheitsbesitz von Cashflow-Rechten hat bei Veröffentlichung der Übernahmeabsicht einen negativen Einfluss auf die abnormale Rendite. Dies ist konsistent mit der Hypothese, dass Großaktionäre bei steigender Kapital- und Vermögensbeteiligung risikoaverse Akquisitionen präferieren.⁴⁵⁴

Basu et al. (2009) diskutieren bei Fusionen neu gelisteter Familienunternehmen den Zusammenhang zwischen Kontrollfunktion der Familien und der Wertveränderung für die Aktionäre des Familienunternehmens.⁴⁵⁵ Die Untersuchung zeigt anhand von 35 Familienunternehmen, dass Gründerfamilien mit einer geringen Eigenkapitalbeteiligung zu wertmindernden Akquisitionen neigen und bevorzugt liquide Mittel als Zahlungsform wählen. Im Gegensatz dazu steigern Familien mit einer hohen Kapitalbeteiligung den Unternehmenswert bei solchen Transaktionen. Ungeachtet dessen generieren Familienunternehmen mit geringer Kapitalbeteiligung bei Akquisitionen insgesamt eine höhere Wertschöpfung als Nicht-Familienunternehmen. In einem Zeitfenster von [0;+2] Tagen um das Ereignis, erwirtschaften die Familienunternehmen CARs von 1.1% und Nicht-Familienunternehmen eine Rendite von (-1.3)%. Beide Studien kommen zu dem Ergebnis, dass bei Akquisitionen die verbliebenen Shareholder Familieneinfluss nicht als nachteilig empfinden. Familienaktionäre erwecken demnach nicht den Eindruck, dass diese ihren Einfluss für private Interessen nutzen, was letztendlich zu Lasten der Minderheitsaktionäre gehen würde.

Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo (2010) untersuchen bei 39 europäischen Familienunternehmen und einer Gesamtstichprobe von insgesamt 124 börsennotierten Firmen für den Zeitraum von 2002-04 die käuferseitige abnormale Rendite von Akquisitionen unter verschiedenen rechtlichen Rahmenbedingungen.⁴⁵⁶ Die Ergebnisse belegen, dass Familienunternehmen unter Berücksichtigung des Ankündigungseffekts einen signifikant positiven Einfluss auf die Aktienentwicklung der übernehmenden Unternehmen besitzen. Für den Zeitraum von [-2;+2] Tagen um das Ereignis konnte für Familienunternehmen eine durchschnittliche kumulierte abnormale

⁴⁵³ Vgl. *Ben-Amar/ André* (2006).

⁴⁵⁴ Vgl. hierzu auch *Ng* (2005).

⁴⁵⁵ Vgl. *Basu et al.* (2009).

⁴⁵⁶ Vgl. *Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo* (2010).

Rendite (CAR) von 2.2% festgestellt werden, für die gesamte Stichprobe konnte hingegen nur eine Rendite von knapp 1% ermittelt werden. Eine negative Entwicklung ergibt sich, wenn der Aktienbesitz der Familie insgesamt eine Grenze von 32% übersteigt, da Anreize zur Blockadehaltung auftreten könnten.⁴⁵⁷ Die Ergebnisse von *Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo* unterstützen ebenfalls die These, dass schwächere rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen im Land des Zielunternehmens eine positive Rendite des übernehmenden Unternehmens begünstigen. Die Ergebnisse von *Ben-Amar/ André* für Kanada sowie von *Basu et al.* für die USA sind mit diesen Resultaten weitestgehend konsistent.⁴⁵⁸

Mit *Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo* vergleichbar ist die kapitalmarktbezogene Untersuchung von *Engelskirchen* (2007), der eine komparative Analyse zur finanziellen M&A-Performance von deutschen Unternehmen durchführt. *Engelskirchen* untersucht 98 Familienunternehmen und deren Transaktionen in dem Zeitraum von 1994-2004.⁴⁵⁹ Abhängig vom Familieneinfluss identifiziert er abnormale, kumulierte Rendite von bis zu 2.2% für die gesamte Stichprobe. Für das Ereignisfenster von [-1;+2] Tagen um die M&A-Ankündigung (ATO) wird ein positiver Zusammenhang zwischen Familieneinfluss und signifikant positiven abnormalen Renditen unterstellt. Für den Zeitpunkt bei Abschluss der Transaktion (ATC), an dem sämtliche Kontroll- und Leitungsrechte übertragen worden sind, konnten weder für die gesamte Stichprobe, die Gruppe der herkömmlichen Unternehmen noch für Familienunternehmen positive kumulierte abnormale Renditen ermittelt werden.⁴⁶⁰

Die Ergebnisse der Studien belegen, dass unterschiedliche Ausgangssituationen für die Performance-Messung von Akquisitionen sowohl bei Familienunternehmen als auch bei Nicht-Familienunternehmen gewählt werden können. Ergibt sich bei Nicht-Familienunternehmen ein uneinheitliches Ergebnis hinsichtlich der Performance-Wirkung von Akquisitionen, kann bei Familienunternehmen von einer eindeutig positiven Wirkung im Hinblick auf die Performance-Wirkung bei kapitalmarktorientierten Studien gesprochen werden.

⁴⁵⁷ Zum Verhalten von Groß- bzw. Blockaktionären in Verbindung mit dem „Entrenchment Effect“ vgl. *Claessens et al.* (2002); *Levie/ Lerner* (2009).

⁴⁵⁸ Vgl. *Ben-Amar/ André* (2006); *Basu et al.* (2009).

⁴⁵⁹ Vgl. *Engelskirchen* (2007).

⁴⁶⁰ Vgl. *Asquith et al.* (1983); *Bruner* (2002).

Tabelle 7: Ergebnisse ausgewerteter kapitalmarktorientierter Performance-Studien
(Quelle: Eigene Auswertung)

Autor	Jahr	Untersuchungs- horizont	Anzahl der Unternehmen	Geographischer Fokus	Bezug zu Familien- unternehmen	Performance- Metrik	Ereignisfreie Zeit	Untersuchungs- intervall	CAR (COMBINED)	CAR (ACQUIRERS)	CAR (TARGETS)	Untersuchungs- methodik	Ergebnis
Agrawal/ Jaffe/ Mandelker	1992	1955-87	765	USA	n	LTMPerf		[0, +1250] Tage	n/a	-10,00%**	n/a	KPM	Negativ
Amihud et al.	1990	1981-83	120	USA	n	STMPerf	n/a	[-1; 0] Tage	+0,06%	n/a	n/a	KPM	Gemischt
Andrade/ Mitchell/ Stafford	2001	1973-98	3688	USA	n	STMPerf	n/a	[-1; +1] Tage	+1,8%**	-0,7%	+16,0%**	KPM	Negativ
Asquith	1983	1962-76	196	USA	n	LTMPerf	n/a	[0, +240] Tage		-7,20%**		KPM	Negativ
Asquith	1983	1962-76	196	USA	n	STMPerf	n/a	[-1,0] Tage	n/a	+0,20%	n/a	KPM	Positiv
Asquith/ Bruner/ Mullins	1987	1973-83	343	USA	n	STMPerf	n/a	[-1,0] Tage	n/a	-0,85%**	n/a	KPM	Negativ
Böhmer	1998	1984-95	127	D	n	STMPerf	n/a	[-1; +1] Tage	n/a	+0,22%	n/a	KPM	Gemischt
Bradley/ Desai/ Kim	1988	1963-84	236	USA	n	STMPerf	n/a	[-5; +5] Tage	n/a	n/a	+31,8%**	KPM	Gemischt
Brown/ Ryngaert	1991	1981-86	40	USA	n	STMPerf	n/a	[-1; 0] Tage	n/a	-2,55%	n/a	KPM	Negativ
Bühner	1990	1973-85	90	D	n	AccPerf	n/a	[-2; +2] Jahre	-6,7%	-9,4%	+27,1%	KPM	Negativ
Bühner	1991	1973-87	39	D	n	STMPerf	n/a	[-1; +1] Tage	n/a	-1,57%	n/a	KPM	Negativ
Conn et al.	2005	1984-98	131	UK	n	LTMPerf		[0; +36] Monate		-19,78%		KPM	Negativ
Datta/ Puia	1995	1978-90	112	USA	n	STMPerf	n/a	[-15; 15] Tage	-0,42%** - 2,54%**	-1,39%	n/a	KPM	Negativ
DeLong	2001	1988-95	280	USA	n	STMPerf	n/a	[-10; +1] Tage	+0,04%	-1,68%	+16,6%**	KPM	Negativ
DeLong	2003	1991-95	54	USA	n	STMPerf	n/a	[-10; +1] Tage	+0,85	-2,51%**	+14,7%	KPM	Negativ
Dodd	1980	1970-77	151	USA	n	STMPerf	n/a	[-40; +40] Tage		-0,23%		KPM	Negativ
Dodd/ Ruback	1977	1958-78	124	USA	n	STMPerf	n/a	[0; 0] Tage	n/a	+2,83%**	n/a	KPM	Positiv
Dörr	2000	1990-96	30	D	n	LTMPerf			+1,83% - 2,66%			KPM	Positiv
Eckbo	1983	1963-78	102	USA	n	STMPerf	n/a	[-1,0] Tage	n/a	+0,07%	n/a	KPM	Gemischt
Franks/ Harris	1989	1955-85	1058	UK	n	LTMPerf	n/a	[0; +24] Monate	n/a	+4,5%		KPM	Gemischt
Franks/ Harris	1989	1955-85	58	UK	n	STMPerf	n/a	[-4; +1] Monate	n/a	+2,4%	+25,8%	KPM	Gemischt
Gerke/ Garz/ Oerke	1995	1987-92	105	D	n	STMPerf	n/a	[-1; +1] Tage	n/a	-0,06%	n/a	KPM	Gemischt
Grandjean	1991	1973-87	92	D	n	STMPerf	n/a	[-1; 0] Tage	n/a	+0,00%	n/a	KPM	Gemischt
Gregory	1997	1955-85	420	UK	n	LTMPerf	n/r	[0; +24] Monate	n/a	-17,73%**	n/a	KPM	Negativ
Gregory/ McCorriston	2005	1984-92	333	USA	n	LTMPerf		[0; +5] Jahre		-9%** bis -27%**		KPM	Negativ
Gupta/ Misra	2004	1980-98	285	USA	n	STMPerf		[-10; +10] Tage		n/a!		KPM	Negativ!

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 7: (Fortsetzung)

Autor	Jahr	Untersuchungs- horizont	Anzahl der Unternehmen	Geographischer Fokus	Bezug zu		Performance- Metrik	Ereignisfreie Zeit	Untersuchungs- intervall	CAR (COMBINED)	CAR (ACQUIRERS)	CAR (TARGETS)	Untersuchungs- methodik	Ergebnis
					Familien- unternehmen	Geographischer Fokus								
Healy/ Palepu/ Ruback	1992	1979-84	50	USA	n	LTMPerf	n/a	[-5; +5] Jahre	+9.1%**	-2.2%	+45.6%**	KPM	Negativ	
Higson/ Elliot	1998	1975-90	1660	UK	n	LTMPerf		[0; +36] Monate		0.0083		KPM	Positiv	
Higson/ Elliot	1998	1975-90	1660	UK	n	STMPerf		[0; +3] Monate		-1.7%**		KPM	Positiv	
Houston/ James/ Ryngaert	2001	1985-96	64	USA	n	AccPerf		[-4; +1] Tage		-3.47%		KPM	Negativ	
Kaplan/ Weisbach	1992	1971-82	209	USA	n	STMPerf	n/a	[-5; +5] Tage			+26.9%**	KPM	Gemischt	
Langetieg	1978	1929-69	149	USA	n	LTMPerf	n/a	[0; +365] Tage		-6.59%**		KPM	Negativ	
Langetieg	1978	1929-69	149	USA	n	STMPerf	n/a	[-120;0] Tage			+10.6%**	KPM	n/r	
Limmack	1991	1977-86	529	UK	n	LTMPerf	n/a	[0; +24] Monate	n/a	-14.93%**		KPM	Negativ	
Lubatkin et al.	1997	1980-87	93	USA	n	STMPerf	n/a	[-50; +0] Tage	n/a	+0.40%	n/a	KPM	Positiv	
Malatesta	1983	1969-74	121	USA	n	LTMPerf	n/a	[0; +365] Tage		-2.90%		KPM	Negativ	
Malatesta	1983	1969-74	256	USA	n	STMPerf	n/a	[0; 0] Tage	n/a	+0.90%	n/a	KPM	Positiv	
Morck/ Shleifer/ Vishny	1990	1980-87	172	USA	n	STMPerf	n/a	[-1; +1] Tage	n/a	-1.78%	n/a	KPM	Negativ	
Scanlon et al.	1989	1968-85	135	USA	n	STMPerf	n/a	[-20; +20] Tage	-0.70%	n/a	n/a	KPM	Negativ	
Sirower	1994	1979-90	168	USA	n	STMPerf		[-1; +1] Tage	n/a	-2.3%**	n/a	KPM	Negativ	
Sudarsanam et al.	1996	1980-90	429	UK	n	STMPerf	n/a	[-20; 40] Tage	n/a	-4.04%**	29.2%**	KPM	Negativ	
Sudarsanam/ Mahate	2003	1983-95	519	UK	n	LTMPerf		[+1; +750] Tage		-8.71%**	-21.89%**	KPM	Negativ	
Sudarsanam/ Mahate	2003	1983-95	519	UK	n	STMPerf		[-1; +1] Tage		-1.47%**		KPM	Negativ	
Uhlenbruck et al.	2006	1995-2001	798	USA	n	STMPerf	n/a	[0; 0] Tage	+0.93% - 1.12%			KPM	positiv	
Yook	2003	1985-96	199	USA	n	STMPerf	n/a	[-1; 0] Tage	n/a	+0.71%	n/a	KPM	Negativ	
Familienunternehmen														
Basu et al.	2008	1993-2004	103 (59 FU)	USA	y	STMPerf	n/a	[0; +2] Tage		-1,3 % (+1,1%)		KPM	Positiv	
Engelskirchen	2007	1994-2004	98	D	y	STMPerf	n/a	[-1; +2] Tage	n/a	+1,49% - +2,24%	n/a	KPM	Positiv	
Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo	2010	2002-2004	124 (39 FU)	Europe	y	STMPerf		[-20;20] Tage		+0,45% (+2,2%)		KPM	Positiv	

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Die in der M&A-Literatur vorkommenden Erfolgsmessungen variieren entlang verschiedener Dimensionen, die simultan zur Messung der Unternehmensperformance verwendet werden. Hierzu zählen: die Overall Acquisition (OverAqPerf), die Short-Term Financial (STMPerf) sowie die Long-Term Financial Performance (LTMPerf) eines Unternehmens. Neben der Verwendung der kapitalmarktorientierten (KPM) und der jahresabschlussbezogenen Messmethode (JAM) dienen das Eintreten spezifischer Ereignisse sowie subjektive Einschätzungen in Form von Befragungen (FrB), überwiegend durch das Management und/oder Mitarbeitern der betroffenen Unternehmen, als Gradmesser für den Erfolg oder Misserfolg einer Transaktion.

4.3.2 Jahresabschlussorientierte Performance-Forschung

Die Jahresabschlussorientierte Messmethode zur Erfolgskontrolle von M&A-Transaktionen verfolgt im Kern das gleiche Ziel wie die bereits beschriebene kapitalmarktorientierte Messmethode: die quantifizierte Performance-Analyse von Unternehmen, die eine M&A-Transaktion durchgeführt haben. Unterschiede ergeben sich jedoch in den Annahme sowie den Umsetzungsmöglichkeiten im Vergleich zur kapitalmarktorientierten Performance-Messung.

4.3.2.1 Darstellung der Methodik

Bei den jahresabschlussorientierten Untersuchungen wird die Performance von M&A-Aktivitäten mittels Techniken der Bilanzanalyse anhand von Daten des externen Rechnungswesens gemessen. Primär wird auf Daten veröffentlichter Jahresabschlüsse zurückgegriffen (Bilanzdaten, GuV, Kapitalflussrechnung). Die Daten, die sowohl auf Basis absoluter als auch relativer Veränderungen von Kennzahlen beruhen, ermöglichen eine umfassende Erfolgsanalyse der betrachteten Unternehmen.⁴⁶¹ Jahresabschlussorientierte Untersuchungen können in zwei verschiedene Vorgehensweisen klassifiziert werden:⁴⁶²

- ▶ ex ante/ex post Transaktionsvergleiche
- ▶ komparative Objektanalysen

Mittels der veröffentlichten Daten ermöglicht die ex ante/ex post Analyse eine Bewertung der relevanten Kennzahlen vor und nach der Transaktion. Hierbei wird die Unternehmensentwicklung des Unternehmens vor der Transaktion als Referenzwert betrachtet und mit diesem ex post verglichen. Das Ergebnis dieses Vergleichs spiegelt eine positive oder negative Entwicklung wider.⁴⁶³ Bei der als komparative Objektanalyse bezeichneten Methode wird die Performance des Unternehmens anhand einer oder mehrerer Kontrollgruppen verglichen.⁴⁶⁴ Diese bestehen häufig aus verschiedenen Industriezweigen oder Unternehmen derselben Branche. In der betriebswirtschaftlichen Forschung werden aber vielfach mehrere Kontrollgruppen gemeinsam verwendet, um eine auf die spezifischen Erfordernisse des Unternehmens angepasste Vergleichsgruppe zu finden.⁴⁶⁵ Untersuchungsgegenstand ist in beiden Fällen der Vergleich von Kennzahlen, die anhand der zur Verfügung stehenden Daten bestimmt werden. Diese Kennziffern beziehen sich weitestgehend auf die wirtschaftliche Lage der Unternehmung, die zum Beispiel durch Rentabilitätsmaße

⁴⁶¹ Alternative Beschreibung für diese Form der Untersuchung ist die Rentabilitätsanalyse oder die Messung des Transaktionserfolgs anhand von Jahresabschlusszahlen, vgl. *Perridon/ Steiner* (2004), S. 552.

⁴⁶² Vgl. *Bühner* (1990b), S. 85.

⁴⁶³ Vgl. *Cording et al.* (2010), S. 16.

⁴⁶⁴ Vgl. *Kirchner* (1991), S. 92f., zitiert nach *Settnik* (2006), S. 218.

⁴⁶⁵ Diese Kontrollgruppen werden in der Praxis häufig als *Peer-Groups* bezeichnet.

oder andere Messgrößen ausgedrückt wird.

Die Unternehmensentwicklung kann mit der jahresabschlussorientierten Messmethode ausschließlich historisch bestimmt werden.⁴⁶⁶ Für den Vergleich mit einer entsprechenden Kontrollgruppe werden für die Kennzahlen der betrachteten Unternehmen Durchschnitt, Median und Standardabweichung ermittelt. Der durch die berechneten Kennzahlen ermöglichte direkte Vergleich mit ähnlichen Unternehmen, gestattet präzise Aussagen über die Performance der im Datensatz enthaltenen Unternehmen. Auf Basis dieser ermittelten Werte können Äußerungen über eine unter- oder überdurchschnittliche Unternehmensentwicklung gemacht werden. Ob Veränderungen im historischen Vergleich oder im Verhältnis zu einer Kontrollgruppe eine statistische Signifikanz aufweisen, muss anhand verschiedener parametrischer Testverfahren untersucht werden.⁴⁶⁷

Die Festlegung des Untersuchungszeitraums spielt eine wesentliche Rolle in der Analyse. In einigen Studien wird das Geschäftsjahr, in dem die Transaktion stattgefunden hat, von der Betrachtung ausgeschlossen.⁴⁶⁸ In den meisten Fällen kommt es in diesen Jahr zu unverhältnismäßig vielen transaktionsspezifischen Veränderungen im Unternehmen, die Einfluss auf die Aktiv- wie auch auf die Passivseite der Bilanz haben. Zu nennen sind u.a. allgemeine Transaktionskosten oder eine neue Finanzierungsstruktur, die ohne zusätzliche Informationen seitens des Unternehmens nicht zu bereinigen sind und zu einem verfälschten Bild der Unternehmensperformance führen würden.⁴⁶⁹ Der präzise Untersuchungszeitraum, für den die Kennzahlen berechnet werden, hängt mitunter auch von der Verfügbarkeit der Daten und dem Zeitpunkt der Transaktion ab. Je nach Verfügbarkeit werden in der Regel bis zu drei Jahre vor und ein bis drei Jahre nach der Transaktion in die Betrachtung miteinbezogen.⁴⁷⁰

In einem weiteren Schritt müssen die anhand der ex ante/ex post Analyse ermittelten Ergebnisse verifiziert werden. Eine Möglichkeit, die Aussagekraft der Ergebnisse und Interpretationen zu validieren, ist die Anwendung der komparativen Objektanalyse. Zur Bildung einer Kontrollgruppe gibt es jedoch in der Literatur keine einheitliche Meinung.⁴⁷¹ Abhängig vom Fokus der Untersuchung können verschiedene Vergleichskriterien ausgewählt werden. Für eine Vielzahl von Analysen werden vergleichbare Unternehmen aus derselben Branche verwendet, die keine M&A-

⁴⁶⁶ Vgl. *Becker* (2005), S. 77.

⁴⁶⁷ Vgl. *Bühner* (1990a), S. 93.

⁴⁶⁸ Vgl. exemplarisch *Bühner* (1990b); *Zollo/ Singh* (2004); *Haun* (1996) und *Kitzmann* (2005) während *Settnik* (2006) aus Vollständigkeitsgründen das Zusammenschlussjahr in der Analyse weiterhin berücksichtigt. Diese Vorgehensweise wird in der Akquisitionsliteratur jedoch kontrovers diskutiert.

⁴⁶⁹ Vgl. *Bull* (1989), S. 266.

⁴⁷⁰ Vgl. u.a. *Krishnan et al.* (1997); *Andrade et al.* (2001); *Zollo/ Singh* (2004) und *Guest et al.* (2010).

⁴⁷¹ Vgl. *Richter* (2000), S. 284.

Transaktion im Beobachtungszeitraum aufweisen.⁴⁷² Eine weitere Möglichkeit wäre die Verwendung von SIC- oder NACE-Codes, die vielfach in amerikanischen und angelsächsischen Untersuchungen zum Einsatz kommen.⁴⁷³

Eine Herausforderung bei der Analyse der Jahresabschlüsse ist die Vergleichbarkeit der Indikatoren sicherzustellen. Da diese Problematik sowohl innerhalb eines Unternehmens als auch innerhalb einer Kontrollgruppe existiert, sollte zum Zweck der Vergleichbarkeit eine Normalisierung der Jahresabschlüsse, in Form einer Überführung in ein einheitliches und umfassendes Erfassungsschema, vorgenommen werden.⁴⁷⁴ Probleme treten aufgrund der für die Unternehmen zur Verfügung stehenden Wahlrechte bei der Rechnungslegung auf. Speziell wenn nach der Transaktion Bilanzierungsrichtlinien geändert werden, wie beispielsweise bei der Umstellung von HGB auf IFRS-Richtlinien, können Komplikationen bei der Analyse von Jahresabschlüssen auftreten.⁴⁷⁵ Unabhängig davon können die gemessenen Kennzahlen wie folgt klassifiziert werden:⁴⁷⁶

- ▶ Größenmaße
- ▶ Rentabilitätsmaße
- ▶ Relative Maße

Unter Größenmaßen werden absolute Kennzahlen verstanden, wie zum Beispiel Umsatz, EBIT, Gewinn oder auch Mitarbeiterzahlen. Rentabilitätsmaße sind zu meist Verhältniszahlen, die u.a. die Eigen- oder Gesamtkapitalrentabilität betreffen können. Relative Maße sind beispielsweise Vermögens- oder Kapitalumschlagshäufigkeiten.⁴⁷⁷ Aufgrund der unterschiedlichen Berechnungsmöglichkeiten von Kennzahlen gibt es eine Vielzahl von unterschiedlichen Untersuchungsmaßen, die einen spezifischen Ergebnisvergleich der verschiedenen Studien einschränken.⁴⁷⁸ Bühner (1990b) signalisiert in der ersten erschienen wissenschaftlichen Analyse des deutschen Übernahmemarktes bereits frühzeitig, dass es ein konsistentes Leistungsmaß

⁴⁷² Vgl. Bühner (1990b), S.85f.

⁴⁷³ Die *Standard Industrial Classification (SIC)* ist ein produktionsorientiertes Klassifikationschema für unterschiedliche Industriezweige bzw. Branchen in den USA. Beim SIC-Code werden jeder einzelnen Branche zwei- bis vierstellige numerische Codes zugeordnet. Ähnliche Branchen werden in sogenannten Hauptgruppen zusammengefasst. Diese Hauptgruppen werden wiederum zu zehn Divisionen aggregiert. Ersetzt wurde der SIC-Code durch das von den USA, Kanada und Mexiko gemeinsam entwickelte, sechsstellige *North American Industry Classification System (NAICS)*. Geläufiger sind jedoch noch immer SIC-Codes, da sie von einigen Behörden, wie der *United States Securities and Exchange Commission (SEC)*, weiter verwendet werden. Auch deutsche Informationsdienstleister wie z.B. die Creditreform, die Hoppenstaedt Firmendatenbank oder LexisNexis nutzen diese Form der Unternehmenskategorisierung. Alternativ wird in Deutschland häufig die *Klassifikation der Wirtschaftszweige (WZ 2008)* des Statistischen Bundesamtes verwendet.

⁴⁷⁴ Vgl. Baetge et al. (2004), S. 24.

⁴⁷⁵ Vgl. Küting/ Weber (2012), S. 74-80.

⁴⁷⁶ Vgl. u.a. Bamberger (1994), S. 115-116 sowie Baetge et al. (2004), S. 147-149.

⁴⁷⁷ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 5.3.

⁴⁷⁸ Vgl. Bühner (1990b), S. 89.

geben sollte, um die Vergleichbarkeit von Unternehmenszusammenschlüssen zu erhöhen. Dennoch ist die einseitige Betrachtung einzelner Variablen unzureichend, da diese keine umfassende Darstellung über die Performance eines Unternehmens vermitteln können.⁴⁷⁹ Es gilt, die für eine Unternehmensgruppe oder Branche spezifischen Kennzahlen und Wertetreiber zu ermitteln und in ein dafür angemessenes Verhältnis zu bringen.

4.3.2.2 Beurteilung des Forschungsansatzes

Untersuchungen durch die jahresabschlussorientierte Analyse bieten vielfältige Ausgestaltungsmöglichkeiten. Nachfolgend werden die positiven und negativen Aspekte dieses Ansatzes erläutert. Zunächst die nachteiligen Anmerkungen:

- ▶ Ein zentrales Problem ist die Verfügbarkeit der relevanten Daten. Insbesondere für Daten von deutschen Familienunternehmen führt das häufig zu Problemen, da die Daten meist nicht frei verfügbar oder nur sehr schwer zugänglich sind. Während dieses Problem bei börsennotierten Gesellschaften entfällt, muss bei Untersuchungen von nicht börsengehandelten Unternehmen auf alternative Quellen zurückgegriffen werden. Diese können zum Beispiel Investoren, Banken oder die Unternehmen selbst sein, die die entsprechenden Jahresabschlüsse oder die maßgeblichen Informationen zur Datenerhebung zur Verfügung stellen.
- ▶ Die Pflicht der Unternehmen zur Offenlegung ihrer Jahresabschlussunterlagen beim Betreiber des elektronischen Bundesanzeigers besteht erst seit Jahresbeginn 2007.⁴⁸⁰ Darüber hinaus hängen Art und Umfang der zu veröffentlichenden Unterlagen von verschiedenen Größenmerkmalen ab.⁴⁸¹ Somit bestimmen nationale Gesetze oder sonstige Rechnungslegungsvorschriften Art und Umfang der Jahresabschlussunterlagen.
- ▶ Die Validität der Daten spielt ebenfalls eine gewichtige Rolle. Durch die unterschiedliche Auslegung von Bilanzierungsrichtlinien (HGB, IFRS) im externen Rechnungswesen kann die finanzielle Situation, abhängig von den unternehmerischen oder strategischen Zielen, unterschiedlich dargestellt werden.⁴⁸²
- ▶ M&A-Transaktionen führen häufig zu Änderungen in der Bilanzierungspolitik. Durch die neuen Anteilseigner und deren Rechnungslegungsvorschriften ist teilweise ein Übergang von HGB zu IAS notwendig, der die Vergleich-

⁴⁷⁹ Vgl. Kaplan (1983), S. 699.

⁴⁸⁰ Vgl. Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (kurz: EHUG) vom 10.11.2006

⁴⁸¹ Kleine und mittlere Kapitalgesellschaften müssen nur einen verkürzten Jahresabschluss veröffentlichen, vgl. §§ 242ff, 264, 267 HGB sowie die einschlägigen Vorschriften des GmbHG. Zudem sind bestimmte Unternehmen von der Erstellung eines Konzernabschlusses befreit, vgl. §§ 290ff, 293 HGB sowie § 13 PubLG.

⁴⁸² Vgl. u.a. Kirchner (1991), S. 93f.; Gerpott (1993), S. 194-199; Glaum (1996), S. 166-169.

barkeit der errechneten Kennzahlen vor und nach der Transaktion, aufgrund der nicht vorhandenen Bilanzkontinuität, einschränkt.⁴⁸³

- ▶ Ein weiterer methodischer Kritikpunkt betrifft die Auswahl der Kennziffern. Da in der Literatur für die jahresabschlussorientierte Performance-Messung kein einheitlicher Rahmen definiert ist, besteht durch die Auswahl der Kennzahlen sowie deren unterschiedlicher Berechnungsweise ein möglicher Einflussfaktor der Ergebnisse.⁴⁸⁴

Diesen Nachteilen stehen folgende positive Aspekte gegenüber:

- ▶ Der Ansatz der jahresabschlussorientierten Performance-Messung ist der einzige Ansatz, der eine umfangreiche quantitative Analyse von M&A-Transaktionen durch mittelständische deutsche Familienunternehmen derzeit zulässt. Es können sowohl börsennotierte als auch nicht börsennotierte Gesellschaften untersucht und miteinander verglichen werden. Zu den Gründen der Vorteilhaftigkeit dieses Ansatzes für die Beurteilung nicht börsennotierter Unternehmen, vergleiche zudem die Bewertung der kapitalmarkt-orientierten Forschungsmethode.⁴⁸⁵
- ▶ Dieser Forschungsansatz bietet vielfältige Anwendungsmöglichkeiten zur Performance-Messung. Existiert eine qualitativ hochwertige Datenbasis, ist eine Berechnung relevanter Kennzahlen zur Erfolgsanalyse ohne großen Aufwand möglich. Diese Eigenschaft erlaubt dieser Methode, die M&A-Aktivität aus verschiedenen Perspektiven zu analysieren und ein ganzheitliches Bild über die Performance eines Unternehmens zu vermitteln.⁴⁸⁶
- ▶ Die gestiegene Verfügbarkeit von Jahresabschlussunterlagen und die erhöhten Publizitätspflichten durch das EHUG-Gesetz unterstützen eine ausführliche Analyse der M&A-Aktivitäten von Familienunternehmen.⁴⁸⁷
- ▶ Im Unterschied zum kapitalmarktorientierten Forschungsansatz ist die jahresabschlussorientierte Methode in der Lage, die tatsächliche Performance abzubilden. Ungeachtet der unzulänglichen formalen und allgemeingültigen Anforderungen dieser Methode ist eine Interpretation der Ergebnisse stets möglich.⁴⁸⁸

⁴⁸³ Vgl. *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 96.

⁴⁸⁴ Für die Interpretation von Untersuchungsergebnissen ist der jeweilige Forschungsansatz und die damit verbundene Auswahl der Kennzahlen von nennenswerter Bedeutung, da die Verwendung verschiedenster Kennzahlen eine Ursache für inkonsistente Ergebnisse sein kann, vgl. *Meglio/Risberg* (2011).

⁴⁸⁵ Vgl. analog Kap. 4.3.1.3.

⁴⁸⁶ Vgl. *Bühner* (1990a), S. 52ff.

⁴⁸⁷ Vgl. *Verlag Bundesanzeiger* (15.2.2012).

⁴⁸⁸ Vgl. *Baetge et al.* (1988), S. 19ff.

4.3.2.3 Ergebnisse jahresabschlussorientierter Studien

Die im Folgenden vorgestellten empirischen Studien über den Akquisitionserfolg von Unternehmen basieren auf den Daten der eingangs vorgestellten Kennzahlensystemen, die in der Regel aus dem externen Rechnungswesen der beteiligten Unternehmen stammen.⁴⁸⁹ Aus der Analyse jahresabschlussbezogener Studien geht hervor, dass sich die Fragestellungen nur unwesentlich von kapitalmarktorientierten Studien unterscheiden und die Suche nach erfolgskritischen Faktoren im Fokus der Untersuchungen steht.⁴⁹⁰ Obwohl sich jahresabschlussbezogene Studien ebenfalls mit den Erfolgsindikatoren von Akquisitionen beschäftigen und sich diese Form der Untersuchung näher an der Bewertungspraxis durch Investmentbanken und Unternehmensberatungen orientiert, ist diese Analyseform dennoch zahlenmäßig deutlich unterlegen. Auch die Ergebnisse jahresabschlussorientierter Untersuchungen erweisen sich gegenüber kapitalmarktbezogenen Untersuchungen und deren Ergebnissen als weniger aufschlussreich, da diese zumeist auf äußerst spärlichen finanziellen Informationen der Unternehmen beruhen.⁴⁹¹ Diese Aussage wird zum Teil durch die vorliegende Ergebnisübersicht bekräftigt. Folgend werden auszugsweise zentrale Ergebnisse jahresabschlussorientierter Untersuchungen anhand ihres geographischen Fokus und der gemessenen Kennzahlen vorgestellt.

Im Rahmen einer Metaanalyse wertete *Bühner* (1990b) 28 Jahresabschlussuntersuchungen, die in einem Zeitraum von 1922-88 entstanden sind, hinsichtlich ihrer Erfolgskriterien sowie ihrer Performance-Wirkung auf die beteiligten Unternehmen aus.⁴⁹² Diese Studien belegen eine Analogie zur kapitalmarktbezogenen Erfolgsmessung in Bezug auf strukturelle und transaktionsspezifische Kriterien. Hinsichtlich der Erfolgseinschätzung kommt *Bühner* hingegen zu heterogenen Ergebnissen. So zeigen nur 4 der 28 Studien eine Verbesserung der Unternehmenssituation infolge der Akquisition. Demgegenüber zeigen 12 Untersuchungen eine negative Erfolgsentwicklung nach Unternehmenszusammenschlüssen und somit eine Verschlechterung der Situation. Weitere 12 Studien stellen durch die Akquisition weder positive noch negative ausgelöste Erfolgsauswirkungen fest, eine neutrale Erfolgswirkung ist die Folge. Insgesamt haben diese Studien zur Performance-Wirkung von Unternehmenszusammenschlüssen somit eher negative Auswirkungen auf die Jahresabschlüsse der übernehmenden Unternehmen.⁴⁹³ Eine Ursache für diese pessimistische Beurteilung des Akquisitionserfolgs dürfte in den zugrunde gelegten Annahmen der jahresabschlussorientierten Messmethode liegen. Hierbei wird ex post ausschließlich die reale, vergangenheitsbezogene Erfolgsentwicklung analysiert, wohingegen die Mehrzahl der kapitalmarktbezogenen Untersuchungen die Erwartun-

⁴⁸⁹ Daten aus dem externem Rechnungswesen sind: die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Kapitalflussrechnung.

⁴⁹⁰ Vgl. u.a. *Ravenscraft/Scherer* (1989); *Bühner* (1990a); *Ramaswamy* (1997) sowie *Zollo/Singh* (2004).

⁴⁹¹ Vgl. hierzu Kap. 4.3.1.

⁴⁹² Vgl. *Bühner* (1990b), S. 84ff.

⁴⁹³ Vgl. *Bühner* (1990b), S. 89f.

gen bezüglich des zukünftigen Erfolgs berücksichtigen. Ein Hauptgrund des partiellen Erfolgs der kapitalmarktorientierten Studien liegt hingegen in der Messung der positiven Vermögenseffekte der Aktionäre des Zielunternehmens begründet, da diese den überwiegenden Anteil der festgestellten Wertschöpfung einer Übernahme ausmachen.⁴⁹⁴

Eine vergleichsweise große Anzahl von jahresabschlussbezogenen Untersuchungen sind nicht zuletzt aufgrund der beträchtlichen und verfügbaren Datenlage angelsächsischen Ursprungs. Die ersten Untersuchungen zu Unternehmenszusammenschlüssen basierten ausschließlich auf absoluten Größenmaßen, anhand derer eine grundsätzliche Entwicklung der Unternehmen sowie ein Vergleich mit ähnlichen Unternehmen anhand durchschnittlicher, absoluter Branchenwerte möglich war.⁴⁹⁵ Hierbei wurden primär die Höhe des Umsatzes, Anzahl der Mitarbeiter, Vorsteuergewinne sowie die absolute Höhe der Cashflows zur Beurteilung der Unternehmensperformance herangezogen.⁴⁹⁶

Neben den absoluten Kennzahlen ist die Betrachtung von Rentabilitäts- und Effizienz Kennziffern zur Beurteilung der Erfolgswirkung von Akquisitionen eine anerkannte Verfahrensweise. Sie untersuchen die Performance der Unternehmen sowohl auf operativer Ebene als auch im Hinblick auf das gesamte Unternehmen. Dazu werden in der Regel Größen wie die Vorsteuergewinne (EBITDA, EBIT) oder Bilanzkennzahlen (Eigenkapital, Fremdkapital) ins Verhältnis zu einer anderen Bezugsgröße gesetzt.⁴⁹⁷ Dieses Vorgehen bietet, neben dem reinen Unternehmensvergleich auch die Möglichkeit, Firmen unterschiedlicher Größen und Branchen unter dem Aspekt der Wirtschaftlichkeit miteinander zu vergleichen.⁴⁹⁸

Eine der ersten Studien der langfristig orientierten Jahresabschlussuntersuchungen wurde von *Meeks* (1977) unternommen, der von 1964-72 die Unternehmensperformance von 233 englischen übernehmenden Firmen betrachtet. *Meeks* findet heraus, dass im ersten Jahr der Übernahme die Profitabilität zunächst ansteigt, jedoch in den fünf Folgejahren nach dem Unternehmenszusammenschluss deutlich abnimmt.⁴⁹⁹ In einer später veröffentlichten Studie von *Ravenscraft/ Scherer* (1987a) stellen die Autoren einen Vergleich zwischen der Pre-Merger-Profitabilität und den Post-Merger-Ergebnissen des Zielunternehmens an. Für den Zeitraum zwischen 1975-77 analysieren sie die Jahresabschlüsse von 471 Unternehmen unter der Berücksichtigung ihrer branchenspezifischen Zugehörigkeit zwischen 1950-76. Dabei weisen *Ravenscraft/ Scherer* nach, dass die Unternehmen vor der Akquisition über eine hohe Profitabilität verfügen, die Rentabilität der erworbenen Einheiten infol-

⁴⁹⁴ Vgl. hierzu auch Abb. 7 in Kap. 4.3.1.4

⁴⁹⁵ Vgl. u.a. *Dewing* (1921); *National Industrial Conference Board* (1929) sowie *Livermore* (1935).

⁴⁹⁶ Vgl. exemplarisch *Livermore* (1935); *Meeks* (1977); *Bühner* (1990b); *Harrison et al.* (1991); sowie *Zollo/ Singh* (2004) und *Ebneith* (2006) bzgl. der anhaltenden Anomalie zur einheitlichen Berechnung von Kennzahlen.

⁴⁹⁷ Vgl. *Coenenberg* (2005), S. 1080-1101.

⁴⁹⁸ Vgl. *Baetge et al.* (2004), S. 147ff.

⁴⁹⁹ Vgl. *Meeks* (1977).

ge der Akquisition aber gesunken ist. Die einzige Ausnahme, es handelt sich um einen "Merger of Equals".⁵⁰⁰ In einer weiteren umfangreichen Studie untersuchen *Dickerson et al.* (1997) für eine Stichprobe von 2941 Firmen zwischen 1948-77 die Profitabilität anhand der Gesamtkapitalrendite der Bieterunternehmen. Für jedes Unternehmen liegen Jahresabschlussdaten für einen Zeitraum von mindestens 10 Jahre vor. Über den gesamten Ereigniszeitraum realisieren die übernehmenden Unternehmen signifikant niedrigere Renditen und Erträge im Vergleich zu konkurrierenden Unternehmen, die keine Akquisition durchführen. Die Autoren ermitteln für die Jahre nach der Transaktion eine durchschnittliche jährliche Reduzierung der Profitabilität um 2% p.a. Für jede weitere Akquisition reduziert sich die Profitabilität um weitere 2% p.a.⁵⁰¹

Bei der Studie von *Chatterjee/ Meeks* (1996) ergibt sich für übernehmende Unternehmen nur bei Wechsel der Bilanzierungsmethode eine Verbesserung der Unternehmensrentabilität. So kann gezeigt werden, dass der angesetzte Goodwill einen signifikanten Einfluss auf die Erfolgswirkung von Akquisitionen hat.⁵⁰² Eine weitere Untersuchung zum langfristigen Erfolg von Akquisitionen stammt von *Healy et al.* (1992). In ihrer Jahresabschlussanalyse untersuchen sie den Einfluss der Ausrichtung einer Akquisition auf die operative Post-Merger-Performance der 50 größten Transaktionen im Zeitraum von 1979 bis 1984. Zwar verschlechtern sich die operativen Renditen im Nachlauf der Akquisition, dennoch zeigen die übernehmenden Unternehmen im Vergleich zu Betrieben aus der gleichen Branche signifikante Verbesserungen der Produktivität und Cashflow-Renditen. *Healy et al.* zeigen, dass diese Verbesserung besonders stark bei verbundenen Akquisitionen mit einer starken Überschneidung der Aktivitäten auftritt.⁵⁰³

Eine von *Andrade et al.* (2001) durchgeführte Erhebung über annähernd 2000 US-amerikanische Unternehmen für ein Zeitraum von [-1; +2] Jahren zwischen den Jahren 1973 und 1998 kommt zu dem Ergebnis, dass sich die operative Cashflow-Rendite im Anschluss an die Übernahme verschlechtert hat. Im Industrievergleich hingegen ist eine Verbesserung der Cashflow-Rendite zu verzeichnen. *Andrade et al.* behaupten, dass sich die neu zusammengeführten Unternehmen besser im Wettbewerb behaupten können und daher sowohl vor als auch nach der Transaktion eine vergleichsweise höhere Profitabilität aufweisen.⁵⁰⁴ Die Feststellung einer insgesamt negativen Entwicklung der Vermögenseffekte von M&A-Transaktionen im Vergleich zu Unternehmen aus derselben Branche wird durch eine jüngere Untersuchung von *Lu* (2004) festgestellt. Für einen Zeitraum von fünf Jahren vor und fünf Jahren nach der Transaktion ermittelt *Lu* eine industriebereinigte negative

⁵⁰⁰ Vgl. *Ravenscraft/ Scherer* (1987a).

⁵⁰¹ Vgl. *Dickerson et al.* (1997).

⁵⁰² Vgl. *Chatterjee/ Meeks* (1996).

⁵⁰³ Außergewöhnlich bei diesem Ergebnis ist, dass kurzfristige Cashflow-Verbesserungen nicht zu Lasten der zukünftigen Profitabilität geopfert wurden, da bei den untersuchten Unternehmen die Akquisitionen zu keiner Reduktion der F&E-Ausgaben führten. Dennoch bemerken die Autoren, dass Akquisitionen die Auswirkungen einer schwachen operativen Unternehmensführung durchaus mildern können. Vgl. *Healy et al.* (1992), S. 164.

⁵⁰⁴ Vgl. *Andrade et al.* (2001), S. 116f.

Entwicklung von Gesamtkapital- (ROA) und Eigenkapitalrendite (ROE).⁵⁰⁵ Ghosh (2001) konnte bei seiner Untersuchung ebenfalls zeigen, dass die bei Healy et al. (1992) verwendete, industriebereinigte Eigenkapitalrendite (ROE) zu positiv verzerrten Schätzergebnissen führen kann. Powell/ Stark (2005) greifen diesen Aspekt in ihrem Beitrag erneut auf und argumentieren, dass diese Verzerrung durch die Verwendung von Größen- oder Leistungsmaßstäben, anstatt der gängigen Industrievergleiche, eliminiert werden kann.⁵⁰⁶

Eine jüngst erschienene Untersuchung greift diesen Aspekt von Guest et al. (2010) auf und berechnet die abnormale Eigenkapitalrendite für eine Stichprobe von rund 300 übernehmenden Unternehmen zwischen den Jahren 1985 und 1996. Für den Zeitraum von bis zu drei Jahren vor der Transaktion realisieren Bieterunternehmen durchschnittlich eine leicht negative bzw. leicht positive Rendite.⁵⁰⁷ Für die Jahre nach der Transaktion hingegen erwirtschaften die Eigentümer der übernehmenden Unternehmen eine Eigenkapitalrendite zwischen 17% und 21%.⁵⁰⁸

Unter den Studien mithilfe der Analyse von Jahresabschlüssen machen solche aus Deutschland bzw. jene, die sich mit deutschen Unternehmen befassen, bis in die 1990er Jahre einen vergleichsweise großen Anteil aus. Erste Untersuchungen dieser Art führten u.a. Kurandt (1972) und Möller (1983) durch. Während Möller mit seinen Befragungen im wesentlichen jahresabschlussorientierte Daten erhebt, die hinsichtlich der Financial Performance der Käuferunternehmen analysiert werden, vergleicht Kurandt die Unternehmenssituation von 60 Käuferfirmen vor und nach der Akquisition. Anhand der Veränderung von acht Kennzahlen, die sich u.a. aus dem Betriebsergebnis und dem operativen Cashflow ableiten, analysiert er den Akquisitionserfolg mithilfe der situationsbeschreibenden Kategorien *Verbesserung*, *Verschlechterung* und *keine Änderung*. Dabei kommt der Autor zu dem Ergebnis, dass sich die Ertragslage der übernehmenden Unternehmen vor dem Zusammenschluss verschlechtert hat. Nach dem Unternehmenszusammenschluss konnte diese Verschlechterung mehr als ausgeglichen werden, nur die Fremdkapitalquote, bedingt durch eine geringe Mehrverschuldung, hat sich leicht verschlechtert.⁵⁰⁹

⁵⁰⁵ Für den Industrievergleich verwendet der Autor, wie zahlreiche Autoren vor ihm, den Standard Industrial Classification Code kurz SIC-Code, ein Klassifikationsschema für unterschiedliche Industriezweige bzw. Branchen in den USA. Dieses Klassifikationsschema findet sowohl in der nordamerikanischen als auch der europäischen Forschung häufige Verwendung, um vergleichbare, branchenspezifische Untersuchungen durchzuführen, vgl. Lu (2004).

⁵⁰⁶ Vgl. Powell/ Stark (2005).

⁵⁰⁷ Vgl. Guest et al. (2010).

⁵⁰⁸ Den Autoren zufolge könnte eine unterschiedliche Integrationstiefe verantwortlich für die Rentabilitätsentwicklung sein. Vgl. dazu Zollo/ Singh (2004), die die Auswirkungen des Integrationsgrades auf die Performance untersuchen. Der Integrationsgrad hat einen signifikant positiven Einfluss auf die Performance. Neben dem Integrationsgrad hat auch die Kodifizierung von Wissen eine positive Wirkung auf die Performance. Hingegen konnte ein signifikanter Einfluss der Akquisitionserfahrung auf die Unternehmensperformance bei Zollo/ Singh (2004) nicht nachgewiesen werden.

⁵⁰⁹ Vgl. Kurandt (1972), zitiert nach Bühner (1990b), S. 94.

Auch *Bühner* (1990a) führt eine langfristige Rentabilitätsanalyse anhand mehrerer Kennzahlen durch. Für ein Ereignisfenster von [-3;+6] Jahren untersucht *Bühner* für eine Stichprobe von 110 Unternehmen Zusammenschlüsse zwischen bundesdeutschen Unternehmen anhand der Erfolgsvariablen Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität. Die Analyse ergibt, dass auch im zweiten und dritten Jahr nach der Transaktion Rentabilitätseinbußen bei den übernehmenden Unternehmen eintreten. Zwar steigen im beobachteten Zeitraum der Jahresabschlussgewinn um durchschnittlich 19%, das Eigenkapital um 34% sowie das Gesamtkapital um rund 25%. Dennoch kann trotz einer nur leicht gestiegenen Steuerlast (8%) sowie nur gering gestiegener Zinsaufwendungen (2%) durchschnittlich keine entsprechende Ertragssteigerung realisiert werden. Die Untersuchung ergibt für die Gesamtkapitalrendite signifikant negative Veränderungen und auch eine Ausweitung des Untersuchungszeitraums auf bis zu sechs Jahren nach der Akquisition, bestätigte das Ergebnis der Rentabilitätsverschlechterung.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass die Ergebnisse der verschiedenen Kennzahlen-Kategorien im Wesentlichen konsistent sind, indem sie überwiegend eine negative bis neutrale langfristige Performance-Wirkung von Unternehmenszusammenschlüssen feststellen. Dennoch gibt es, analog zum Einfluss von Familien auf die langfristige Entwicklung von Unternehmen, auch widersprüchliche Auffassungen und Ergebnisse.⁵¹⁰ Ungeachtet der Ergebnisse, ist diese Forschungsmethode eine für Deutschland und Familienunternehmen objektive und durchführbare Messmethode. Um den methodischen wie systematischen Einwänden gerecht zu werden, verwendet die sich anschließende Analyse für eine detaillierte und aussagekräftige Interpretation mehrere Kennzahlen unterschiedlicher Kategorien.⁵¹¹

Die jahresabschlussbezogenen Unternehmensanalysen wurden im Vergleich zu den kapitalmarktorientierten Untersuchungen in den letzten Jahren deutlich vernachlässigt. Nicht nur für Deutschland liegen bislang keine aktuellen empirischen Ergebnisse vor, auch in Bezug auf den Zusammenschlusserfolg von Familienunternehmen ergibt sich ein wesentlicher Nachholbedarf. Hier muss neben dem Wechsel der Bilanzierungsrichtlinien zahlreicher Unternehmen auch noch einmal auf die restriktive Informationsvergabe von nicht-börsennotierten, mittelständischen Unternehmen hingewiesen werden. Dies hat bisher dazu geführt, dass für Deutschland keine jahresabschlussorientierte Untersuchung des Zusammenschlusserfolgs von Familienunternehmen realisiert wurde, obwohl diese die einzige Methode zur Messung dieser Form des anorganischen Wachstums unter Berücksichtigung der spezifischen Unternehmensgattung darstellt. Aus diesem Grund ist eine Analyse von Zusammenschlüssen durch familiengeführte Unternehmen auf Basis der jahresabschlussorientierten Untersuchungsmethode nur zu empfehlen. Die sich in Kapitel 6

⁵¹⁰ Vgl. exemplarisch *Jaskiewicz* (2006); *Leiber* (2008) sowie *Achleitner et al.* (2009b) und *Chrisman et al.* (2012).

⁵¹¹ Vgl. *Kaplan* (1983), S. 699f; *Perridon/Steiner* (2004), S. 575ff zur Verwendung und Interpretation jahresabschlussbezogener Untersuchungen anhand mehrerer Kennzahlen unterschiedlicher Kategorien bzw. Kennzahlensysteme sowie Kap. 4.3.4.

anschließende Analyse soll dazu beitragen, diese entstandene Forschungslücke zu schließen.

Tabelle 8: Ergebnisse ausgewerteter jahresabschlussorientierter Performance-Studien
(Quelle: Eigene Auswertung)

Autor	Jahr	Untersuchungs- horizont	Anzahl Unternehmen	Geographischer Fokus	Bezug zu Familienunternehmen	Performance- Metrik	Untersuchungs- intervall	Performance Parameter	Untersuchungs- methodik	Ergebnis
Andrade/ Mitchell/ Stafford	2001	1973-98	1796	USA	n	AccPerf	[-1; +2] Jahre	CF/ Sales	JAM	Positiv
Bühner	1990	1973-85	110	D	n	LTMPerf	[-3; +6] Jahre	ROA, ROE	JAM	Negativ
Bull	1989	1971-83	25	USA	n	OverAqPerf	n/a!	Earnings/ Equity, EBIT/ Sales, CF/ Sales	JAM	Gemischt!
Chatterjee/ Meeks	1996	1977-90	144	USA	n!	OverAqPerf	n/a!	Goodwill	JAM	Positiv
Dickerson/ Gibson/ Tsakalotos	1997	1948-77	2941	UK	n	LTMPerf	[0; +18] Jahre	n/a!	JAM	Negativ
Ebner	2006	n/a!	n/a!	D	n	AccPerf	n/r	Sales, ROA, Operating Income	JAM	Positiv
Fowler/ Schmidt	1988	1975-79	42	USA	n!	AccPerf	[-4; +4] Jahre	ROE	JAM	Gemischt!
Ghosh	2001	1981-95	315	USA	n	AccPerf	[-3; +3] Jahre	ROA, Sales growth, Sales per Employee	JAM	Negativ
Guest/ Bild/ Runsten	2010	1985-96	303	UK	n	AccPerf	[-3; +3] Jahre	ROE	JAM	Positiv
Harrison et al.	1991	1970-89	441	USA	n!	AccPerf	[0; +5] Jahre	ROA	JAM	Gemischt!
Healy/ Palepu/ Ruback	1992	1979-84	50	USA	n	AccPerf	[-5; +5] Jahre	opCF	JAM	Positiv
Krishnan et al.	1997	1986-88	147	USA	n!	OverAqPerf	[0; +3] Jahre	ROA	JAM	Gemischt!
Kusewitt	1985	1967-76	138	USA	n	AccPerf	[-5; +5] Jahre	ROA	JAM	Gemischt!
Lu	2004	1978-96	592	USA	n	AccPerf	[-5; +5] Jahre	ROA, ROE	JAM	Negativ
Meeks	1977	1964-72	233	UK	n	LTMPerf	[0; +7] Jahre	ROA	JAM	Negativ
Moeller	1983	1970-79	96	D	n	STMPerf	n/r	ROA, Abschreibungen	JAM	Gemischt
Mueller	1980	1962-72	287	USA	n	AccPerf	n/a!	ROA, ROE	JAM	Negativ
Ramaswamy	1997	1987	46	USA	n!	OverAqPerf	[-3; +3] Jahre	ROA	JAM	Gemischt
Ravenscraft/ Scherer	1987	1950-77	471	USA	n	AccPerf	n/a!	ROA	JAM	Negativ
Zollo/ Singh	2004	n/a!	228	USA	n	OverAqPerf	[-3; +1] Jahre	ROA	JAM	Negativ

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Die in der M&A-Literatur vorkommenden Erfolgsmessungen variieren entlang verschiedener Dimensionen, die simultan zur Messung der Unternehmensperformance verwendet werden. Hierzu zählen: die Overall Acquisition (OverAqPerf), die Short-Term Financial (STMPerf) sowie die Long-Term Financial Performance (LTMPerf) eines Unternehmens. Neben der Verwendung der kapitalmarktorientierten (KPM) und der jahresabschlussbezogenen Messmethode (JAM) dienen das Eintreten spezifischer Ereignisse sowie subjektive Einschätzungen in Form von Befragungen (FrB), überwiegend durch das Management und/oder Mitarbeitern der betroffenen Unternehmen, als Gradmesser für den Erfolg oder Misserfolg einer Transaktion.

4.3.3 Erfolgsbeurteilung anhand von Befragungen

Die dritte Methode zur Analyse von M&A-Transaktionen ist die qualitative Performance-Messung anhand von Befragungen. Der M&A-Erfolg wird hierbei von internen Managern oder Mitarbeitern sowie externen Beratern mittels Interviews beurteilt. Neben finanziellen Größen berücksichtigt diese Forschungsmethode vorwiegend qualitative Aussagen und ermöglicht hierdurch beispielsweise die Untersuchung der mit einer M&A-Transaktion verbundenen Motive und Ziele. Diese Forschungsmethode wird vorwiegend im deutschen und europäischen Wirtschaftsraum durchgeführt.⁵¹²

4.3.3.1 Forschungsansatz

Bei der Untersuchung anhand von Befragungen werden Daten auf Basis von Interviews oder Fragebögen erhoben. Die Erfassung kann sowohl eine als auch beide Möglichkeiten der Datenerhebung beinhalten. Bei Kombination der Methoden wird zunächst ein Fragebogen ausgefüllt, gefolgt von einem strukturierten Interview bei dem ausführlich über unternehmens- und transaktionsspezifische Probleme, aber auch Motive und Erfolgsfaktoren gesprochen wird.⁵¹³ Kommt alleinig die Methode mittels Fragebögen zum Einsatz, gibt es zwei Möglichkeiten der Datenerfassung. Die offene Fragestellung gestattet es dem Befragten seine Antworten frei zu formulieren. Zudem gibt es die Methode der normierten Fragebögen, die dem Gesprächspartner standardisierte Antworten auf einen vordefinierten Fragenkatalog ermöglichen.⁵¹⁴ Von den korrekt beantworteten und zurückgesendeten Fragebögen, hängt die Größe der Grundgesamtheit ab. Schriftliche Interviews sind im Gegensatz zu persönlichen Interviews weniger aufwendig, dagegen ist die Rücklaufquote in deutschen Untersuchungen erfahrungsgemäß nicht sehr hoch.⁵¹⁵

Eine Ergänzung stellt die mündliche Befragung in Form von persönlichen Interviews dar. Entscheidend für den Erfolg und die Repräsentativität dieser Messmethode ist die Formulierung und Präsentation der Fragen, die meist durch einen strukturierten Interviewleitfaden realisiert werden.⁵¹⁶ Diese Form der Gesprächsführung soll sicherstellen, dass jedem Befragten inhaltsgleiche Fragen in der gleichen Reihenfolge gestellt werden. Dies soll die Reliabilität der Untersuchung sicherstellen. Die Qualität der Untersuchung hängt sowohl von der Stichprobengröße als auch von

⁵¹² Vgl. *Jakoby* (2000), S. 31 sowie Kap. 4.2.

⁵¹³ Vgl. *Bortz/Döring* (2002), S. 238f.

⁵¹⁴ Vgl. *Bortz/Döring* (2002), S. 239.

⁵¹⁵ Vgl. *Möller* (1983), S. 42f.

⁵¹⁶ Vgl. *Bruner* (2002), S. 63; *Glaum/Hutzschenreuter* (2010), S. 94.

der Richtigkeit und Genauigkeit der Fragestellung ab. Die Beantwortung der Fragen hat ebenfalls einen wesentlichen Einfluss auf die Validität der Erhebung.⁵¹⁷

Die Evaluation durch Befragungen ist besonders geeignet, wenn keine publizierten Daten der zu untersuchenden Unternehmen vorliegen. Darüber hinaus kann die qualitative Erfolgsmessmethode als sinnvolle Ergänzung zu der jahresabschluss- oder kapitalmarktorientierten Messmethode herangezogen werden. Diese Methode stellt eine weitere Möglichkeit dar, die erzielten Ergebnisse zu validieren.⁵¹⁸

4.3.3.2 Beurteilung des Forschungsansatzes

Die Performance-Messung anhand Befragungen stellt insbesondere für Deutschland einen etablierten empirischen Forschungsansatz dar, der in der Erfolgskontrolle von M&A-Transaktionen vielfältige Anwendung erfährt.⁵¹⁹ Ob die Messung anhand von Befragungen ein geeignetes Instrument ist, um die langfristige Entwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen zu beurteilen, soll im Rahmen dieses Abschnitts hergeleitet werden. Die Vor- und Nachteile dieses Ansatzes werden im Folgenden kritisch diskutiert. Zunächst zu den Nachteilen dieser Methode:

- ▶ Die Verfügbarkeit von Ansprechpartnern bei Familienunternehmen stellt sich mehrheitlich als ein zentrales Problem dar. Familienunternehmen zeichnen sich durch eine erhebliche Zurückhaltung und Verschwiegenheit bei solchen Projekten aus. Bedingt durch die geringen Publizitätspflichten bei M&A-Transaktionen für nicht-börsennotierte Gesellschaften, sind relevante Ansprechpartner oder Anteilseigner vergleichsweise schwierig zu identifizieren.
- ▶ Die durch die indirekte oder schriftliche Befragung erzielten Ergebnisse könnten die subjektive Meinung des Interviewpartners widerspiegeln. Es ist fraglich, ob Führungskräfte tatsächlich in der Lage sind, ein objektives Urteil über die von ihnen initiierte Akquisitionsentscheidung zu fällen. Diese könnten u.U. ein zu positives Urteil über die durchgeführte Transaktion abgeben.⁵²⁰
- ▶ Befragungen werden i.d.R. mit einem deutlichen zeitlichen Abstand zur Durchführung der Akquisition vorgenommen. Dies ist mit dem Risiko ver-

⁵¹⁷ Diese Form der Evaluation ermöglicht jedoch dem Interviewer, die gewollte oder ungewollte Beeinflussung der Befragten durch Rückfragen oder Erklärungen, vgl. *Bortz/ Döring* (2006), S. 236-251 und S. 296-297.

⁵¹⁸ Vgl. *Wirtz* (2003), S. 405.

⁵¹⁹ Vgl. *Sachs* (2007), S. 115ff.

⁵²⁰ Vgl. *Glaum/ Hutzschenreuter* (2010), S. 94. Die Reliabilität kann jedoch durch gleichzeitige oder zusätzliche Befragungen mehrerer Personen aus derselben Firma erhöht werden, vgl. hierzu *Möller* (1983), S. 44f.

bunden, dass die Befragten nicht mehr in der Lage sind, die Erfolgswirkung der Übernahme eindeutig zu beurteilen.⁵²¹

- ▶ Für die Signifikanz der Stichprobe ist eine hohe Rücklaufquote der Fragebögen unerlässlich. Insbesondere wenn es sich um mittelständische Unternehmen und nicht publizierte Finanzdaten handelt, ist diese häufig nur gering.
- ▶ Die Vergleichbarkeit der Studien und Ergebnisse ist ein weiterer zentraler Kritikpunkt. Die Untersuchungen orientieren sich vielfach an weichen Faktoren, wie beispielsweise den Motiven, Zielen oder Determinanten der M&A-Aktivitäten. Eine fundamentale Erfolgsanalyse ist aufgrund der eventuellen subjektiven Darstellung des Managements begrenzt.⁵²²

Nachfolgend werden die Vorteile dieser Methode hervorgehoben:

- ▶ Diese Methode gestattet durch gezielte Fragen den Einblick in das interne und externe Rechnungswesen eines Unternehmens.
- ▶ Bestimmungsfaktoren wie Führungskompetenz, Unternehmenskultur, Integrationsgeschwindigkeit sowie Mitarbeiterzufriedenheit und –loyalität können auf diese Weise analysiert werden.⁵²³ Durch gezielte Intervention und Rückfragen während des Interviews, können zusätzliche und teilweise auch informelle Informationen generiert werden.⁵²⁴
- ▶ Schon während der Zusammenschlussphase können Synergie- und Effizienzpotentiale identifiziert und Problemfelder analysiert werden. Aus diesem und dem bereits zuvor genannten Punkt lassen sich faktische Wertetreiber einer Transaktion ableiten.⁵²⁵

Abschließend lässt sich festhalten, dass dieser Forschungsansatz im Rahmen der Erfolgsmessung eine Vielzahl von Problemen aufwirft. Dadurch wird die Bedeutung der Ergebnisse erheblich eingeschränkt und es ist fraglich, ob die alleinige Verwendung dieser Methode die langfristige Performance einer M&A-Transaktion angemessen beurteilen kann.

4.3.3.3 Ergebnisse durch Studien anhand von Befragungen

In diesem Abschnitt werden zunächst die Ergebnisse in Bezug auf die Erfolgsmessung durch Befragungen dargestellt und bewertet, bevor ausgewählte Studien nach ihrem geographischen Fokus zusammengefasst und einzeln nach ihren Autoren vorgestellt werden. Die Auswertung der kapitalmarkt- und jahresabschlussorientierten

⁵²¹ Möller (1983) bezieht in seine Untersuchung teilweise Erfolgsbeurteilungen von Managern für Akquisitionen ein, die zum Erhebungszeitpunkt mehr als zehn Jahre zurücklagen. Siehe hierzu auch die Kritik von Gerpott (1993), S. 212; Bruner (2002), S. 61-62.

⁵²² Vgl. ausführlich die Ausführungen zu den Studienergebnisse mittels der Methode durch Befragungen im folgenden Abschnitt 4.3.3.3.

⁵²³ Vgl. Gerpott (1993); Möller (1983); Hunt (1990); Homburg/Bucerius (2006); Schmalz (2009).

⁵²⁴ Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 236-251 und S. 296-297.

⁵²⁵ Vgl. Gerdts (2004), S. 179f.

Forschungsansätze haben gezeigt, dass in erster Linie Erkenntnisse aus den angelsächsischen Märkten vorliegen. Bei der Untersuchungsmethode anhand subjektiver Einschätzungen verkehrt sich dieser Eindruck. Bedingt durch die limitierte Datenverfügbarkeit untersuchen kontinentaleuropäische Forschungsansätze häufig den Zusammenschlusserfolg von Unternehmen anhand von Befragungen, insbesondere dann, wenn es sich um die Gattung Familienunternehmen handelt.

Grundlegende nordamerikanische Studien wurden u.a. von *Kitching* (1967, 1974), *Bull* (1989) als auch *Datta/ Grant* (1990) durchgeführt und befassten sich vorzugsweise mit der Accounting Performance, also der Profitabilitätsveränderung infolge des Unternehmenszusammenschlusses.⁵²⁶ Insbesondere *Datta/ Grant* (1990) erheben im Rahmen ihrer Untersuchungen primär jahresabschlussorientierte Daten, die im Hinblick auf die M&A-Performance der Unternehmen analysiert werden.⁵²⁷ *Datta/ Grant* analysieren bei 129 Unternehmen die Unterschiede bezüglich der gewährten Autonomie des erworbenen Unternehmensteils in Abhängigkeit des Grades der Verbundenheit. Die Autoren unterstellen bei verbundenen und unverbundenen Einheiten einen Zusammenhang zwischen gewährter Autonomie und Erfolg der Akquisition. Dabei stellen sie fest, dass der Autonomiegrad in unverbundenen Akquisitionen signifikant höher als in verbundenen Akquisitionen ist. Somit ist Autonomie in unverbundenen Akquisitionen positiv mit Erfolg korreliert, in verbundenen Akquisitionen gibt es hingegen keinen derartigen Zusammenhang.⁵²⁸ *Datta* (1991) analysiert ebenfalls auf Basis von Selbstauskünften über Indikatoren wie Umsatzsteigerung, CashFlow, ROI und EPS die Auswirkungen organisationaler Differenzen auf den Akquisitionserfolg. Der Autor kommt zu dem Ergebnis, dass sich Unterschiede im Führungsstil der involvierten Unternehmen, unabhängig vom Integrationsniveau, negativ auf den Akquisitionserfolg auswirken. Allerdings haben Unterschiede bei Belohnungs- und Beurteilungssystemen keinen signifikanten Einfluss auf den Akquisitionserfolg.⁵²⁹ *Bull* (1989) nutzt hingegen die Methode mittels Befragungen zur Validierung seiner Ergebnisse, die durch die jahresabschlussorientierte Methode zuvor ermittelt wurden.⁵³⁰

Im Einklang mit der geringen Anzahl angloamerikanischer Studien sind auch angelsächsische Studien anhand von Befragungen stark unterrepräsentiert. Dies dürfte vermutlich daran liegen, dass der englische Kapitalmarkt am weitesten fortentwickelt ist und aufgrund der hohen Datenverfügbarkeit diese Form der Erfolgsmessung eine untergeordnete Rolle spielt. *Hunt* (1990) untersucht anhand von 40 Unternehmen die strukturellen und prozessualen Erfolgsfaktoren von Unternehmensakquisitionen und entwickelt dabei Handlungsempfehlungen in Form von vier Szenarien

⁵²⁶ Vgl. auch *Datta* (1991); *Cannella/ Hambrick* (1993); *Hitt et al.* (1996).

⁵²⁷ Vgl. *Datta/ Grant* (1990), S. 30ff und weiterführend *Datta* (1991).

⁵²⁸ Vgl. *Datta/ Grant* (1990).

⁵²⁹ Vgl. *Datta* (1991).

⁵³⁰ Vgl. *Bull* (1989) sowie Kap. 4.3.2.

für ein erfolgreiches Akquisitionsmanagement.⁵³¹ *Ingham et al.* (1992) belegen in ihrer Untersuchung einen Zusammenhang zwischen den ex-ante Motiven für eine Akquisition und der anschließenden ex-post Beurteilung durch die befragten Manager. Infolge der Transaktion stieg die langfristige Profitabilität der befragten Unternehmen um 68% und die kurzfristige sogar um 77%. Aus diesem Grund ist es auch nicht überraschend, dass drei Viertel der befragten Manager die Übernahmeaktivitäten ihres Unternehmens als erfolgreich beurteilten.⁵³²

Very et al. (1997) beschäftigen sich mit der Theorie des „*Relative Standing*“, die unterstellt, dass der gefühlte Status von Individuen in einem sozialen Gefüge davon abhängt, wie sie sich in Relation zu Individuen in demselben Sozialgefüge sehen.⁵³³ Die Autoren untersuchten bei 106 Unternehmen den Zusammenhang zwischen der Wahrnehmung der „relativen Position“ der Mitarbeiter durch Führungskräfte des Zielunternehmens und der tatsächlichen Performance auf Basis von Umsatz, Gewinn und Marktanteilen. Die Manager der erworbenen Unternehmen beurteilten den Erfolg der Übernahmen als neutral oder leicht positiv. Die empirischen Ergebnisse zeigen eine Performance, die positiv mit der strategischen Verbundenheit korreliert ist. Die durch die Führungskräfte wahrgenommene kulturelle Kompatibilität der Unternehmensorganisationen ist ebenfalls positiv mit der Performance korreliert. Ein negativer Zusammenhang besteht hingegen zwischen der Reduzierung der Autonomie der Führungskräfte und der Post-Merger-Performance.⁵³⁴

Für Europa führen *Homburg/ Bucerius* (2006) eine Vier-Länder-Studie durch, aus der hervorgeht, dass eine auf Geschwindigkeit orientierte Post-Merger Integration sowohl mit Vor- als auch Nachteilen verbunden ist, die bisher allgemein keine Beachtung in der Forschung fanden. In dieser Studie mit 232 horizontalen Unternehmenszusammenschlüssen zeigen sie die Ambivalenz zwischen dem Grad der optimalen Integrationsgeschwindigkeit und dem Erfolg einer Akquisition. Es wird argumentiert, dass das Ergebnis einer schnellen Integration von dem Ausmaß der internen und externen Verbundenheit der Unternehmensteile abhängt. Sie identifizieren eine vorteilhafte Erfolgsentwicklung bei hoher Integrationsgeschwindigkeit, wenn die externe Abhängigkeit gering, die interne Verwandtschaft der operativen Tätigkeiten gleichzeitig aber relativ hoch ist. Umgekehrt ist im Falle geringer interner operativer Überschneidungen und einer hohen externen Beziehung, eine hohe Integrationsgeschwindigkeit höchst nachteilig.⁵³⁵

Die erste ausschließlich deutsche Erhebung stammt von *Möller*, der 1983 in zwei Untersuchungen die Bedeutung der Unternehmenskultur in Verbindung mit Großakquisition in Abhängigkeit vom Integrationsgrad untersuchte. Er fand heraus, dass je stärker die übernommene Gesellschaft in die Muttergesellschaft integriert wird, de-

⁵³¹ Vgl. *Hunt* (1990).

⁵³² Vgl. *Ingham et al.* (1992)

⁵³³ Vgl. *Frank* (1985); *Very et al.* (1997).

⁵³⁴ Vgl. *Very et al.* (1997), S. 609.

⁵³⁵ Vgl. *Homburg/ Bucerius* (2006).

sto erfolgreicher verläuft eine Übernahme.⁵³⁶ Weitere Studien, wie z.B. *Bamberger* (1994), *Gerds* (2004), *Jansen/ Körner* (2000) oder auch *Schäfer* (2001), beschäftigen sich mit dem Einfluss der Integration auf den Akquisitionserfolg. So setzen sich die Autoren mit der Bedeutung der Faktoren wie Integrationsgrad⁵³⁷, -richtung und -geschwindigkeit⁵³⁸ auseinander, aber auch die Integrationseffektivität und -effizienz⁵³⁹ sind im Fokus der Untersuchungen, ebenso wie das Integrationscontrolling.⁵⁴⁰

Einzig *Sachs* (2007) und *Eiben* (2007) beschäftigten sich in jüngster Zeit mit der M&A-Erfolgsmessung bei Familienunternehmen anhand von Befragungen. So untersuchte *Sachs* (2007) im Rahmen von 83 Tiefeninterviews die Wachstumsstrategien von produzierenden Familienunternehmen und fand heraus, welche Strukturen, Prozesse und Ressourcen erfolgreiche von weniger erfolgreichen Mehrgenerationen-Familienunternehmen unterscheiden. Die Befragten mussten abschließend auf Basis jahresabschlussorientierter Daten ihre bisherigen M&A-Transaktionen bewerten sowie relevante Erfolgsfaktoren nennen. Den Erfolg von M&A-Transaktionen erklärten die Befragten vornehmlich durch die reine Renditeorientierung der jeweiligen Unternehmen.⁵⁴¹ Dennoch wurde die Ansicht vertreten, dass strategischen Ziele von größerer entscheidender Bedeutung sind. Könnten diese erreicht werden, dann würden die zuvor festgelegten Renditeerwartungen mittelfristig, also nach 4 bis 7 Jahren nach Abschluss der Akquisition, eintreffen. Teilweise wird der Erreichung der strategischen Ziele größere Bedeutung beigemessen als der Renditeorientierung. Zudem wurde hervorgehoben, dass das Zusammenspiel zwischen dem Management und den Gesellschaftern bzw. der Familie einen entscheidenden Beitrag zum Gelingen der Transaktion leistet.⁵⁴²

In einer Studie mit 253 Unternehmen analysierte *Eiben* (2007) die Erfahrungen deutscher Familienunternehmen bei dem Kauf und Verkauf von Unternehmen und Unternehmensteilen und welche Faktoren ihrer Ansicht nach zum Erfolg oder Misserfolg einer Transaktion beitragen. Die Untersuchung ergab, dass die Unternehmer größtenteils über Erfahrungen mit dem Kauf und Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen verfügen. Weniger als ein Drittel der Befragten hat zum Zeitpunkt der Untersuchung noch keinen Kauf oder Verkauf durchgeführt.⁵⁴³ Deren wichtigstes Motiv für eine Übernahme ist, den eigenen Marktanteil auszubauen und damit die Marktposition zu stärken.⁵⁴⁴ Auffällig ist, dass die Mehrheit der Unternehmer ihre Übernahmen nicht bereuen. Insgesamt 92% äußern sich „sehr zufriede-

⁵³⁶ Vgl. *Möller* (1983), S. 256.

⁵³⁷ Vgl. *Bamberger* (1994)

⁵³⁸ Vgl. *Jansen/ Körner* (2000).

⁵³⁹ Vgl. *Gerds* (2004).

⁵⁴⁰ Vgl. *Schäfer* (2001) sowie ausführlich *Metz* (2002), *Dickmann* (2010).

⁵⁴¹ Vgl. *Sachs* (2007), S. 191.

⁵⁴² Vgl. *Sachs* (2007), S. 192.

⁵⁴³ Vgl. *Eiben* (2007), S. 36.

⁵⁴⁴ Vgl. *Möller* (1983); *Ingham et al.* (1992); *Bamberger* (1994).

den“ (38%) oder „zufrieden“ (54%) mit der letzten Transaktion. Aus diesem Grund würden auch 62% bei ihrem nächsten Kauf nichts anders machen, wobei fast jeder zehnte hingegen eingesteht, dass er das Zielunternehmen künftig einer intensiveren Due Diligence unterziehen würde.⁵⁴⁵

Die Ergebnisse der vorgestellten Studien zur Erfolgsbeurteilung von Akquisitionen anhand von Befragungen zeigen sowohl für Familien- als auch für herkömmliche Unternehmen insgesamt konsistente Ergebnisse. Die vorgestellten Studien beurteilen den Transaktionserfolg demnach mehrheitlich als positiv. Sie unterscheiden sich zwar bei den Indikatoren oder Forschungshypothesen, weisen in der Analyse dennoch vergleichbare Ergebnisse auf. Weiterhin bestehen jedoch große Bedenken bezüglich der Validität der generierten Daten, die stets Gegenstand subjektiver Erfolgseinschätzungen sein können.

4.3.4 Beurteilung der Forschungsansätze

Die Beurteilung und Analyse der verschiedenen Forschungsansätze zur Identifizierung einer überlegenen und umfassenden Methode zur Messung des Erfolges von Unternehmenszusammenschlüssen bei Familienunternehmen zeigen die vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeiten und Ansätze der drei dominantesten Forschungsansätze.⁵⁴⁶ Jede Messmethode weist methodische und inhaltliche Vor- sowie Nachteile auf und die Entscheidung für oder wider eine Methode ist in jedem Fall mit Zugeständnissen an die Güte und Qualität der empirischen Untersuchung verbunden.⁵⁴⁷

Jede der betrachteten Methoden bietet Raum für Diskussion und Spekulation hinsichtlich Anforderungen an Vollständigkeit, Umfang und Qualität der erhobenen Datensätze wie auch an die Zusammenstellung der spezifischen Kontrollgruppen sowie die Aktualität der betrachteten Untersuchungszeiträume. Die gängige M&A-Literatur leistet hier ebenfalls keine Abhilfe, da sie kein einheitliches Maß zur Messung der Unternehmens- oder M&A-Performance aufweist.⁵⁴⁸ Zudem weisen die einzelnen Studien eine enorme Vielfalt und Heterogenität von Kennzahlen und Untersuchungszeiträumen auf, so dass für keinen der relevanten Ansätze die genannten Parameter eindeutig bestimmt werden können und eine Konsistenz der Ergebnisauswertung sowohl methodenübergreifend als auch innerhalb der einzelnen Methoden nicht gewährleistet werden kann. Die Messung des Unternehmens- und Akquisitionserfolgs ist ein komplexes theoretisches Konstrukt, das sich durch den Einsatz

⁵⁴⁵ Vgl. Eiben (2007), S. 38.

⁵⁴⁶ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 4.3.

⁵⁴⁷ Vgl. Cording et al. (2002), S. 4f.

⁵⁴⁸ Vgl. Bühner (1990b), S. 84ff.

einer Methode nur näherungsweise bestimmen lässt.⁵⁴⁹

Die vorgestellten ereignis- bzw. kapitalmarktorientierten Studien zeigen, dass überwiegend Großunternehmen oder Konglomerate untersucht werden und nur in wenigen Fällen ausschließlich Familienunternehmen im Fokus der Untersuchungen stehen. Das liegt im Wesentlichen daran, dass nur die wenigsten Familienunternehmen in Deutschland börsennotiert sind und somit den Anforderungen der kapitalmarktorientierten Untersuchungsmethode gerecht werden.⁵⁵⁰ Zwar messen diese Untersuchungen die Kapitalmarktentwicklung des Unternehmens aus Sicht der Aktionäre und deren Erwartungen, lassen jedoch eine Aussage über die langfristige Wertentwicklung eines Unternehmens auf Basis des Akquisitionserfolgs nur indirekt zu. Die bereits durchgeführten Untersuchungen zum Akquisitionserfolg bei Familienunternehmen betrachten daher nur ein kurzfristiges Zeitintervall, somit sind Aussagen über die langfristige Wertsteigerung von ebensolchen Unternehmenszusammenschlüssen nur begrenzt möglich. Aus diesem Grund ist das Hauptargument gegen diesen Forschungsansatz, die begrenzte direkte langfristige Messung der Performanceentwicklung infolge eines Unternehmenszusammenschlusses.

Unter Zuhilfenahme der jahresabschlussorientierten Untersuchungsmethode kann die langfristige Wertentwicklung eines Unternehmens sowohl auf Ebene des Gesamtunternehmens als auch aus Sicht der gegenwärtigen Anteilseigner geschehen. Diese kann ebenso vor wie auch nach der Transaktion, basierend auf objektiven Informationen aus den erhobenen Jahresabschlüssen, über einen beliebig langen Zeitraum gemessen werden.⁵⁵¹

Nicht zuletzt bietet dieser Ansatz die Möglichkeit, Aussagen über die relative Entwicklung anhand einer Kontrollgruppe oder im Peer-Group-Vergleich zu tätigen.⁵⁵² Mittels des kapitalmarktorientierten Forschungsansatzes ist diese Form der Analyse zwar ebenfalls möglich, dennoch ist eine Beeinflussung des Ergebnisses aufgrund des Ankündigungseffektes einer Transaktion zu erwarten.⁵⁵³

⁵⁴⁹ Vgl. *Cording et al.* (2010), S. 12.

⁵⁵⁰ Vgl. *Gerpott* (1993), S. 197, *Cartwright* (2005), S. 2 sowie *Bauer* (2012), S. 113.

⁵⁵¹ Zahlreiche Studien verwenden einen Beobachtungszeitraum von bis zu 3 Jahren für die Zeit vor sowie nach der Transaktion. Dieser spiegelt den Umfang gängiger verwendeter Zeithorizonte zum Zusammenschlusserfolg in empirischen Untersuchungen wider und nur wenige Autoren weichen substantiell von diesen nach oben ab. Vgl. ebenfalls die Übersicht bei *Gerpott* (1993), S. 231ff, der selbst einen Beobachtungszeitraum von drei Jahren nach vollzogenem Zusammenschluss als angemessen bewertet. Eine Ausnahme bildet *Dickerson et al.* (1997), die einen Zeitraum von 18 Jahren analysieren. Derartig lange Zeiträume bergen hingegen die Gefahr einer Verzerrung in Form einer Überlagerung weiterer zusammenschlussbedingter Effekte oder externer Einflüsse. Vgl. hierzu ausführlich Abschnitt 6.2.1 zur Diskussion um die Bestimmung der Stichprobendaten sowie *Settnik* (2006), S. 258f.

⁵⁵² Vgl. Kapitel 4.3.2.

⁵⁵³ Vgl. zur Bedeutung des Ankündigungseffektes in M&A-Transaktionen in *Beitel/ Schiereck* (2003).

Basierend auf mündlichen und schriftlichen Interviews bietet der Forschungsansatz durch Befragungen die Möglichkeit, zusätzlich qualitative Informationen zu erfassen. Diese Informationen können unabhängig vor, während und nach der Transaktion erhoben werden – ein Peer-Group Vergleich ist ebenfalls möglich. Gegen diesen Forschungsansatz spricht im Wesentlichen die Reliabilität und Objektivität dieser Messmethode. Bei Wiederholung der Interviews unter gleichen Rahmenbedingungen kann nicht sichergestellt werden, dass die Befragten, zumeist Geschäftsführer oder Eigentümer der jeweiligen Unternehmen, dieselben Auskünfte in Form und allen Einzelheiten erneut preisgeben werden. Ebenso sind die erhaltenen Information nicht objektiv nachprüfbar, da sie zumeist auf den Erfahrungen und subjektiven Einschätzungen der jeweiligen Interviewpartner basieren. Dadurch steigt die Fehlerwahrscheinlichkeit im Vergleich zu den anderen Messmethoden, und die Objektivität und Zuverlässigkeit des Forschungsansatzes durch Befragungen in Bezug auf den M&A-Erfolg muss infrage gestellt werden. Zudem ist dieser Forschungsansatz primär im deutschsprachigen Raum vorzufinden, so dass ein internationaler Vergleich nur begrenzt möglich ist.⁵⁵⁴

Es konnte gezeigt werden, dass nicht jede Methode für jede Forschungsfrage und Wirtschaftsraum durchführbar ist. Speziell die Verfügbarkeit der relevanten Daten erweist sich zumeist als restriktiver Faktor. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass für kontinentaleuropäische Staaten, insbesondere für Deutschland, die kapitalmarktorientierte Messmethode für Familienunternehmen nur begrenzt durchführbar ist. Untersuchungen anhand von Befragungen sind durch einen hohen Grad an qualitativen Aussagen gekennzeichnet und weisen nur begrenzt verwertbare quantitative Daten auf. Diese Faktoren beeinträchtigen die objektive Auswertung der Studien und folglich die Güte und Aussagekraft der angewendeten Messmethode. Im Hinblick auf die Zielsetzung dieser Forschungsarbeit, den Erfolg einer Transaktion aus Sicht der FU zu messen, lässt sich weitestgehend festhalten, dass die jahresabschlussorientierte Messmethode, trotz der schwierigen und beschwerlichen Datengenerierung, als objektives und reliables Konzept für eine Erfolgsmessung deutscher Unternehmenszusammenschlüsse, alle anderen Messkonzepte dominiert.⁵⁵⁵ Diese Methode ist zur Bestimmung der langfristigen Wertentwicklung von Familienunternehmen eindeutig dem Forschungsansatz mittels Befragungen vorzuziehen, da sie quantifizierbare und objektive Befunde zulässt. Das Schaubild (vgl. Abbildung 19) über die diskutierten Kriterien und Schlussfolgerungen der einzelnen Messmethoden fasst die Auswahl der jahresabschlussorientierten Messmethode

⁵⁵⁴ Vgl. hierzu Kapitel 4.2.

⁵⁵⁵ Die Jahresabschlussmethode in Verbindung mit dem M&A-Erfolg zu bringen ist nicht unumstritten. Kritisiert wird, dass die Messgrößen des Erfolges wie die EBIT-Marge oder der ROCE nur ein Maßstab für eine einzelne Periode darstellt und der ebenfalls bedeutende Zeitwert des Geldes keine Berücksichtigung findet. Zudem hängen die Bezugsgrößen häufig von buchhalterischen Bewertungsmethoden oder Bilanzierungswahlrechten ab und die Risikoeinschätzung wird im vielfach nur indirekt in die Berechnung einbezogen. Obgleich diese Bedenken durchaus gerechtfertigt sind, ist die Analyse des Akquisitionserfolges von privat gehaltenen Familienunternehmen ohne die Methode der jahresabschlussorientierten Untersuchungsmethode kaum möglich. Vgl. u.a. *Rappaport* (1999), S.15ff. und *Lucks/ Meckl* (2002), S. 15.

	Durchführbarkeit in Deutschland	Ex-post Betrachtung	Quantifizierbare Entwicklung aus Perspektive der Anteilseigner	Messung des langfristigen Erfolges (LTP)	Objektivität	Möglichkeit eines Peer-Group Vergleiches
Kapitalmarkt-orientierte Forschungsmethode			✓	✓		(✓)
Jahresabschluss-orientierte Forschungsmethode	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Untersuchung mittels Befragungen	✓	✓	(✓)	✓		(✓)

Abb. 19: Beurteilung der analysierten Forschungsansätze
(Quelle: in Anlehnung an Kitzmann (2005), S. 121.)

als primären Forschungsansatz zur Messung der Akquisitionsperformance von FU nochmals zusammen.

4.4 Zusammenfassung und Forschungsbedarf

Wie die Analyse zeigt, ist nicht jede Methode für den deutschen Wirtschaftsraum realisier- und durchführbar. Der limitierende Faktor ist häufig die Verfügbarkeit relevanter Daten, daher scheidet die Methode der kapitalmarktorientierten Erfolgsmessung für Deutschland in Verbindung mit Familienunternehmen eindeutig aus. Evaluierungen durch Befragungen weisen ein hohes Maß an qualitativen Aussagen bei nur geringem quantitativem Datenmaterial auf. Dadurch wird die Qualität und Aussagekraft dieser Methode stark eingeschränkt und die Anwendung als primäre Forschungsmethode infrage gestellt. Die jahresabschlussorientierte Forschungsmethode wird dagegen als eine Vorgehensweise identifiziert, die auf der einen Seite valide und quantifizierbare Ergebnisse liefert und auf der anderen durchführbar ist. In Bezug auf die Zielsetzung dieser Forschungsarbeit, die langfristige Performance-Messung bei mehrheitsanteiligen Firmenübernahmen durch Familienunternehmen, lässt sich zusammenfassend zeigen, dass der jahresabschlussorientierte Forschungsansatz trotz der mitunter schwierigen Datengewinnung als objektive und quantitative Verfahrensweise den anderen Forschungsmethoden überlegen ist. Ziel ist es daher, eine detaillierte empirische Analyse und Diskussion der Entwicklung von familiendominierten M&A-Transaktionen und dem damit einhergehenden Familienein-

fluss mittels einer quantitativen und langfristig orientierten Jahresabschlussanalyse zu untersuchen. Mit der Jahresabschlussanalyse kommt daher eine Untersuchungsmethode zum Einsatz, die auf Basis der in Deutschland verfügbaren Informationen und geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen als durchführbar und im Hinblick auf den Wirtschaftsraum als legitim und aussagekräftig identifiziert wird.

Kapitel 5

Datengrundlage und Methodik der Untersuchung

In den vorherigen Kapiteln wurden neben den Grundlagen zu Familienunternehmen und M&A auch ein Überblick über die verschiedenen Messkonzepte zur Erfolgsmessung und den empirischen Stand der Forschung gegeben. Vor dem Hintergrund der im Einführungskapitel formulierten Zielsetzungen zur Erfolgsbestimmung von Unternehmenszusammenschlüssen bei Familienunternehmen (FU), werden diese drei Stränge im folgenden Kapitel zusammengeführt. Aufgabe dieses Kapitels ist die Formulierung des Untersuchungsziels und die Schaffung der methodischen Voraussetzung für die sich anschließende multivariate Analyse. Dazu werden im ersten Abschnitt die Forschungsziele definiert, die einer derartige Untersuchung zugrunde liegen (Kap. 5.1). Daran schließen sich die Ausführungen zur Zusammenstellung der Datengrundlage und Charakteristika zu Familienunternehmen und den vergleichbaren Unternehmen an (Kap. 5.2). Es folgt eine Übersicht über die Performanceindikatoren der Untersuchung (Kap. 5.3) bevor ausführlich die angewandte Methodik und Vorgehensweise der multivariaten Analysemethoden diskutiert werden (Kap. 5.4). Die Resultate dieser Voranalyse bilden wiederum den Ausgangspunkt für den sich anschließenden zweiten Teil der empirischen Untersuchung, der sich ausführlich auf die Interpretation der Untersuchungsergebnisse anhand statistischer Analysemethoden konzentriert. Eine Gesamtbeurteilung des in die Kategorie der externen Wachstumsstrategien einzuordnenden Instruments M&A wird im Hinblick auf die Zielerfüllung der Untersuchung – die quantitative Beurteilung des Zusammenschlusserfolges - im letzten Kapitel der Untersuchung vorgenommen (Kap. 6).

5.1 Ziel der Untersuchung

Bei der Zielformulierung soll im Wesentlichen an die Erkenntnisse der eingangs erwähnten Literaturströmungen angeknüpft werden. Dabei handelt es sich um die Akquisitionsliteratur, die Theorie zu Familienunternehmen wie auch um die Theo-

rie zum Performance Measurement, die ausführlich in den vorangegangenen Kapiteln diskutiert wurden.⁵⁵⁶ Die dort getätigten Aussagen werden nun erneut aufgegriffen und zur Formulierung der Ziele in der hier vorliegenden Arbeit verdichtet.⁵⁵⁷ Die jahresabschlussorientierte Messmethode soll im Zuge der anschließenden empirischen Untersuchung mit den nachstehenden Zielen angewendet werden:

- ▶ Die langfristige Entwicklung des Zusammenschlusserfolgs von Familienunternehmen nach einer Akquisition wird anhand ausgewählter Kennziffern im Selbstvergleich (ex ante/ ex post Vergleich) untersucht.
- ▶ Die langfristige Entwicklung von Familienunternehmen in Nachgang einer Akquisition wird im Rahmen einer Peer-Group Analyse mit ausgewählten Unternehmen derselben Industrie bzw. Branche (komparative Objektanalyse) analysiert.⁵⁵⁸

Die zugrunde gelegte Arbeitshypothese lautet, dass die Performanceveränderung der Familienunternehmen infolge einer Akquisition sowohl im Selbst- als auch im Branchenvergleich mindestens gleich bleibt beziehungsweise keine signifikanten Veränderungen aufweist.

Mit der Intention, nicht nur die langfristige Entwicklung von M&A durch FU in Deutschland zu untersuchen, sondern auch die Ergebnisse mit weiteren nationalen wie internationalen Untersuchungen zu vergleichen, orientiert sich die hier vorgestellte Vorgehensweise an dem grundsätzlichen Untersuchungsdesign von *Bull* (1989), erweitert dieses jedoch hinsichtlich Indikatorenauswahl, Untersuchungszeitraum, -objekt und -größe.⁵⁵⁹ Die folgende kurze Zusammenfassung der Untersuchung von *Bull* dient als Referenzpunkt für die methodische Vorgehensweise sowie die vorgenommenen Modifikationen und Vertiefungen hinsichtlich Ausgestaltung der hier zu untersuchenden Forschungsfrage. Anhand von 25 Management-Buyout Transaktionen (MBO) und 7 Kennzahlen wird die durchschnittliche Performance dieser Unternehmen der 2 Jahre vor der Transaktion mit der durchschnittlichen Performance der 2 Jahre nach der Transaktion verglichen. Die zugrunde gelegte Annahme dieser Studie ist die These, dass sich die Performance der Unternehmen infolge des fremdfinanzierten MBO signifikant verbessert. Als Nebenbedingungen dürfen im Untersuchungszeitraum u.a. keine wesentlichen personellen Veränderungen, Restrukturierungen oder weitere M&A-Transaktionen stattgefunden haben, um die Vergleichbarkeit zwischen den untersuchten Messzeitpunkten zu wahren. Ein erweiterter Untersuchungszeitraum wurde nicht gewählt, da die eben genannten Nebenbedingungen bei der zugrunde gelegten und vorhandenen Datenbasis nicht erfüllt

⁵⁵⁶ Vgl. ausführlich Kap. 2, 3 und 4

⁵⁵⁷ Vgl. *Tsui* (1990) zur Anwendung mehrerer Forschungsrichtungen zum tieferen Verständnis des eigentlichen Untersuchungsziels.

⁵⁵⁸ Eine *Peer-Group* ist eine individuell zusammengestellte Gruppe von Unternehmen, die vergleichbare Produkte herstellen oder den gleichen Markt- und Wettbewerbstreibern unterliegen, vgl. *Hommel/ Grass* (2008), S. 375.

⁵⁵⁹ Vgl. *Bull* (1989), S. 263-279.

wären.⁵⁶⁰ Eine substantielle Kapitalbeteiligung der Geschäftsführer an dem jeweiligen Unternehmen vorausgesetzt, werden die Unternehmen anhand einer Peer-Group verglichen. Hierbei wird eine spezifische Gruppe von Unternehmen zum Abgleich mit Unternehmen vergleichbarer Industrien gebildet, deren Zuordnung auf Basis von „*Industry-Codes*“ erfolgt.⁵⁶¹ Weder für den Anteil der Kapitalbeteiligung durch das Management noch für den Umfang der Vergleichsgruppe wird eine eindeutige Größe spezifiziert.⁵⁶² Die methodische Vorgehensweise orientiert sich im Wesentlichen an der einer multivariaten Varianzanalyse. Zur Überprüfung der Hypothesentests wird als Teststatistik eine spezifische Form des Hotelling's T-Test verwendet. Hierbei wird eine Stichprobe zu mehreren Zeitpunkten multivariat miteinander verglichen, indem die 2 Jahre vor der Transaktion mit den 2 Jahren nach der Transaktion ins Verhältnis gesetzt werden. Zur Überprüfung der Robustheit des Variablenbündels und zur Validität der Gesamtergebnisse werden einzelne Variablen isoliert und somit Variationen am Variablenbündel vorgenommen. Die sich anschließenden t-Tests für die Untersuchung mittels einer abhängigen gepaarten Stichprobe dienen zur weiteren Analyse von Veränderungen der untersuchten Indikatoren. In der nun folgenden Untersuchung werden nicht nur Veränderungen hinsichtlich des Untersuchungsobjektes vorgenommen, sondern auch eine erweiterte Untersuchungsgröße sowie ein erweiterter Zeitraum in Verbindung mit einer veränderten methodischen Vorgehensweise angewendet.

Methodisch orientiert sich die folgende Untersuchung zunächst ebenfalls an einer multivariaten Varianzanalyse, verwendet jedoch die weiterentwickelte Methode in Form des Allgemeinen linearen Modells (GLM).⁵⁶³ Im Zuge der Hypothesentests wird zur Überprüfung auf eine Unterform der Teststatistik des Hotellings's Trace, den Hotelling's t^2 -Test, zurückgegriffen.⁵⁶⁴ Hierbei werden die Daten der Grundgesamtheit in zwei Stichproben aufgeteilt, die die Jahre vor der Transaktion im Vergleich zu den Jahren nach der Akquisition umfassen und anschließend multivariat miteinander verglichen.⁵⁶⁵ Da hier Unterschiede zwischen verschiedenen Messzeitpunkten untersucht werden, zu denen man dieselbe abhängige Variable bei denselben Unternehmen erhebt, kann eine spezielle Form des GLM mit Messwiederholungen berechnet werden.⁵⁶⁶ Da in diesem Falle nur eine abhängige Variable zu verschiedenen Messzeitpunkten erhoben wird, kann dies als ein Sonderfall der Analyse mit mehreren abhängigen Variablen angesehen werden.⁵⁶⁷ Die sich anschließenden t-Tests, für abhängig gepaarte Stichproben, bilden den Grundstein zur

⁵⁶⁰ Vgl. Bull (1989), S. 266.

⁵⁶¹ Vgl. Bull (1989), S. 269.

⁵⁶² Vgl. Bull (1989), S. 266ff.

⁵⁶³ Vgl. hierzu Kap. 5.4 sowie Bortz/ Schuster (2010), 285ff und 478ff.

⁵⁶⁴ Vgl. Bortz/ Schuster (2010), S. 472f.

⁵⁶⁵ Vgl. zum Vorgehen auch Bull (1989), S. 264f.

⁵⁶⁶ Vgl. Bortz/ Schuster (2010), S. 285-304 und sowie S. 379-380.

⁵⁶⁷ Die Durchführung und der Output dieser Vorgehensweise ist dem einer multivariaten Varianzanalyse äußerst ähnlich und kann folglich ebenfalls als eine MANOVA bezeichnet werden. Bei dieser Form der Analyse muss jedoch berücksichtigt werden, dass keine wechselseitigen Bezie-

weiteren Analyse der Indikatoren und deren Veränderungen. Daran schließt sich zuletzt eine Variationen des Variablenbündels an, indem jeweils einzelne Indikatoren aus dem Bündel entfernt werden, um die Robustheit der Multivariaten Analyse des angenommenen Modells zu überprüfen.⁵⁶⁸

Nachdem die Ziele der Untersuchung formuliert wurden, schließen sich im folgenden Abschnitt die Ausführungen zur Zusammenstellung der Datengrundlage und Charakteristika zu Familienunternehmen sowie den vergleichbaren Unternehmen an (Kap. 5.2). Es folgt eine Übersicht über die Performanceindikatoren der Untersuchung (Kap. 5.3), bevor ausführlich die angewandte Methodik und Vorgehensweise der multivariaten Analysemethoden diskutiert werden (Kap. 5.4). Eine Zusammenfassung über die Kernaussagen des Datensatzes sowie die methodische Vorgehensweise im Rahmen der Untersuchung sind dem letzten Abschnitt zu entnehmen (Kap. 5.5), bevor die eigentliche Untersuchung und Diskussion der Akquisitionperformance durch FU erfolgt (Kap. 6).

5.2 Beschreibung der Datengrundlagen

In diesem Abschnitt wird zunächst die Auswahl der Unternehmen für die empirische Analyse erläutert. Hiernach werden die verwendeten Datenquellen sowie die Vorgehensweise bei der Datenerhebung aufgezeigt, bevor in einem weiteren Abschnitt die deskriptive Analyse der Stichprobenunternehmen erfolgt. Diese Vorgehensweise wird jeweils für den Datensatz der Familienunternehmen wie auch für die Vergleichsgruppe gewählt. Um Aussagen über die empirische Bedeutung von Akquisitionen durch FU treffen zu können, muss zunächst die Gesamtheit der betrachteten Unternehmen nach den Dimensionen Datenquelle, Zusammensetzung und Charakteristika beschrieben werden.

5.2.1 *Datensatz Familienunternehmen*

5.2.1.1 Bestimmung des Datensatzes

Für die Auswahl der in den Datensatz dieser Arbeit aufzunehmenden Unternehmen ist es zunächst wichtig, einen effizienten Auswahlprozess zur Bildung einer Stichprobe zu gestalten. Prinzipiell beinhaltet dieser Auswahlprozess die beiden Schritte: *Auswahl geeigneter Unternehmen* sowie *Auswahl geeigneter Zusammenschlüsse*.⁵⁶⁹ Als weiterer Schritt kommt die *Auswahl eines geeigneten Stichprobenzeitraums* hin-

hungen zwischen den abhängigen Variablen gemessen werden können, vgl. *Schermelleh-Engel/Werner* (2007), S. 4f.

⁵⁶⁸ Es wird sichergestellt, dass alle Informationen der Stichprobe genutzt und robust gegenüber Abweichungen vom angenommenen Modell sind, vgl. *Stevens* (2002), S.262.

⁵⁶⁹ Vgl. exemplarisch *Bühner* (1990b), S. 23f sowie *Gerpott* (1993).

zu, der aber wiederum einen indirekten Einfluss auf die vorherigen beiden Schritte ausübt. Insgesamt erfolgt die Auswahl des für diese Arbeit relevanten Datensatzes in 3 Hauptschritten.

Auswahl geeigneter Unternehmen

Mit Bezug auf die in den Kapiteln Grundlagen der Familienunternehmen sowie derer von M&A basierenden theoretischen Ausführungen und dem explizit definierten Untersuchungsgegenstand, Unternehmenszusammenschlüsse auf dem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle zu untersuchen, richtet sich das Hauptaugenmerk der folgenden Analyse auf deutsche Familienunternehmen, die in einem bestimmten Zeitraum Unternehmenszusammenschlüsse in Form von Fusionen oder dem Erwerb von Mehrheitsanteilen realisiert haben. Dieser Fokus erscheint auf den ersten Blick unproblematisch, doch unterliegen Familienunternehmen oder allgemein mittelständische Unternehmen kaum Anzeige- oder Publizitätspflichten und können somit nicht immer lückenlos nachvollzogen bzw. erfasst werden.⁵⁷⁰ Um sich dieser Problematik zu nähern, wurde auf die Studie zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von FU der gemeinnützigen Stiftung Familienunternehmen zurückgegriffen, in der die größten 650 Familienunternehmen in Deutschland verzeichnet sind.⁵⁷¹ Zudem wurde auf Basis von Recherchen in Tageszeitungen, Internetquellen oder relevanter Literatur in einem ersten Schritt die für die Untersuchung relevante Auswahl geeigneter Unternehmen vorgenommen.

Auswahl geeigneter Zusammenschlüsse

Parallel wurden in einem zweiten Schritt auch die Unternehmenszusammenschlüsse enger definiert. Diese unterliegen zwar durch die Ausrichtung auf Fusionen und Akquisitionen als bindungsintensivste Formen in Bezug auf Zusammenschlüsse bereits einer Vorauswahl, dennoch müssen weitere inhaltliche Kriterien festgelegt werden, um verzerrte Aussagen der empirischen Studie vorzubeugen. Die für aus Käufersicht erforderlichen empirischen Transaktionsdaten weisen folgende Merkmale auf:

- ▶ Die von den Unternehmen durchgeführten Fusion und Akquisition liegen in einem Zeitraum zwischen 1990-2008. Dieses Zeitfenster beschreibt eine hinreichend große und breitgefächerte Grundgesamtheit von Transaktionen. Die

⁵⁷⁰ Familienunternehmen haben durch neuartige Regelungen wie die Publizität über den Bundesanzeiger (EHUG) oder durch verstärkte Offenlegungspflichten, wie mit dem Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG) Einzug in das HGB genommen, dennoch gibt es nach wie vor eine natürliche Verslossenheit seitens der Familienunternehmen, und es wird sich zeigen, ob Familienunternehmen durch gesetzlichen Vorgaben zu einer höheren Publizität gezwungen werden können. Vgl. *Achleitner et al.* (2011), S. 69f.

⁵⁷¹ Vgl. hierzu *Stiftung Familienunternehmen* (2011). Falls ein Unternehmen mithilfe dieses Abgleichs nicht eindeutig als Familienunternehmen identifiziert werden konnte, wurde zur Überprüfung der Anteilseignerstruktur neben allgemeinen Presseinformationen auf Datenbanken wie Bloomberg, Datastream, Compustat, FactSet Mergerstat Review oder LexisNexis zurückgegriffen.

untere Grenze ist notwendig, um Problemen bzgl. Publizität und Datenverfügbarkeit zu begegnen.⁵⁷²

- ▶ Das Bieterunternehmen ist ein nicht-börsennotiertes deutsches Unternehmen.⁵⁷³ Die zu untersuchende Forschungsfrage macht diese Eingrenzung erforderlich, zumal die parallele Suche nach Transaktionen von Familienunternehmen und die Identifikation derselben äußerst arbeitsintensiv ist. Nicht zuletzt wurde die Studie aus diesem Grund auf ein Land eingeschränkt.⁵⁷⁴
- ▶ Die angekündigte Transaktion stellt sich als eine Fusion oder Akquisition dar. Diese Annahme geschieht in Anlehnung an die herrschende Meinung, die Zusammenschlüsse als die Verfolgung einer gemeinsamen wirtschaftlichen Zielsetzung ansehen, die zumindest zeitweilig eine Einschränkung der wirtschaftlichen Dispositionsfähigkeit des Zielobjekts beinhaltet und im Extremfall zu einer vollständigen Aufgabe der wirtschaftlichen und rechtlichen Selbständigkeit führen kann.⁵⁷⁵
- ▶ Der Begriff M&A umfasst in der vorliegenden Arbeit den strategisch induzierten mehrheitsanteiligen Kauf bzw. Zusammenschluss von Unternehmen oder Unternehmensteilen sowie deren anschließende Integration.⁵⁷⁶ Damit einher geht die aktive Wahrnehmung der Leitungs-, Kontroll- und/ oder Verfügungsbefugnisse durch das Bieterunternehmen.⁵⁷⁷

⁵⁷² Dieser Aspekt betrifft die allgemeine Verfügbarkeit von Transaktionsdaten, Informationen zur Beteiligung von Familienunternehmen im Besonderen sowie Anzeige- und Bekanntmachungspflichten für Transaktionen nicht-börsennotierter Unternehmen, vgl. ebenfalls Kap. 5.2.1.2.

⁵⁷³ Vgl. hierzu die Dokumentation der Datenbank ThomsonOne Banker: „*A company whose shares are not publicly traded or in which single parent entity owns more than a 50% stake, and in which a government does not own a stake.*“

⁵⁷⁴ Die begrenzte empirische Forschung in diesem Themenbereich unter Berücksichtigung der hier vorliegenden Forschungsfrage, rechtfertigt die isolierte Betrachtung des deutschen Marktes für Unternehmenszusammenschlüsse. Zukünftige Forschungsbeiträge könnten sich mit der multinationalen Analyse von privat gehaltenen Familienunternehmen befassen.

⁵⁷⁵ Zur Beschreibung der in der Untersuchung inkludierten Transaktionsformen sowie Ausprägungen unternehmerischer Zusammenarbeit, vgl. Kap. 3.1.

⁵⁷⁶ Eine Analyse der Wirkungen von Unternehmenszusammenschlüssen auf privat gehaltene Familienunternehmen und den Konzernabschluss ist nur möglich, wenn das übernommene Unternehmen neu in den Konsolidierungskreis einbezogen wurde. Damit sind dann Vergleiche der Erfolgsindikatoren vor und nach der Erstkonsolidierung möglich. Die Forderung nach einer Konsolidierung der übernommenen Unternehmen bildet deshalb ein weiteres Auswahlkriterium für die Bildung der zu untersuchenden Stichprobe. Nach dem AktG von 1965, sind die übernommenen Unternehmen grundsätzlich dann in den Konzernabschluss einzubeziehen, wenn mehr als die Hälfte der Anteile im Besitz eines Konzernunternehmens ist (Vgl. hierzu § 329 Abs 2 Satz 6 AktG). Die Forderung nach einer Konsolidierung der übernommenen Unternehmen führt also zu einer Beschränkung auf Mehrheitsbeteiligungen, die nach §23 Abs 2 Nummer 2 Satz 3 GWB auch im Rahmen eines Gemeinschaftsunternehmens erfolgt sein können. Vgl. Bühner (1990a), S. 28f.

⁵⁷⁷ Vgl. ausführlich Abschnitt 3.1.

Auswahl eines geeigneten Stichprobenzeitraums

In einem dritten Schritt beschäftigt sich der Auswahlprozess mit der Selektion eines geeigneten Stichproben- und Beobachtungszeitraums. Diese letzte Anforderung befasst sich zunächst mit dem Zeitraum, in dem die Unternehmenszusammenschlüsse stattgefunden haben müssen. Hintergrund der Prämisse ist, dass die involvierten Unternehmen zur ex post Beurteilung des Transaktionserfolgs die Zusammenschlüsse in einem bestimmten, der Untersuchung vorgelagertem Zeitintervall durchgeführt haben müssen, um in der Studie berücksichtigt werden zu können.⁵⁷⁸ Hierbei bietet sich trivial betrachtet die Wahl eines langfristigen Zeitintervalls an. Durch diesen Schritt könnte eine große Anzahl von Unternehmen mit ihren Akquisitionen in der Studie berücksichtigt werden, womit die Studie an Repräsentativität gewinnen würde. Unter wissenschaftstheoretischen Gesichtspunkten und der damit zusammenhängenden ökonomischen Erklärung sollten möglichst aktuelle Unternehmenszusammenschlüsse in der Stichprobe berücksichtigt werden, was dazu führt, dass die Zeitspanne zwischen Anfertigung der Untersuchung und Durchführung der Unternehmenszusammenschlüsse hiernach nicht zu groß ausfallen darf.⁵⁷⁹ Die vorliegende Arbeit wählt daher einen Stichprobenzeitraum, der sich einerseits an der in der Literatur zu findenden Untersuchungszeiträume orientiert und andererseits die Verfügbarkeit der Jahresabschlüsse der zu untersuchenden Unternehmen berücksichtigt.⁵⁸⁰ Die Stichprobe der nachfolgenden empirischen Studie setzt sich somit mit Unternehmenszusammenschlüssen zusammen, die in den 90er und 2000er Jahren realisiert wurden, und beschreibt die Blütezeit der deutschen Akquisitionstätigkeit.⁵⁸¹

Da in der vorliegenden Arbeit der Erfolg von Familienunternehmen nicht nur statisch, sondern auch im Zeitablauf analysiert wird, spielt die zeitliche Abgrenzung eine wesentliche Rolle im Rahmen des Auswahlprozesses. Demnach erfordert die Gestaltung eines aussagefähigen Zeitvergleichs die Betrachtung der involvierten Unternehmen sowohl vor als auch nach vollzogenem Unternehmenszusammenschluss. Aus diesem Grund wird der Beobachtungszeitrahmen so gewählt, dass für jedes Familienunternehmen der Stichprobe bis zu sechs aufeinander folgende Jahresabschlüsse zur Verfügung stehen. Die Daten setzen sich zusammen aus zwei Jahren an Daten für die Zeit vor der Transaktion, dem Transaktionsjahr selbst sowie den darauf folgenden drei Jahren.⁵⁸² Dabei erfolgt die zeitliche Abgrenzung nicht nach

⁵⁷⁸ Vgl. *Settnik* (2006), S. 255.

⁵⁷⁹ Vgl. hierzu ausführlich *Settnik* (2006), S. 256f.

⁵⁸⁰ Die gewählten Zeitfenster historischer Untersuchungen sind äußerst heterogen und reichen von fünf bis zehn Jahren um die Transaktion bis hin zu maximal 20 Jahren, siehe dazu exemplarisch *Meeks* (1977); *Bühner* (1990b); *Gerpott* (1993); *Albrecht* (1994); *Dickerson et al.* (1997) und *Zollo/Singh* (2004). Einige wenige Autoren konzentrieren sich auch nur auf Stichprobenzeiträume von einem Jahr um den Zusammenschluss, vgl. hierzu *Perin* (1996); *Andrade et al.* (2001).

⁵⁸¹ Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 3.4.3.

⁵⁸² Zahlreiche Studien verwenden einen Beobachtungszeitraum von bis zu 3 Jahren für die Zeit vor sowie nach der Transaktion. Dieser spiegelt den Umfang gängiger verwendeter Zeithorizonte zum Zusammenschlusserfolg in empirischen Untersuchungen wider und nur wenige Autoren weichen

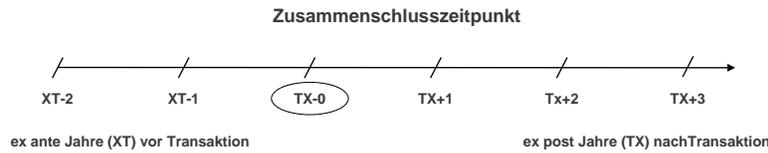


Abb. 20: Beobachtungszeitraum der vorliegenden empirischen Studie
(Quelle: Eigene Darstellung)

dem Kalenderjahr, sondern relativ zum Jahr der Akquisition. Hierdurch wird sichergestellt, dass eine isolierte Bilanzanalyse vor bzw. nach der Transaktion möglich ist und eine ausreichende Anzahl von Beobachtungen zur Verfügung steht. Um Verzerrungen bei der Analyse zu vermeiden, erfolgt keine Berücksichtigung des Jahresabschlusses aus dem Jahr der Transaktion, da es in diesen Jahren vermehrt zu transaktionsspezifischen Umstrukturierungen sowohl operativ als auch auf der Passiv-Seite der Bilanz kommen kann.⁵⁸³

Die Analyse fokussiert weiterhin nur Familienunternehmen, die im Beobachtungszeitraum einen konsolidierten Jahresabschluss veröffentlicht haben, da ansonsten eine Messung des Zusammenschlusserfolgs des akquirierenden Unternehmens nicht möglich ist.⁵⁸⁴

Trotz der jeweils einheitlichen Anforderungen bzgl. Aufstellung und Publikation von Jahresabschlussinformationen sowohl im HGB als auch bei IFRS, bestehen

substantiell von diesen nach oben ab. Vgl. ebenfalls die Übersicht bei *Gerpott* (1993), S. 231ff, der selbst einen Beobachtungszeitraum von drei Jahren nach vollzogenem Zusammenschluss als angemessen bewertet. Eine Ausnahme bildet *Dickerson et al.* (1997), die einen Zeitraum von 18 Jahren analysieren. Derartig lange Zeiträume bergen hingegen die Gefahr einer Verzerrung in Form einer Überlagerung weiterer zusammenschlussbedingter Effekte oder externer Einflüsse. Vgl. hierzu ausführlich Abschnitt 6.2.1 zur Diskussion um die Bestimmung der Stichprobendaten sowie *Settnik* (2006), S. 258f.

⁵⁸³ Diese Vorgehensweise erfolgt in Anlehnung an die herrschende Meinung, wird in der Akquisitionsliteratur jedoch kontrovers diskutiert, vgl. exemplarisch *Bühner* (1990b) und *Zollo/ Singh* (2004) sowie *Haun* (1996), *Kitzmann* (2005) und *Settnik* (2006), die aus Vollständigkeitsgründen das Zusammenschlussjahr in der Analyse nicht vernachlässigen.

⁵⁸⁴ Diese Bedingung stellte die größte Herausforderung im Rahmen dieser Forschungsarbeit dar, da die Suche nach Überschneidung der Informationen zu privat gehaltenen FU, dazugehöriger Transaktionen bei gleichzeitiger Verfügbarkeit von Jahresabschlüssen, einer Suche nach der sprichwörtlichen Nadel im Heuhaufen gleicht. Aufgrund geringer Publizitätspflichten seitens der FU und auch der zeitweiligen Verweigerung der Unternehmen, ihre Jahresabschlüsse trotz gesetzlicher Pflicht offenzulegen, erschwerte die Datenerhebung zusätzlich. Ohne die Mithilfe zahlreicher dem Vorhaben positiv eingestellter Unternehmen sowie der breiten Unterstützung durch die Berenberg Bank, wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen.

zwischen den Unternehmen Divergenzen in der Rechnungslegungspraxis.⁵⁸⁵ Diese Divergenzen beziehen sich analog auch auf den offenzulegenden Konzernabschluss der untersuchten Unternehmen. Hierbei fällt insbesondere die Verwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsnormen auf. Bedingt durch abweichende Vorschriften hinsichtlich Ansatz und Bewertung einzelner Bilanzpositionen, kann dies Verzerrungen bei der Berechnung der zu erklärenden Variable – der Erfolgsbeurteilung der Transaktion – zur Folge haben.⁵⁸⁶ Die Herausforderung der inhaltlichen Vereinheitlichung wurde in Form einer Aufbereitung der untersuchten Jahresabschlüsse begegnet, dennoch ist eine Normalisierung auf Basis der veröffentlichten Informationen nicht immer möglich gewesen.⁵⁸⁷ Bei der Datenerfassung stellen die unterschiedlichen Gliederungsschemata und Detaillierungsgrade der betrachteten Jahresabschlüsse eine weitere Barriere dar.⁵⁸⁸ Diese Problematik wurde durch Vereinheitlichung der Gliederungen sowie durch Einzelfalllösungen aller betrachteten Jahresabschlüsse der Familienunternehmen begegnet.⁵⁸⁹

In der Untersuchung werden ebenfalls Unternehmenszusammenschlüsse berücksichtigt die vor der Euro Einführung, also dem 1. Januar 2002 durchgeführt wurden. Bei der Datenerfassung wurden daher alle auf „DM“ basierenden, monetären Daten in Euro umgerechnet, wobei die Umrechnung mit dem von der Europäischen Zentralbank festgelegten Wechselkurs durchgeführt wurde.⁵⁹⁰ Diese Methodik wurde sowohl für Bilanzpositionen als auch für Positionen der Gewinn und Verlustrechnung sowie der Kapitalflussrechnung verwendet.⁵⁹¹ Von dieser Vorgehensweise betroffen sind alle Transaktionen der Stichprobe, die im Zeitraum vor Einführung des Euros durchgeführt wurden.

Ergebnis Auswahlprozess

Insgesamt führen die bisherigen Eingrenzungen des Stichprobenzeitraums auf die Jahre 1990-2008 zur einer Gesamtzahl von über 9000 möglichen Transaktionen.⁵⁹²

⁵⁸⁵ Vgl. *Wenzel* (2006), S. 202 und S. 211ff.

⁵⁸⁶ Vgl. *Kütting* (2000b), S. 674ff.

⁵⁸⁷ Vgl. *Coenenberg* (2005), S. 956-968.

⁵⁸⁸ Vgl. *Kütting* (2000a) für eine Diskussion zur Rechnungslegungsproblematik bei Wachstumsunternehmen.

⁵⁸⁹ Für die Erhebung und Vereinheitlichung wurde ein speziell auf mittelständische Unternehmen spezifizierter Erfassungsbogen auf Basis eines gängigen Tabellenkalkulationsprogramms erarbeitet, vgl. dazu auch *Coenenberg/Jakoby* (2000), S. 177-206 und *Baetge et al.* (2004), S. 81-85.

⁵⁹⁰ Der von der Europäischen Union und der Bundesbank amtlich festgelegte Umtauschkurs beträgt 1 Euro für 1.95583 DM. Vgl. ebenfalls <http://www.ecb.int/euro/intro/html/index.de.html> (15.01.2013).

⁵⁹¹ Vgl. *Coenenberg* (2005), S. 586ff.

⁵⁹² Die Auswahl der oberen Grenze des Stichprobenzeitraums wird bedingt durch die Verfügbarkeit der Jahresabschlussdaten, der annahmegemäß einen Beobachtungszeitraum nach formal vollzogenem Unternehmenszusammenschluss von bis zu drei Jahre vorsieht. Unter Berücksichtigung dieses Ereignisfensters können Zusammenschlüsse bis zum Jahre 2008 stattgefunden haben und die letzten verfügbaren Jahresabschlüsse per 31.12.2011 Eingang in die Studie finden.

Daher sind weitere Anpassungen notwendig, um zu einer angemessenen Anzahl von durch Familienunternehmen abgeschlossenen Transaktionen und somit zur finalen Stichprobe zu gelangen, die Eingang in die empirische Studie findet.

Zunächst wird die Stichprobe um ausgewählte Industrieklassifizierungen bereinigt.⁵⁹³ Diese stellen Unternehmen dar, deren Hauptgeschäftstätigkeit in den SIC-Kategorien 60-69 liegen. Hierzu gehören neben dem Bankwesen auch Wertpapierbroker, -händler und -börsen sowie das Versicherungs- und Immobilienwesen. Zusätzlich zählen hierzu auch Holding- und Zweckgesellschaften, wie z.B. Special Purpose Vehicles oder Private Equity Fonds, sowie gewöhnliche Versorgungsunternehmen. Das geschieht im Einklang mit der gängigen Akquisitionsliteratur, die diese Branchen in der Regel von der empirischen Analyse ausschließt, da neben divergierenden Motiven im Zuge derartiger Transaktion auch die zugrunde gelegten Rechnungslegungs- und Regulierungsstandards sich deutlich von denen anderer Branchen unterscheiden.⁵⁹⁴ Eine Verzerrung der Ergebnisse ist bei gemeinsamer Analyse nicht auszuschließen.⁵⁹⁵ Bei Versorgungsunternehmen kann es der Fall sein, dass diese staatlich reguliert sind oder der Staat eine nicht unwesentliche Beteiligung hält.⁵⁹⁶

Darüber hinaus wird die Stichprobe um Doppelzählungen, Zweitlistings und nicht abgeschlossene Transaktionen bereinigt.⁵⁹⁷ Den Abschluss bildet die manuelle Erhebung der Jahresabschlüsse und Kennzahlen der infrage kommenden Unternehmen.

Verzerrungen im Auswahlprozess

Es ist zu vermuten, dass Unternehmen deren wirtschaftliche Entwicklung als negativ einzuschätzen ist oder den Erfolg einer relevanten Übernahme als negativ beurtei-

⁵⁹³ Vgl. hierzu die Definition des *Standard Industrial Classification Code (SIC)*. Dieser ist ein produktionsorientiertes Klassifikationsschema für unterschiedliche Industriezweige bzw. Branchen in den USA. Beim SIC-Code werden jeder einzelnen Branche zwei- bis vierstellige numerische Codes zugeordnet. Ähnliche Branchen werden in sogenannten Hauptgruppen zusammengefasst. Diese Hauptgruppen werden wiederum zu zehn Divisionen aggregiert. Ersetzt wurde der SIC-Code durch das von den USA, Kanada und Mexiko gemeinsam entwickelte, sechsstellige *North American Industry Classification System (NAICS)*. Geläufiger sind jedoch noch immer SIC-Codes, da sie von einigen Behörden, wie der *United States Securities and Exchange Commission (SEC)*, weiter verwendet werden. Auch deutsche Informationsdienstleister wie z.B. die Creditreform, die Hoppenstaedt Firmendatenbank oder LexisNexis nutzen diese Form der Unternehmenskategorisierung. Alternativ wird in Deutschland häufig die *Klassifikation der Wirtschaftszweige (WZ 2008)* des Statistischen Bundesamtes verwendet.

⁵⁹⁴ Vgl. beispielsweise *Shyam-Sunder/ Myers* (1999), S. 227 und *Hovakimian et al.* (2001), S. 4f.

⁵⁹⁵ Vgl. *Anderson/ Reeb* (2003b), S. 1308.

⁵⁹⁶ Diese betrifft den SIC-Code Bereich 48-49, „Communications“ und „Electric, Gas, and Sanitary Services“, wobei dieser Begriff äußerst weit definiert ist.

⁵⁹⁷ Es kann vorkommen, dass Transaktionen zwar angekündigt werden, aber durch externe Einflüsse, wie z.B. die Ablehnung durch das Bundeskartellamt oder die Verweigerung der Anteilseigner zur Veräußerung ihrer Anteile, wie im Fall der geplatzten Übernahme der Rhön-Kliniken durch die Fresenius AG, nicht abgeschlossen werden, vgl. *Handelsblatt* (2012e).

Datenbasis ThomsonOne Banker			n	Manuelle Anpassungen		n
Database	All Mergers & Acquisitions	n/a		Eliminierung irrelevanter SIC-Codes	5,476	
Acquiror Ultimate Parent Nation (Code)	Germany	29,390		fehlerhafte Codierung	5,113	
Acquiror Ultimate Parent Public Status (Code)	Private	14,771		Doppelzählungen	4,886	
Percent of Shares Owned after Transaction	50.1 to HI	9,088		Prüfung des M&A-Zeitraums	3,097	
Deal Status (Code)	Completed	9,080				
Date Effective/Unconditional	01/01/1990 to 12/19/2009	8,811		Auswertung der Beteiligungsverhältnisse *	1,278	
				Prüfung Familienunternehmen (j/n)	996	
				Validierung des Transaktionsjahres	329	
				aktuelle Anzahl Unternehmen	53	
				Anteil	4,1%	

Quelle: ThomsonOne Banker
n = Anzahl Unternehmen
* Eliminierung SIC-Codes (8***), nicht-eindeutige Besitzverhältnisse
Stand: 18/12/2012

Abb. 21: Herleitung des finalen Datensatzes
(Quelle: Eigene Darstellung)

len, selektiv keine Jahresabschlüsse veröffentlichen oder erst gar nicht an derartigen Erhebungen teilnehmen. Ebenfalls besteht die Möglichkeit, dass Entscheidungsträger ihren Akquisitionstätigkeit günstiger darstellen als es in der Realität der Fall gewesen ist, so dass die Gefahr besteht, dass erfolglose Fälle in derartigen Untersuchungen systematisch unterrepräsentiert sind.⁵⁹⁸ Der gemessene Unterschied ist dann lediglich ein scheinbarer Unterschied und beschreibt eine systematische Verzerrung, durch mangelnde Berücksichtigung einer das Resultat der Studie beeinflussenden Unternehmen. Allerdings deuten empirische Untersuchungen darauf hin, dass die in der Literatur häufig formulierte Befürchtung, Entscheidungsträger oder Beteiligte würden den Akquisitionserfolg von Transaktionen, bei denen sie selbst involviert waren, vorteilhafter darstellen, als es den Tatsachen entspricht, nur wenig Unterstützung findet. *Chakrabarti* (1990) kann belegen, dass Käufer- und Zielunternehmen den jeweiligen Akquisitionserfolg ähnlich beurteilen.⁵⁹⁹ Gleichermaßen zeigen mehrere Untersuchungen, dass für die Beurteilung des Akquisitionserfolgs zwischen objektiven und subjektiven Erfolgskriterien bzw. -einschätzungen ein hoher Grad an Übereinstimmung besteht.⁶⁰⁰

Dieser differenzierte Auswahlprozess führte zu einer homogenen Stichprobe von 53 realisierten Unternehmenszusammenschlüssen aus den Jahren 1997-2008 durch 48 Familienunternehmen (vgl. Abbildung 21). Damit liegt der Stichprobenumfang

⁵⁹⁸ Die Erfahrung, dass der Nicht-Erfolg einer Übernahme der Grund für eine mangelnde Auskunftsberedtheit einzelner Unternehmen sein kann, machte u.a. *Möller*, vgl. *Möller* (1983), S. 36.
⁵⁹⁹ Vgl. *Chakrabarti* (1990), S. 263f.

⁶⁰⁰ Vgl. u.a. *Dess/Robinson* (1984), S. 269f. sowie *Datta* (1991), S. 288. Dieser korrelierte Zusammenhang zwischen objektiven und subjektiven Performanceindikatoren wird auch von *Geringer/Hébert* (1989) und *Papadakis/Thanos* (2010) diagnostiziert, die eine Erfolgsbeurteilung von Joint Ventures vornehmen.

für eine jahresabschlussorientierte Untersuchung des Zusammenschlusserfolgs von Familienunternehmen durchaus in der Größenordnung vergleichbarer Studien, da branchenspezifische sowie -übergreifende Untersuchungen häufig nur eine gering höhere Stichprobengröße aufweisen.⁶⁰¹

5.2.1.2 Charakteristika betrachteter Familienunternehmen

Die zur Kennzahlenbildung im Rahmen der jahresabschlussorientierten Untersuchung des Zusammenschlusserfolgs von Familienunternehmen benötigten Rohdaten stammen aus verschiedenen Quellen. So wurden die Unternehmensdaten einerseits auf Basis der verfügbaren Jahresabschlüsse im elektronischen Bundesanzeiger erhoben. Unterstützt wurde diese Erhebung durch die gesetzliche Neuregelung der Jahresabschlusspublizität mit dem zum 1. Januar 2007 in Kraft tretenden Gesetz über das elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (kurz: EHUG). Dieses bringt neben einer Reihe von wichtigen Änderungen zur Abschlusspublizität und neuen Offenlegungspflichten für Unternehmen auch die Umstellung des Handelsregisters auf eine computergestützte Version und das sogenannte Unternehmensregister.⁶⁰²

Da der elektronische Bundesanzeiger jedoch einige Datenlücken in Bezug auf die zur Unternehmenskennzahleneruierung erforderlichen Positionen aufwies sowie Unternehmensdaten, deren Transaktionen vor dem Gesetzentwurf realisiert wurden, nicht im Bundesanzeiger verzeichnet waren, mussten diese Daten durch persönliche Kontakte, durch telefonische sowie postalische Unternehmensakquisen und durch Interviews nacherhoben werden. Damit einher ging fast immer die Auflage zur Unterzeichnung einer Vertraulichkeitsvereinbarung, die überlassenen Informationen und Unterlagen vertraulich zu behandeln. Diese Verpflichtung wird auch durch die Beendigung der Untersuchung und die Rückgabe bzw. Vernichtung schriftlicher Informationen und Unterlagen nicht berührt, so dass die Unternehmen nicht detailliert beschrieben oder genannt werden dürfen. Die Datenbeschreibung bezieht sich auf den Transaktionszeitpunkt, die Branchenzugehörigkeit, den Transaktionsanlass sowie die Angabe mittlerer Werte ausgewählter Jahresabschlussinformationen, die eine angemessene Einschätzung der wesentlichen Charakteristika der Stichprobe ermöglichen, jedoch keinen Rückschluss auf die in der Stichprobe vorhandenen FU zulässt.

⁶⁰¹ Vgl. hierzu die Übersicht über den Stichprobenumfang jahresabschlussbasierter branchenübergreifender Studien in Kapitel 4.3.2, der von 25 bis zu 2941 Unternehmen umfasst. Die Anzahl der untersuchten Unternehmen hängt neben der allgemeinen Stichprobengröße maßgeblich von der Tiefe und Anzahl der untersuchten Indikatoren bzw. unabhängigen Variablen ab. So umfasst beispielsweise die durch *Settnik* (2006) durchgeführte branchenspezifische Untersuchung 25 Zusammenschlüsse durch 21 Versicherungsunternehmen.

⁶⁰² Vgl. hierzu Gesetz v. 10.11.2006 BGBl. I S. 2553 (Nr. 52).

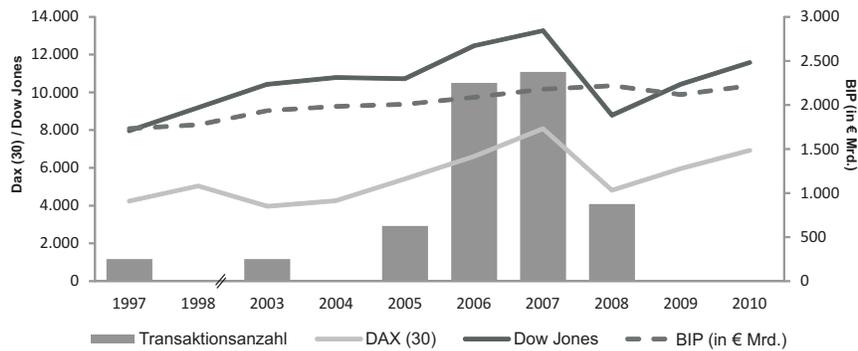


Abb. 22: Chronologie der Leitindizes DAX, Dow Jones sowie BIP im Vergleich zur Transaktionshäufigkeit der erhobenen Familienunternehmen
(Quelle: Statistisches Bundesamt, FactSet Fundamentals und eigene Berechnung)

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit werden insgesamt 53 abgeschlossenen Transaktionen analysiert, die in dem Zeitraum von 1997 bis 2008 stattfanden, wobei die Mehrzahl der Zusammenschlüsse im Zeitfenster von 2005 bis 2008 erfolgte. Ausschlaggebend für die Wahl des Zeitfensters war die Schaffung einer breiten Basis von durch Familienunternehmen realisierten Transaktionen, aber nicht zuletzt auch die Erwartung der Teilnahme und Berichterstattung durch Unternehmen mit zeitlich eher zurückliegenden Transaktionen. Wie aus Abbildung 22 zu entnehmen, wurde dieser Erwartung nicht erfüllt, da überproportional viele der untersuchten Transaktionen nicht weit zurückliegen.⁶⁰³ Die Abbildung zeigt neben der Transaktionsdichte der untersuchten Familienunternehmen die Verläufe der Leitindizes DAX und Dow Jones, die den nationalen wie internationalen Börsenzyklus beschreiben sowie den Verlauf des Bruttoinlandsprodukts (kurz: BIP), das die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und Konjunkturentwicklung der deutschen Volkswirtschaft abbildet. Offensichtlich ist, dass die Mehrzahl der untersuchten Zusammenschlüsse in einen Zeitraum fallen, der unter konjunkturellen Gesichtspunkten zwar als positiv zu bezeichnen ist, die Abkühlung der Welt- und Binnenkonjunktur dennoch erwartet wurde.⁶⁰⁴ Analog zur Fortentwicklung des europäischen und deutschen M&A-Marktes, entwickelte sich auch die Zusammenschlussaktivität der hier untersuchten mittel-

⁶⁰³ Zu diskutieren wäre, ob dies einerseits an dem neu eingeführten EHUG liegt und der damit einhergehenden höheren Transparenz der Unternehmen, einer erhöhten Wahrnehmung bzw. Bereitschaft zur Teilnahme an dieser speziellen Forschungsfrage oder ob nur erfolgreiche Unternehmen Teil dieser Stichprobe sind.

⁶⁰⁴ Vgl. hierzu auch den monatlich erscheinenden ifo Geschäftsklimaindex für die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Europa, dessen Ergebnisse im Einzelnen ebenfalls in den ifo Konjunkturperspektiven veröffentlicht werden. Weitere Informationen unter <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate.html> (Stand: 15.01.2013).

ständischen Familienunternehmen, die ihren Höhepunkt im Jahre 2007 fand.⁶⁰⁵ Die Häufigkeit der Transaktionen ähnelt dem Verlauf der Konjunkturerwicklung, die, zu beobachten anhand des BIP sowie der Aktienindizes, bis zum Jahre 2008 positiv verläuft und dann einen substantiellen Einbruch erlebt. Ein Zusammenhang zwischen Konjunkturerwicklung und Transaktionsaktivität liegt nahe, da auch der weltweite Markt für Unternehmenstransaktionen einen zyklischen Verlauf aufweist und von der globalen Wirtschaftslage abhängt.

Die vorliegende Arbeit versucht die langfristige Performance von Familienunternehmen infolge eines Zusammenschlusses zu untersuchen, daher ist die Betrachtung eines bestimmten Zeitraums vor und nach der Transaktion notwendig. Wie von *Kaplan* (1989) bereits vorgeschlagen, wird für die Analyse des Unternehmenserfolgs ein ausreichend großer Betrachtungszeitraum gewählt, um die langfristige Folgen einer Transaktion erfassen zu können.⁶⁰⁶ Für den vorhandenen Datensatz bedeutet dies, dass aufgrund der verfügbaren Datenlage der Betrachtungszeitraum 2 Jahre vor der Transaktion beginnt und bis zu 3 Jahren nach Transaktion umfasst.⁶⁰⁷ Infolgedessen beginnt die Beobachtung im Jahre 1994 und endet im Jahre 2011 mit der Erhebung der Jahresabschlussinformationen, so dass sowohl die Performance im Selbstvergleich als auch anhand der jeweiligen Kontrollgruppe bzw. Peer-Group zu untersuchen ist.⁶⁰⁸ Zudem wurde die Stichprobe um diejenigen Unternehmen bereinigt, die im Beobachtungszeitraum die Akquisition wieder veräußert oder noch eine weitere Transaktion getätigt haben.

Bei Betrachtung der Familienunternehmen gemäß ihrer Branchenzugehörigkeit fällt auf, dass die Unternehmen des produzierenden bzw. verarbeitenden Gewerbes die Stichprobe dominieren (siehe Abbildung 23). Neben diesen häufig sehr kapitalintensiven Industrien sind auch der Handel sowie die unternehmensnahen Dienstleistungen, wozu u.a. die Logistik zählt, in der Stichprobe der untersuchten Transaktionen vertreten. Diese Beobachtung steht im Einklang mit vergleichbaren Studien, die ebenfalls einen Schwerpunkt von Unternehmenszusammenschlüssen im verarbeitenden Gewerbe sowie im Handel feststellen.⁶⁰⁹

Im Folgenden wird ein detaillierter Überblick über die zusammengefassten Jahresabschlussinformationen der untersuchten Familienunternehmen gegeben, die im

⁶⁰⁵ Vgl. hierzu auch Kap. 3.4.2 und Kap. 3.4.3

⁶⁰⁶ Vgl. ebenfalls *Chatterjee/ Meeks* (1996); *Ramaswamy* (1997); *Ghosh* (2001); *Guest et al.* (2010).

⁶⁰⁷ Vgl. *Ramaswamy* (1997); *Ghosh* (2001) und *Guest et al.* (2010), die in ihren Studien jeweils drei Jahre vor und nach der Transaktion betrachten.

⁶⁰⁸ Im Branchenvergleich wird das Transaktionsjahr der Familien- sowie der Kontrollunternehmen in der Analyse eliminiert und nicht berücksichtigt, da es häufig zu transaktionspezifischen Umstrukturierungen kommt, die einen verfälschten Einfluss auf die statistische Analyse hätten. Bei der Analyse des Unternehmenserfolgs im Selbstvergleich wird hingegen das Transaktionsjahr als Messzeitpunkt berücksichtigt.

⁶⁰⁹ Vgl. hierzu die Studien von *Eiben* (2007) und *Sachs* (2007).

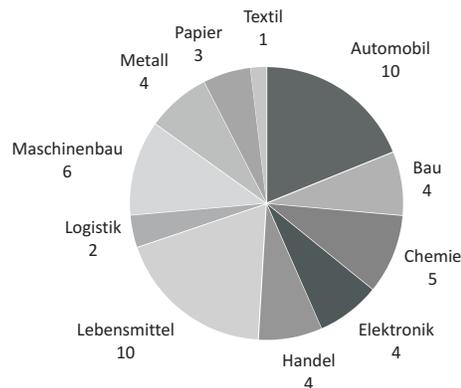


Abb. 23: Übersicht Anzahl Transaktionen nach Branchenzugehörigkeit
(Quelle: Eigene Zusammenstellung)

Rahmen der Jahresabschlussanalysen erhoben wurden. Neben den durchschnittlichen Umsätzen und Wachstumsraten der Unternehmen in den Beobachtungsjahren, werden ebenfalls die Daten bzgl. der operativen Profitabilität sowie die Eigenkapitalentwicklung dargestellt. Die folgende deskriptive Übersicht beruht zunächst auf den Rohdaten der zur Verfügung gestellten Informationen und soll einen ersten Eindruck über den Datensatz vermitteln.⁶¹⁰ Wie aus Abbildung 9 zu entnehmen ist, weist der Datensatz der Familienunternehmen im Betrachtungszeitraum ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von mehr als 7% auf, wobei die umsatzstärkeren Unternehmen eine deutlich höhere Wachstumsrate aufweisen. Betrachtet man hingegen das durchschnittliche Umsatzwachstum für die Jahre im Betrachtungszeitraum separat, so ergibt sich eine substantielle Umsatzsteigerung um mehr als 22% im Jahr der Transaktion, die sich in den Folgejahren auf ein normales Maß abschwächt. Auffällig sind die schwachen Wachstumsraten im Jahr zwei und drei nach der Transaktion, in denen die Unternehmen nur ein schwach positiv bzw. schwach negatives Wachstum aufweisen. An dieser Stelle muss man sich hingegen die Konjunktorentwicklung der im Datensatz vorhandenen Transaktionsjahre vor Augen halten, in dem vereinzelte Unternehmen Umsatzeinbrüche von bis zu 50% verkraften mussten.

⁶¹⁰ Eine ausführlichere Diskussion sowie Inflationsbereinigung der einzelnen Kennziffern erfolgt im nächsten Kapitel im Rahmen der Voruntersuchung der Datensätze sowie der deskriptiven Datenanalyse, siehe hierzu Kap. 6.1.

Tabelle 9: Deskriptive Analyse der Jahresabschlussinformationen der untersuchten Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Zusammenstellung)

	XT-2	XT-1	XT-0	TX+1	TX+2	TX+3		XT-2	XT-1	XT-0	TX+1	TX+2	TX+3
Umsatz (in €m)							NetDebt/EBITDA						
3. Quartil	606,68	665,10	845,50	826,89	879,96	960,50	3. Quartil	2,22	2,50	2,31	2,58	3,36	2,39
Mean	554,00	595,04	704,96	775,94	776,90	785,90	Mean	1,20	0,79	1,09	1,58	2,94	0,91
Median	381,43	389,14	493,98	543,98	554,22	498,40	Median	1,49	0,85	1,26	1,29	1,38	1,21
1. Quartil	235,47	270,34	309,12	347,30	301,77	298,95	1. Quartil	(0,09)	0,00	0,27	0,04	(0,10)	(0,30)
Umsatzwachstum							Eigenkapital						
3. Quartil	0,11	0,13	0,24	0,13	0,09	0,07	3. Quartil	141,35	177,56	205,55	226,14	291,53	255,72
Mean	0,09	0,09	0,22	0,10	0,00	(0,00)	Mean	94,75	129,50	141,95	158,33	180,50	174,92
Median	0,07	0,08	0,14	0,09	0,03	0,01	Median	72,76	78,40	86,98	97,87	93,58	88,69
1. Quartil	0,03	0,03	0,07	0,04	(0,04)	(0,10)	1. Quartil	49,82	54,03	64,72	59,87	50,96	46,60
EBITDA-Marge							Bilanzsumme						
3. Quartil	0,10	0,14	0,12	0,13	0,11	0,13	3. Quartil	376,72	491,64	597,37	685,85	695,03	662,31
Mean	0,08	0,11	0,10	0,10	0,09	0,10	Mean	263,06	377,92	443,36	474,27	506,44	522,41
Median	0,06	0,09	0,10	0,10	0,08	0,10	Median	215,65	237,23	310,16	334,62	391,40	365,10
1. Quartil	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06	0,07	1. Quartil	116,49	155,14	168,96	179,34	180,39	162,22
EBIT-Marge							Eigenkapitalquote						
3. Quartil	0,06	0,09	0,09	0,10	0,07	0,08	3. Quartil	0,45	0,48	0,44	0,45	0,44	0,52
Mean	0,05	0,07	0,07	0,07	0,05	0,06	Mean	0,35	0,37	0,34	0,35	0,35	0,37
Median	0,03	0,06	0,06	0,06	0,05	0,06	Median	0,34	0,35	0,32	0,32	0,32	0,35
1. Quartil	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	1. Quartil	0,28	0,27	0,24	0,22	0,23	0,26

Anmerkung: Die Bezeichnung *XT-2* und *XT-1* beschreibt die Jahre vor der Transaktion, *XT-0* entspricht dem Transaktionsjahr sowie *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* mit den Jahren nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$. Um die Darstellung in Abbildungen und Tabellen übersichtlicher zu gestalten, werden negative Werte in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

In Bezug auf die operative Profitabilität der Familienunternehmen ist eine relative Beständigkeit zu beobachten, da sie über den gesamten Betrachtungszeitraum nahezu konstant bleibt und für die betrachteten Branchen durchschnittliche oder sogar überdurchschnittliche Margen aufweist. Die EBITDA- bzw. EBIT-Margen für die betrachteten Unternehmen im Zeitablauf betragen durchschnittlich fast 10% bzw. 6%. Im Verlauf des nächsten Kapitels wird detailliert auf die Entwicklung und die ökonomischen Hintergründe der operativen Profitabilität eingegangen.⁶¹¹

Auch die Gegenüberstellung der Nettoverschuldung zum operativen Ergebnis der Unternehmen, die ein Indiz für die Schuldentilgungskraft liefert, und den Faktor beschreibt wie viele Jahre das gleiche EBITDA erzielt werden müsste, um die Schulden eines Unternehmens komplett zu tilgen, zeigt mit einem Faktor von 1.4 Jahren sehr gute Werte auf. Das 3. Quartil, das die obersten 25% der Werte der Stichprobe umfasst, weist mit einem durchschnittlichen Faktor von 2.5 Jahren ebenfalls gute bis sehr gute Ergebnisse auf.⁶¹²

Neben der Verschuldungsrelation lässt auch die Eigenkapitalquote Rückschlüsse auf die Finanzierungsstruktur der Familienunternehmen zu. Im Gegensatz zu den teils geringen Eigenkapitalquoten kapitalmarktorientierter Firmen, weisen die hier untersuchten Familienunternehmen mit durchschnittlich 36% eine beachtliche Eigenkapitalquote auf. Mittelwerte und Mediane liegen vergleichsweise nah bei einander, was auf eine homogene Eigenkapitalquote der Stichprobenunternehmen schließen lässt. Beachtlich ist, dass einige Familienunternehmen durchschnittliche Eigenkapitalquoten von annähernd 50% aufweisen und selbst im 1. Quartil noch einen Wert von mehr als 25% zu verzeichnen haben.

Die aufgeführte Darstellung vermittelt einen ersten Überblick über die im Datensatz enthaltenen Familienunternehmen und deren Transaktionen. Die Datenbasis kann mithilfe des vorgenommenen Vergleichs als tendenziell ähnlich angesehen werden. Zudem wurde deutlich, dass es sich angesichts der Größen Umsatz, Verschuldungsrelation sowie Eigenkapitalquote um eher große mittelständische Unternehmen handelt. Im nächsten Kapitel werden diese und weitere Kennzahlen der Unternehmen einer detaillierten Analyse unterzogen. Die Charakteristika sowie die Entwicklung der erhobenen Kennzahlen werden intensiv beschrieben und auf ihre möglichen ökonomischen Zusammenhänge überprüft.⁶¹³ Nun folgt die Definition und Beschreibung der Zusammenstellung der für den Abgleich notwendigen Vergleichsunternehmen.

⁶¹¹ Vgl. hierzu Kapitel 5.3.

⁶¹² Die an der Mittelstandsbörse EUWAX gelisteten Unternehmen mit einer ausgegebenen Mittelstandsanleihe weisen eine Verschuldungsrelation von 2.9 Jahren auf.

⁶¹³ Vgl. ausführlich Kapitel 6.

5.2.2 Datensatz vergleichbare Unternehmen

5.2.2.1 Definition der Peer-Group

In diesem Abschnitt erfolgt die Definition und Zusammenstellung der für die Untersuchung notwendigen Peer-Group Unternehmen.⁶¹⁴ Diese Zusammenanstellung stellt neben der sorgfältigen Suche und Erhebung von relevanten Unternehmensdaten, den zweiten zentralen Datensatz dar, da ein wesentlicher Bestandteil der vorliegenden Arbeit der Performanceabgleich von Familienunternehmen mit vergleichbaren Industrieunternehmen ist.⁶¹⁵ Die Identifikation tatsächlich vergleichbarer Unternehmen stellt jedoch ein wesentliches Problem dar. Es besteht die Möglichkeit ausschließlich Unternehmen heranzuziehen, die in derselben Branche agieren wie die zu analysierenden Unternehmen.⁶¹⁶ Oberflächlich betrachtet trifft das auch auf Familienunternehmen zu und jedes kann einer bestimmten Branche direkt zugeordnet werden, dennoch agieren sie zuweilen in Nischenmärkten, sind weit diversifiziert und mit ihren Produkten nicht selten Markt- oder sogar Weltmarktführer.⁶¹⁷ Diese Tatsache konterkariert wiederum die uneindeutige Zuweisung in eine Branche und erschwert die Suche nach dem geeigneten Vergleichsunternehmen.

Die vorliegende Arbeit nähert sich dieser Problematik, indem die Familienunternehmen mit einer Gruppe von Unternehmen verglichen werden, die den gleichen Markt- und Wettbewerbstreibern unterliegen.⁶¹⁸ Zeigen die Vergleichsunternehmen dieselben Charakteristika auf, können bei einer Gegenüberstellung der Unternehmen im beobachteten Zeitraum spezifische Aussagen über Wachstum und Profitabilität getätigt werden.⁶¹⁹ Um dieser Fragestellung gerecht zu werden und später aussagekräftige Ergebnisse zu erlangen, beträgt die Größe dieser *Peer-Group* zwischen vier und zehn börsennotierten Unternehmen, deren Jahresabschlussinformationen durch Datenbanken frei zugänglich und verfügbar sind.⁶²⁰ Es gibt drei Gründe, die für die Verwendung von börsennotierten Firmen als Vergleichsgrup-

⁶¹⁴ Eine Peer-Group ist eine individuell zusammengestellte Gruppe von Vergleichsunternehmen anhand spezifischer Kriterien.

⁶¹⁵ Aus Gründen der Verfügbarkeit und zum Zweck der Transparenz werden für den Peer Group Vergleich ausschließlich börsennotierte Unternehmen verwendet, da diese auch für weit zurückliegende Betrachtungsräume verfügbar sind. Siehe für eine weiterführende Diskussion *Herrmann* (2002), S. 91ff. sowie *Hommel/ Grass* (2008), S. 375ff.

⁶¹⁶ Vgl. *Richter* (2000), S. 284ff.

⁶¹⁷ Zur Diskussion um den Erfolg von Familienunternehmen und wie man sich in einer globalisierten Wettbewerbswirtschaft als mittelständisches Unternehmen behauptet, vgl. *Simon* (2007), S. 35-38.

⁶¹⁸ Vgl. *Hommel/ Grass* (2008), S. 375.

⁶¹⁹ Vgl. *Leiber* (2008), S. 150.

⁶²⁰ Bei der Analyse von Vergleichsunternehmen ist eine Abwägung zwischen einer möglichst homogenen – und meist sehr limitierten – und einer breiteren, nur in wenigen Punkten vergleichbaren Gruppe von Unternehmen durchzuführen. Neben der branchen- und unternehmensspezifischen Vergleichbarkeit ist dabei u.U. auf kapitalmarktspezifische Vergleichbarkeit (z.B. Fungibilität, Börsensegment, Sitz, etc.) zu achten. Oftmals ist es sinnvoll, eine breitere Peer Group zu bilden und innerhalb dieser zwischen Unternehmen, die mit gewissen Einschränkungen vergleichbar sind, zu

pe sprechen.⁶²¹ Zum einen verwenden Studien mit vergleichbarem Forschungsziel ebenfalls börsennotierte Unternehmen zum Performanceabgleich, da die benötigten Informationen aufgrund von Anzeige- und Publizitätspflichten frei zugänglich sind, zum anderen erhöht diese Vorgehensweise die Transparenz und Reliabilität der Untersuchung. Nicht zu unterschätzen ist auch die Möglichkeit, vergleichsweise einfach und schnell die benötigten Informationen einer Gruppe von Vergleichsunternehmen zu generieren, da Identifikation und Erfassung der relevanten Daten für die Familienunternehmen bereits mit einem nicht zu unterschätzenden Zeitaufwand verbunden ist. Die Alternative wäre hier nicht-börsennotierte Unternehmen, die den gleichen Markt- und Wettbewerbstreiber unterliegen wie die Stichprobe, für die Untersuchung des Zusammenschlusserfolgs heranzuziehen. Ebenso wie Familienunternehmen unterliegen diese kaum Anzeigepflichten, womit die Jahresabschlussinformationen in der Regel ebenfalls nicht frei verfügbar sind. Diese Vorgehensweise zur Überprüfung der Performance von Familienunternehmen würde zu einer zusätzlichen Hürde im ohnehin nicht zu unterschätzenden Datenerhebungsverfahren führen.

5.2.2.2 Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen

Da es sich bei den beschriebenen Familienunternehmen größtenteils um mittelständisch geprägte Unternehmen handelt, die häufig weit diversifiziert und mit ihren Nischenprodukten nicht selten Weltmarktführer sind, ist die Auswahl einer angemessenen Gruppe von Vergleichsunternehmen nach wie vor nicht unproblematisch.⁶²² Zu diesem Zweck wurde ebenfalls ein Auswahlprozess für den Peer-Group Vergleich konzipiert, der die Entwicklung eines Algorithmus zur Suche nach geeigneten Vergleichsunternehmen mithilfe von SIC-Codes und anschließender Erfassung der relevanten Jahresabschlussinformationen vorsieht. In einem ersten Schritt wurde für die Suche auf die SIC-Kodierungen der Stichprobenunternehmen zurückgegriffen und nach Abfrage der Datenbank FactSet Fundamentals eine *Long-List* vergleichbarer Unternehmen erstellt.⁶²³ Da diese Ergebnisse jedoch noch zu ungenaue Zuordnungen ergeben haben, wurde die Zusammenstellung der Peer-Group für jedes Unternehmen nochmals manuell durchgeführt. Nach Zusammenstellung der individuellen *Short-List* erfolgte in Zusammenarbeit mithilfe eines privaten Bankhauses, das sich auf diese Art von Transaktionen spezialisiert hat, sowie einer extensiven Diskussion, die finale Auswahl der Vergleichsunternehmen. Das Resultat ist eine auf die individuellen Charakteristika der Familienunternehmen abgestimmte

differenzieren. Der Schlüssel einer fundierten Peer-Group Analyse ist es aber der Qualität den Vorzug vor der Quantität zu geben.

⁶²¹ Zur Verwendung börsennotierter Unternehmen im Rahmen der Peer-Group Analyse vgl. *Jansen* (2008), S. 295.

⁶²² Vgl. *Simon* (2007), S. 75.

⁶²³ Eine *Long-List* ist eine durch Vorauswahl ermittelte Liste von potentiellen Vergleichsunternehmen, die anschließend auf Basis bestimmter Kriterien zu einer *Short-List* reduziert wird.

Vergleichsgruppe zwischen 4 und 10 Unternehmen, die ebenfalls über Transaktionserfahrung verfügen und deren Daten für den Beobachtungszeitraum von bis zu 4 Jahren vor und bis zu 3 Jahren nach der Transaktion verfügbar waren.⁶²⁴

In einem weiteren Schritt werden, entsprechend der zuvor definierten Peer-Group, die benötigten Jahresabschlussinformationen der einzelnen Unternehmen mittels einer Abfrage der Datenbank FactSet Fundamentals erhoben. Zu diesem Zweck musste vorher ein Erfassungsschema für die Jahresabschlussanalyse erarbeitet werden anhand dessen die Abfrage der relevanten Informationen automatisch möglich war. Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass die Unternehmen der Peer-Group folgende Charakteristika aufweisen mussten:

- ▶ vier bis zehn börsennotierte Unternehmen pro Familienunternehmen, die
- ▶ keine Transaktion im Vergleichszeitraum durchgeführt haben, aber
- ▶ ebenfalls über Transaktionserfahrung verfügen,
- ▶ im gleichen primären Geschäftsfeld wie das Familienunternehmen tätig sind und denselben Markt- und Wettbewerbsfaktoren unterliegen sowie
- ▶ für den Beobachtungszeitraum über zuverlässige und aussagekräftige Jahresabschlussinformationen verfügen.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass die Datenerhebung und -analyse für Familienunternehmen, die eine Akquisition erfolgreich durchgeführt haben, mit einigen Mess- und Abgrenzungsproblemen behaftet ist, die nicht voll umfänglich behoben werden können. Diese Tatsache trifft gleichermaßen auch für den Vergleich mit den Peer-Group Unternehmen zu, da auch hier beispielsweise Messprobleme in Form von nicht einheitlichen Rechnungslegungsnormen vorkommen können. Dennoch haben empirische Untersuchungen des Akquisitionserfolgs von Nicht-Familienunternehmen sowie von Unternehmen, die ebenfalls unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften unterliegen, gezeigt, dass diese mit ähnlich gerichteten Herausforderungen zu kämpfen haben.⁶²⁵ Man kann diese Probleme nicht gänzlich eliminieren, muss sich ihrer spezifischen Bedeutung jedoch bei der Interpretation der Ergebnisse bewusst sein.

⁶²⁴ Der Erhebungszeitraum erweiterte sich um ein weiteres Jahr, da zur Berechnung der jährlichen Wachstumsveränderungen der Jahresabschluss vor dem ersten in die Untersuchung eingehenden Geschäftsjahr vorhanden sein musste.

⁶²⁵ Vgl. zur Problematik bei Familienunternehmen *Jaskiewicz (2006)*, *Engelskirchen (2007)* sowie *Rajan/ Zingales (1995)* als Beispiel zur Bilanzanalyse von Unternehmen mit unterschiedlichen Rechnungslegungsnormen.

5.3 Indikatoren der Erfolgsmessung

In Kapitel 3 und Kapitel 4 wurde bereits intensiv über die Problematik diskutiert, anhand welcher Indikatoren die Zusammenschlussperformance von Familienunternehmen gemessen werden kann. Diese zentrale Aufgabe, die es im Rahmen der Gestaltung des jahresabschlussorientierten Forschungsansatzes noch zu erfüllen gilt, betrifft die Identifikation empirisch wahrnehmbarer und quantitativ messbarer Variablen, mit deren Hilfe der ökonomische Erfolg der zu untersuchenden Zusammenschlüsse adäquat abgebildet werden kann. Nach herrschender Meinung besteht Einverständnis darüber, dass nicht die singuläre Betrachtung einer Variable, sondern nach Möglichkeit eine Zusammenstellung mehrerer Kennzahlen bei der Ergebnisanalyse des Zusammenschlusserfolgs betrachtet werden sollte.⁶²⁶ In der betriebswirtschaftlichen Literatur stellen die Merkmale *Wachstum*, *Profitabilität* und *Effizienz* diejenigen Kriterien dar, anhand deren Operationalisierung in Form von Kennzahlen die Wettbewerbssituation eines Familienunternehmens infolge einer Akquisition umfassend beurteilt werden können.⁶²⁷ Anders ausgedrückt handelt es sich um die Ziele, die im Interesse der jeweiligen Unternehmen zu ihrer Bedürfnisbefriedigung verfolgt werden sollten. Dazu zählt auch das seit geraumer Zeit in der Betriebswirtschaftslehre diskutierte globale Ziel der Unternehmenswertsteigerung, welches sich durch die Fokussierung auf das Formalkriterium des Unternehmenserfolgs auszeichnet.⁶²⁸ Dieses, im Shareholder-Value Konzept verankerte Ziel, beschreibt die Maximierung des Eigenkapitals aus Eigentümerperspektive, was auch bei Familienunternehmen, die von sich behaupten zum Teil anderen Zieldimensionen zu unterliegen, dennoch von Relevanz ist.⁶²⁹

Unter Berücksichtigung der in der Bewertungspraxis sowie auf Basis existierender Studien vorkommenden Kennzahlen, können operative Verbesserungen im Nachgang eines Zusammenschlusses anhand von Profitabilitäts- und Effizienzsteigerungen als besonders relevant angesehen werden.⁶³⁰ Mit der Absicht, die Ergebnisse mit anderen Studien weitestgehend vergleichbar zu gestalten, orientiert sich die Zusammenstellung der Kennzahlen partiell an früheren Studien.⁶³¹ Die Kennzahlen

⁶²⁶ Vgl. Kaplan (1983), S. 699; Papadakis/Thanos (2010), S. 859-873 sowie Cording et al. (2010), S. 11-42.

⁶²⁷ Die folgende Aussage spiegelt den Zielkonflikt zwischen Verwendung einer einzigen Kennzahl zur Überprüfung des Transaktionserfolgs und den speziellen Erfordernissen von Familienunternehmen wider: „[...] But relying on any single measure to motivate and evaluate the performance of managers or [companies] in complex production and marketing settings is probably naive. Any single measurement will have myopic properties that will enable managers to increase their score on this measure without necessarily contributing to the long-run profits of the firm. [...]“, vgl. Kaplan (1983), S. 699.

⁶²⁸ Vgl. Bruner (2002); Rappaport (2006).

⁶²⁹ Vgl. Schlippe et al. (2009), S. 4ff.

⁶³⁰ Vgl. hierzu ausführlich Coenenberg/Jakoby (2000); Hayward (2003) sowie Hommel/Grass (2008).

⁶³¹ Vgl. Bull (1989); Busija et al. (1997); Ghosh (2001); Leiber (2008).

können wie eingangs beschrieben prinzipiell den Kategorien *Wachstum*, *Profitabilität* und *Effizienz* zugeordnet werden.⁶³² Der nun folgende Überblick basiert auf dieser Zuordnung:

Wachstum

Umsatzwachstum Das Umsatzwachstum beschreibt die prozentuale Veränderung des Umsatzes eines Unternehmens im Vergleich zu einem Basisjahr, was Aussagen über die Entwicklung des Unternehmens zulässt.⁶³³ Überwiegend wird das vorherige Jahr als Basisjahr rollierend festgelegt. Bei der Bewertung von Umsatzwachstumsraten sollte neben der konjunkturellen Entwicklung, die beispielsweise anhand des Bruttoinlandsprodukts beobachtet werden kann, auch die Entwicklung der jeweiligen Branche berücksichtigt werden. Der Vergleich von Wachstumsraten der zu analysierenden Unternehmen beinhaltet im Gegensatz zu der nun folgenden Margenbetrachtung weitaus weniger Informationen und induziert somit eine geringere Aussagekraft. Dennoch untermauert dieses Kennzahl den Hinweis, ob ein Unternehmen seinen Absatz steigern konnte und kann daher als Ausgangsbasis für die weitere Analyse verstanden werden.⁶³⁴

Rentabilität

EBITDA/ Umsatz Die betriebswirtschaftliche Größe EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) entspricht dem Jahresergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und außerordentlichen Erträgen bzw. Aufwen-

⁶³² Den Herausforderungen und Besonderheiten bei Erhebung dieser Kennzahlen, auch vor dem Hintergrund der Kennzahlenerhebung bei internationalen Konzernen, widmet sich ausführlich Kapitel 5.2.

⁶³³ Bei der Berechnung von Kennzahlen kommt es fortwährend zu Diskussionen, da häufig unterschiedliche Berechnungsmethoden bei verschiedenen Unternehmen und/oder Banken verwendet werden. Während im angloamerikanischen Raum das Umsatzkostenverfahren (UKV) für die Gliederung der GuV vorherrschend ist, verwenden deutsche Unternehmen vorwiegend das Gesamtkostenverfahren (GKV). Beim UKV werden dem Umsatz der Periode die durch den Umsatz verursachten Aufwendungen gegenübergestellt. Der Aufwand ist dabei nach Funktionen gegliedert (u.a. Herstellungskosten, Vertriebskosten, Verwaltungskosten). Das Gesamtkostenverfahren hingegen stellt allen Aufwendungen der Periode die entsprechenden Erträge gegenüber. Weichen Produktion und Absatz voneinander ab, wird dieses durch die Berücksichtigung von Bestandsminderungen bzw. -minderungen, die einen Ertrag bzw. Aufwand darstellen, ausgeglichen. Die Summe aus Umsatz, Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen ergibt die Gesamtleistung. Die Gliederung der Aufwendungen erfolgt im GKV nach Aufwandsarten (z.B. Materialaufwand, Personalaufwand, Abschreibungen). Ab der Ebene der operativen Gewinne (EBIT) entsprechen sich UKV und GKV wieder. Um den Anforderungen der unterschiedlichen Rechnungslegungsnormen seitens der untersuchten Unternehmen gerecht zu werden, wurde für die Erhebung und Vereinheitlichung ein speziell auf mittelständische Unternehmen spezifizierter Erfassungsbogen auf Basis eines gängigen Tabellenkalkulationsprogramms erarbeitet, vgl. dazu auch *Coenenberg/Jakoby* (2000), S. 177-206.

⁶³⁴ Vgl. *Baetge et al.* (2007), S. 191-192. Einen ausführlichen Überblick über bilanzielle Erfolgskennzahlen bietet die Studie von *Murphy et al.* (1996).

dungen.⁶³⁵ Der Begriff Zinsen wird hier weit gefasst und beinhaltet das gesamte Finanz- und Beteiligungsergebnis. Im weiteren Verlauf dieser Untersuchung wird diese Kennzahl mit EBITDA respektive EBITDA-Marge bezeichnet. Es ist somit eine Beschreibung der operativen Leistungsfähigkeit eines Unternehmens im Verhältnis zum Umsatz, jedoch vor Bereinigung um Abschreibungspolitik, Finanzierungsstruktur und Investitionsaufwand. Nicht ohne Grund wird die EBITDA-Marge auch als cashflow-nahe Größe interpretiert und zuweilen dem Cashflow gleichgesetzt.⁶³⁶

EBIT/ Umsatz Die Kennzahl EBIT (*Earnings before Interest and Taxes*) beschreibt den Gewinn eines Unternehmens vor Zinsen und Steuern sowie außerordentlichen Erträgen bzw. Aufwendungen und wird im weiteren Verlauf dieser Untersuchung mit EBIT respektive EBIT-Marge bezeichnet.⁶³⁷ Analog zur EBITDA-Marge kann auch die EBIT-Marge als operatives Ergebnis bezeichnet werden, das Aussagen über den betrieblichen Gewinn eines Unternehmens zulässt.⁶³⁸ Alle nicht der eigentlichen betrieblichen Tätigkeit zuzuordnenden Aufwendungen werden herausgefiltert, während die Abschreibungspolitik weiterhin berücksichtigt wird und Unterschiede bei den Investitionszyklen aufdeckt. Regionale Finanzierungs- und Steuerunterschiede werden nach Möglichkeit herauspartialisiert und ermöglichen einen nationalen wie internationalen Vergleich von Unternehmen.⁶³⁹

FCF/ Umsatz Die Free-Cashflow Rendite (FCF) ist eine Kennzahl für die operative Ertrags- und Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens.⁶⁴⁰ Sie sagt aus, wieviel Prozent der Umsatzerlöse für Gewinnausschüttung und Rückführung des Fremdkapitals zur Verfügung stehen. Da der FCF weniger bilanzpolitischen Maßnahmen unterliegt als der operative Gewinn, ist die FCF-Rendite ein nützlicher Indikator für die Profitabilität eines Unternehmens. Berechnet wird die FCF-Rendite mithilfe der Kapitalflussrechnung, wobei operativer Cashflow und Cashflow aus Investitionstätigkeit zusammenaddiert und anschließend durch die Umsatzerlöse dividiert werden.⁶⁴¹ Für die zusätzliche Verwendung des FCF spricht, dass dieser um nicht

⁶³⁵ Vgl. *Kütting/Weber* (2004), S. 304; *Baetge et al.* (2004), S. 135.

⁶³⁶ Vgl. exemplarisch *Kaplan/Stein* (1993), S. 320f.

⁶³⁷ Vgl. *Coenenberg* (2005), S. 967.

⁶³⁸ In weiteren Publikationen wird das operative Ergebnis auch als operativer Gewinn bzw. operatives EBIT bezeichnet.

⁶³⁹ Bei einheitlicher Berechnung können hier Unterschiede in Bezug auf Rechnungslegungsstandards und ausgeübte Wahlrechte eliminiert werden, aber auch eine von der Kapitalstruktur unabhängige Vergleichsbasis bieten, vgl. *Baetge et al.* (2004), S. 139.

⁶⁴⁰ Vgl. *Coenenberg* (2005), S. 1021.

⁶⁴¹ Der FCF gilt als Indikator für die nachhaltige Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens und illustriert die tatsächliche Unternehmensleistung, da es schwieriger ist, finanzielle Fehlschläge und strategische Anpassungen in der Kapitalflussrechnung zu verstecken, vgl. *Baetge et al.* (2004), S. 272-274.

cashwirksame Aufwendungen und Erträge bereinigt ist und zudem die Veränderung des NetWorking Capitals sowie die Rückstellungen abbildet.⁶⁴²

NetDebt/ EBITDA Diese Kennzahl stellt die Verschuldungsrelation eines Unternehmens dar und beschreibt das Verhältnis von Nettoverbindlichkeiten zu Jahresüberschuss vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf das materielle und immaterielle Anlagevermögen, also die Gegenüberstellung des operativen Ergebnisses zur gesamten Unternehmensverschuldung. Die Nettofinanzverbindlichkeiten sind definiert als die zinstragenden Verbindlichkeiten abzüglich der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel und der kurzfristigen Finanzanlagen.⁶⁴³ Die Messung dieser Hebelwirkung beschreibt, wie viele Jahre es bei konstanter Nettoverschuldung und konstanten operativen Vorsteuergewinnen (EBITDA) dauern würde, um die ausstehenden Unternehmensverbindlichkeiten zurückzuzahlen.⁶⁴⁴

Effizienz

EBIT/ Bilanzsumme Diese Kennzahl wird vielfach auch als Gesamtkapitalrendite (ROA) bezeichnet. Die Gesamtkapitalrendite gibt an, welchen prozentualen Betrag (Rendite) das eingesetzte Gesamtkapital erwirtschaftet hat. Die Fremdkapitalzinsen und Steuern sind dem Gewinn hinzuzurechnen, da sie in der gleichen Periode erwirtschaftet worden sind, jedoch als Aufwand den Gewinn schmälern. Die Gesamtkapitalrendite ist die gemeinsame Rendite der Eigen- und Fremdkapitalgeber, während letztere die Fremdkapitalzinsen als ihren Teil der Gesamtkapitalrendite erhalten. Gegenstand der Betrachtung ist die Effizienz des gesamten eingesetzten Kapitals, unabhängig von der Finanzierungsstruktur.⁶⁴⁵ Zu beachten ist hierbei, dass diese Größe maßgeblich von der jeweiligen Branche abhängt.

ROCE Der *Return on Capital Employed* (ROCE) ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl die beschreibt, wie effektiv und profitabel ein Unternehmen mit seinem eingesetzten Kapital umgeht. Genau genommen stellt sie eine Weiterentwicklung der Gesamtkapitalrentabilität dar. Berechnet wird diese aus dem EBIT, dividiert durch das von einem Unternehmen innerhalb einer Periode durchschnittlich eingesetzte, zinstragende Kapital.⁶⁴⁶ Die Besonderheit der Kennziffer ROCE und

⁶⁴² Ungeachtet der zu erwarteten hohen Korrelation zwischen EBITDA einerseits und dem FCF andererseits, wird dieser Indikator ebenfalls als erklärende Variable verwendet. Zur Analyse der Korrelationskoeffizienten vgl. Kap. 6.3.1.2.

⁶⁴³ $\frac{NetDebt}{EBITDA} = (\text{gesamte Finanzverbindlichkeiten abzüglich Finanzvermögen}) / EBITDA$.

⁶⁴⁴ Das Verhältnis Nettoverschuldung zu EBITDA ist bei Aktienanalysten eine sehr beliebte Kennzahl, da sie die Fähigkeit eines Unternehmens berücksichtigt, seine Schulden zu tilgen. Verschuldungsquoten von mehr als 4 oder 5 gelten in der Regel als zu hoch, da diese eine geringere Wahrscheinlichkeit induziert, dass das betroffene Unternehmen in der Lage sein wird die angehäuften Schuldenlast zu bedienen.

⁶⁴⁵ Die Größe wird den Effizienz-Kennzahlen zugeordnet, da das Verhältnis operatives Ergebnis zu gesamten Vermögensgegenständen häufig als ein Effizienzindikator für die unternehmensinternen Abläufe angesehen wird, vgl. Baetge et al. (2004), S. 369f.; Coenenberg (2005), S. 1093.

⁶⁴⁶ Das zinstragende Kapital wird in der vorliegenden Arbeit wie folgt definiert: Capital Employed: Eigenkapital (Shareholder's Equity) + Minderheitsanteile (Minority Interest) + Rückstellungen

gleichzeitig der wesentliche Unterschied zum *Return on Investment* (ROI) stellt die Saldierung des kurzfristigen Fremdkapitals mit dem Umlaufvermögen dar. Neben der Beurteilung des relativen Erfolgs aus der operativen Geschäftstätigkeit eines Unternehmens wird der ROCE häufig als zentraler Planungs- und Bewertungsmaßstab eingesetzt.⁶⁴⁷

Abschließend kann konstatiert werden, dass die geschilderten Kennzahlen bereits in vergleichbaren Studien verwendet wurden und den von Investmentbanken gängigen Kennzahlen zur Vorbereitung und Bewertung zukünftiger wie historischer Unternehmenszusammenschlüsse entsprechen. So können beispielsweise eine herausragende Marktpositionierung oder eine positive Geschäftsfeldentwicklung anhand des Indikators Umsatzentwicklung gemessen werden. Die Aufdeckung von Ineffizienzen, aber ebenso die Identifikation ertragsstärkerer Geschäftsfelder, kann durch die Verwendung effizienz- und profitabilitätsbasierender Kennzahlen aufgezeigt werden. Zudem kann durch die Verwendung der Kapitalflussrechnung die tatsächliche Unternehmensentwicklung analysiert werden. Um dem Kritikpunkt der nicht standardisierten Berechnung der Kennzahlen zu begegnen, wurden die untersuchten Kennziffern sowohl für die Stichprobe als auch für die Vergleichsunternehmen manuell aus den Jahresabschlüssen ermittelt.⁶⁴⁸

5.4 Angewandte Methodik und Vorgehensweise

Mit der Jahresabschlussanalyse kommen zwei Untersuchungsmethoden zum Einsatz, die auf Basis der in Deutschland verfügbaren Informationen und geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen als durchführbar und im Hinblick auf den Wirtschaftsraum als legitim und aussagekräftig identifiziert wurden. Im Folgenden werden die Multivariate Datenanalyse mittels des Allgemeinen linearen Mo-

für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen (Pension Provisions and Similar Obligations) + latente Steuern (Accrued Taxes) + sonstige Rückstellungen (other Provisions and Accrued Liabilities) + langfristige Verbindlichkeiten (Long-Term Debt) + sonstige zinstragende Verbindlichkeiten (other interest-bearing Liabilities) - liquide bzw. liquide-ähnliche Zahlungsmittel (Cash and Cash Equivalents). Das durchschnittliche langfristige Kapital ist das arithmetische Mittel aus dem zinstragenden Kapital des Vor- und des Bezugsjahres.

⁶⁴⁷ In der Bewertungspraxis lässt sich das verzinsliche Kapital oft nicht sauber abgrenzen, dennoch ist dieses Vorgehen nicht grundsätzlich zu beanstanden, da die Kennziffer um kurzfristige Positionen bereinigt wurde. Somit wird versucht zufällige Schwankungen der Rentabilität durch das Aufblähen bzw. Schrumpfen der Bilanz bedingt durch Zunahmen oder Reduktionen des Umlaufvermögens zu vermeiden. Die konzeptionellen Mängel bei der Berechnung des ROCE gleichen im Wesentlichen denselben, die im Rahmen der Kritik zur Verwendung der Gesamtkapitalrentabilität in der gängigen Literatur erläutert werden, vgl. Baetge et al. (2004), S. 373-375.

⁶⁴⁸ Es ist davon auszugehen, dass Unternehmen stets versuchen werden, bei Aufstellung der Bilanz und GuV sowie bei der Berechnung der Unternehmenskennzahlen bilanzpolitische Spielräume zu ihrem eigenen Vorteil zu nutzen. Diese gilt es soweit wie möglich zu eliminieren und bei der späteren Interpretation der Untersuchungsergebnisse zu berücksichtigen. Dazu bemerkte der Vorstand der Stiftung Familienunternehmen: „Eine gute Bilanz ist immer besser, als sie aussieht, eine schlechte noch schlechter, als sie auf den ersten Blick erscheint.“, vgl. Hennerkes (2012).

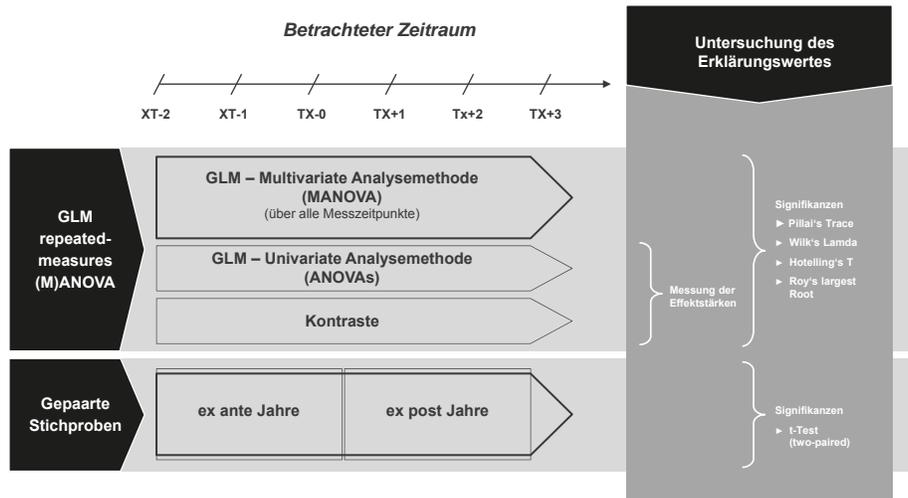


Abb. 24: Veranschaulichung des Untersuchungsdesign

(Quelle: Eigene Zusammenstellung)

dells (Kap. 5.4.1) wie auch die Untersuchung mittels der gepaarten Stichprobe (Kap. 5.4.2) detailliert beschrieben. Die Erläuterungen zur MANOVA sind in mehrere Teilabschnitte untergliedert. Zunächst werden die multivariate und univariate Varianzanalyse in ihren Grundzügen beschrieben, um auf dieser Basis das gewählte Untersuchungsdesign hinreichend zu begründen.⁶⁴⁹ Die sich daran anschließende Schilderung der aus dieser Vorgehensweise resultierenden Kontraste – der Performanceänderungen zwischen den einzelnen Messzeitpunkten – wird im nächsten Abschnitt beschrieben, worauf die Darstellung der Methodik zur Untersuchung des Erklärungswertes folgt. Die Realisierbarkeit des gesamten Untersuchungsschemas wird im darauffolgenden Kapitel 6.1 mit der Voruntersuchung sowie der deskriptiven Analyse des Datensatzes belegt.

⁶⁴⁹ In Abschnitt 5.4.1.2 findet eine Beschreibung eines herkömmlichen univariaten Untersuchungsdesigns bei gleichzeitiger Abgrenzung zur multivariaten Vorgehensweise statt. Zugleich wird auf die Möglichkeit eingegangen, innerhalb der multivariaten Untersuchungsmethode univariate Analysen durchzuführen.

5.4.1 Untersuchung mittels Multivariater Analysemethoden

5.4.1.1 GLM - Multivariates Untersuchungsdesign (MANOVA)

Es ist zu zeigen, aus welchem Grund der Erfolg von Akquisitionen durch Familienunternehmen, operationalisiert durch die zuvor beschriebenen Variablen, adäquat anhand des GLM mit Messwiederholungen analysiert werden kann und demnach geeignet ist, die Untersuchungsergebnisse sowohl für den intratemporalen Vergleich der Unternehmen als auch den Branchenvergleich zu erklären.

Der zugrunde liegende Gedanke im Zuge der Varianzanalyse ist, dass eine Vermutung über die Wirkungsrichtung der Variablen vorhanden sein muss.⁶⁵⁰ Demzufolge wird der Gesamtzusammenhang der Variablen überprüft, der bei der vorliegenden Untersuchung eindeutig der Fall ist. Basierend auf den im vorherigen Abschnitt besprochenen pekuniären Erfolgsfaktoren wird eine positive Entwicklung dieser Faktoren über die Zeit angenommen, folglich unterscheiden sich die Ergebnisse der Messzeitpunkte voneinander. Das multivariate GLM ist eine Methode, die es ermöglicht, den Einfluss mehrerer unabhängiger Variablen auf eine oder mehrere abhängige Variablen zu messen.⁶⁵¹ Eine notwendige Bedingung für die MANOVA ist hierbei die Nominalskalierung der abhängigen Variablen, wobei die unabhängigen Variablen ein metrisches Skalenniveau besitzen dürfen.⁶⁵² Die unabhängigen Variablen werden dabei häufig als Faktoren bezeichnet. In dieser Untersuchung fließen insgesamt sieben abhängige und eine unabhängige Variable ein, laut *Backhaus et al.* kann diese Analyse daher als mehrdimensionale Varianzanalyse deklariert werden.⁶⁵³ Mit der Varianzanalyse wird die Varianz des Indikators – der abhängigen Variable – untersucht.⁶⁵⁴ Unabhängige Variablen können der Auslöser oder die Ursache der Varianz der abhängigen Variable sein.⁶⁵⁵

Bei einer (univariaten) Varianzanalyse wird methodisch auf eine Quadratsummenzerlegung zurückgegriffen. Ein erster Schritt besteht ferner in der Ermittlung der Gesamtvarianz über alle Messzeitpunkte, die quadriert und deren Abweichungen vom arithmetischen Mittel aller Messwerte berechnet wird. Die quadrierte Gesamtabweichung wird als QS_{total} bezeichnet. QS_{total} lässt sich in zwei Teile zerlegen: die Abweichung, die durch die unabhängige Variable erklärt werden kann und diejenige, die nicht erklärt werden kann.⁶⁵⁶ Die Abweichungen der unabhängigen Variablen entsprechen den quadrierten Abweichungen zwischen den Messzeitpunk-

⁶⁵⁰ Vgl. *Backhaus et al.* (2000), S. 70.

⁶⁵¹ Eine multivariate GLM wird häufig auch als MANOVA bezeichnet, beschreibt aber eine Erweiterung der ursprünglichen Varianzanalyse. MANOVA steht für *multivariate analysis of variance*, vgl. zur Anwendung *Backhaus et al.* (2000), S. 91ff sowie *Bortz* (1999), S. 567ff.

⁶⁵² Vgl. *Backhaus et al.* (2000), S. 70.

⁶⁵³ Werden in der Untersuchung eine beziehungsweise zwei unabhängige Variablen analysiert, spricht man von einfaktorierter beziehungsweise zweifaktorieller Varianzanalyse. Vgl. *Hartung/Elpelt* (1995), S. 692-710; *Backhaus et al.* (2000), S. 70.

⁶⁵⁴ Vgl. *Bortz* (1999), S. 237 ebenso wie *Backhaus et al.* (2000), S. 70.

⁶⁵⁵ Vgl. *Bortz* (1999), S. 237f.

⁶⁵⁶ Vgl. *Leonhart* (2009), S. 354f.

ten. Die nicht erklärten Abweichungen stimmen mit den quadrierten Abweichungen der Variablen innerhalb der Messzeitpunkte überein und sind auf die Wirkung der Treatmentfaktoren zurückzuführen, die als p bezeichnet werden.⁶⁵⁷ Die erklärte Abweichung kann auch als Treatmentquadratsumme QS_{treat} und die nicht erklärte Abweichung als Fehlerquadratsumme QS_{fehler} angegeben werden. Demnach enthält QS_{fehler} diejenigen Unterschiede, die nicht auf die Abweichungen zwischen den einzelnen Jahren, also den Treatments, zurückzuführen sind. In einem weiteren Schritt werden sodann die Varianzen errechnet, wobei die berechneten Quadratsummen durch die Anzahl der Freiheitsgerade geteilt werden.⁶⁵⁸ Als finaler Schritt erfolgt die statistische Überprüfung der Ergebnisse anhand des F-Tests. Der F-Test, auch als Varianzquotiententest bekannt, ist eine Methode zur Auswertung des metrischen Messniveaus.⁶⁵⁹

Univariate Varianzanalysen können ebenfalls mit dem General Linear Model (GLM) - Allgemeine lineares Modell - durchgeführt werden.⁶⁶⁰ Die Vorgehensweise bei einem multivariaten Untersuchungsdesign ist ähnlich. Zu Beginn wird den Treatmentfaktoren eine Zufallsstichprobe zugewiesen, die durch p abhängige Variablen beschrieben wird. Bei dem multivariaten Forschungsdesign wird nicht nur eine einzelne abhängige Variable in der Analyse berücksichtigt, stattdessen werden parallel mehrere abhängige Variablen in die Untersuchung einbezogen.⁶⁶¹ Hierzu werden die vorab beschriebenen Quadratsummen QS_{total} , QS_{treat} und QS_{fehler} für jede einzelne abhängige Variable p errechnet. Im Gegensatz zum univariaten Fall, bei der lineare Gleichungen aufgestellt und berechnet werden, basiert die erweiterte MANOVA auf 3-D Matrizen, die in Abhängigkeit der Anzahl der untersuchten Variablen, entsprechende Zeilen und Spalten aufweisen. Analog heißen die Matrizen D_{total} , D_{treat} und D_{fehler} . Aus der Diagonale der Matrize lassen sich die Werte für QS_{total} , QS_{treat} und QS_{fehler} der p -Variablen ablesen. Die verbleibenden Werte, die sich nicht auf der Diagonalen befinden, entsprechen den Kreuzprodukten, also den Summen der Abweichungsprodukte.⁶⁶² Folgerichtig werden für die abhängige Variable zunächst die QS_{treat} -Werte bestimmt:

⁶⁵⁷ Die unabhängige Variable wird auch als Treatment oder Treatmentfaktor bezeichnet. Vgl. *Bortz* (1999), S. 238.

⁶⁵⁸ Zur ausführlichen Berechnung der Freiheitsgerade siehe *Bortz* (1999), S. 136ff.

⁶⁵⁹ Eine ausführliche Erklärung des F-Tests sowie die Erläuterung zum metrischen Messniveau findet sich in *Bortz* (1999), Kap. 7 & 17 sowie in *Backhaus et al.* (2000), S. 70ff.

⁶⁶⁰ Der Vorteil dieser Analyse ist, dass diese zu einem allgemeinen linearen Modellansatz führt. Dieser ist nicht nur in der Lage die Varianzanalyse, sondern auch Regressionsanalysen und weitere multivariate Verfahren auf einen gemeinsamen (linearen) Kern zu reduzieren. Vgl. *Backhaus et al.* (2000), S. 91 sowie *Bortz* (1999) als auch *Hartung/Elpelt* (1995).

⁶⁶¹ Vgl. *Bortz* (1999), S. 574.

⁶⁶² Die folgende Beschreibung der multivariaten Varianzanalyse ist angelehnt an *Bortz* (1999) sowie *Leonhart* (2004).

$$\begin{aligned}
 d_{treat(i,i)} &= QS_{treat(i)} = (3x_i) - (1x_i) \\
 &= \sum_{j=1}^k (A_{ij}^2 / n_j) - G_i^2 / N
 \end{aligned} \tag{6}$$

$d_{treat(i,i)}$	Element i auf der Diagonalen der D_{treat} -Matrix
$QS_{treat(i)}$	QS_{treat} der i -ten Variable
i	Index der abhängigen Variable
j	Index der Faktorstufen
A_{ij}	Summe der Messwerte auf der Variable unter der Stufe j

Die Werte außerhalb der Diagonale $d_{treat(i,i')}$ ($i \neq i'$) entsprechen den Abweichungsprodukten:

$$\begin{aligned}
 d_{treat(i,i')} &= (3x_i x_{i'}) - (1x_i x_{i'}) \\
 &= \sum_{j=1}^k (A_{ij} A_{i'j} / n_j) - G_i G_{i'} / N
 \end{aligned} \tag{7}$$

Analog wird die D_{Fehler} -Matrix bestimmt:

$$\begin{aligned}
 d_{Fehler(i,i)} &= QS_{Fehler(i)} = (2x_i) - (3x_i) \\
 &= \sum_j \sum_m x_{ijm}^2 - \sum_j (A_{ij}^2 / n_j)
 \end{aligned} \tag{8}$$

sowie

$$\begin{aligned}
 d_{Fehler(i,i')} &= QS_{Fehler(i)} = (2x_i x_{i'}) - (3x_i x_{i'}) \\
 &= \sum_j \sum_m x_{ijm}^2 x_{i'jm} - \sum_j (A_{ij}^2 A_{i'j} / n_j)
 \end{aligned} \tag{9}$$

Annahmegemäß soll $D_{treat} + D_{Fehler} = D_{total}$ entsprechen, daher wird zur Kontrolle die Matrix D_{total} berechnet:

$$\begin{aligned}
 d_{total(i,i)} &= QS_{total(i)} = (2x_i) - (1x_i) \\
 &= \sum_j \sum_m x_{ijm}^2 - (G_i^2 / N_j)
 \end{aligned} \tag{10}$$

Die Daten außerhalb der Diagonalen werden wie folgt bestimmt:

$$\begin{aligned}
 d_{total(i,i')} &= (2x_i x_{i'}) - (1x_i x_{i'}) \\
 &= \sum_j \sum_m x_{ijm} x_{i'jm} - G_i G_{i'} / N
 \end{aligned}
 \tag{11}$$

Aus D_{treat} und D_{Fehler} wird nun die Prüfgröße λ berechnet, die als Basis für die Tests der Nullhypothese H_0 dient.

$$\lambda = \prod_{i=1}^r 1 / (1 + \lambda_i)
 \tag{12}$$

Im Folgenden werden die zugrunde liegende Nullhypothese H_0 wie auch die zugrunde liegenden Signifikanztests detailliert beschrieben.

Die Nullhypothese H_0 besagt, dass die sich aus den Gruppen der abhängigen Variable ergebenden Mittelwertfaktoren identisch sind, diese also auf einer multivariat verteilten Grundgesamtheit basieren.⁶⁶³ Die der Untersuchung zugrunde liegende Teststatistik basiert, wie eingangs erwähnt, auf der F-Verteilung. Auf Basis dieser lassen sich vier Signifikanzmaße hervorheben, die im Rahmen der MANOVA berechnet werden.⁶⁶⁴

- ▶ Pillai's Trace, V
- ▶ Wilk's Lambda, W
- ▶ Hotelling's Trace, T
- ▶ Roy's Largest Root, R

Gemäß der obigen Aufstellung ergeben die einzelnen Test abnehmend zuverlässige Erklärungswerte.⁶⁶⁵ Wenngleich der Test mit *Roy's Largest Root* am ehesten signifikante Ergebnisse liefert, stellt *Olson* fest, dass dieser im Vergleich zu den anderen genannten Test, zu häufig fehlerhafte Werte aufweist.⁶⁶⁶ Im Gegensatz dazu gilt *Pillai's Trace* als nahezu konservativ.⁶⁶⁷

Zusammenfassend ist festzustellen, dass keine Einigkeit darüber herrscht, welcher der vier vorgeschlagenen Signifikanztests für die Bewertung der Ergebnisse am sinnvollsten ist. Bei kleinen Stichproben – deren Grundgesamtheit <10 Stichprobenwerte beträgt – wird in der Literatur indes *Pillai's Trace* vorgeschlagen.⁶⁶⁸

⁶⁶³ Vgl. *Bortz* (1999), S. 239 und S. 575

⁶⁶⁴ Bei Anwendung der MANOVA gibt es eine Vielzahl von Teststatistiken zur Auswahl, die der F-Verteilung folgen. Die Reihenfolge der verschiedenen Tests wurde in Anbetracht eines sinkenden Erklärungswertes gewählt und startet aus diesem Grund mit dem konservativsten Wert, vgl. hierzu *Olson* (1976), S. 579ff.

⁶⁶⁵ Vgl. *Olson* (1976), S. 580.

⁶⁶⁶ Vgl. *Olson* (1976), S. 583f.

⁶⁶⁷ Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass kein signifikanter Unterschied zwischen den vier Tests festzustellen ist und die daraus resultierenden Ergebnisse als gleichwertig erachtet werden können, vgl. hierzu *Olson* (1974,1976).

⁶⁶⁸ Vgl. *Bortz* (1999), S. 575.

Entsprechend werden im Rahmen dieser Analyse stets die Ergebnisse aller vier Signifikanzmaße betrachtet und diskutiert, um Informationsverluste und -verzerrungen weitestgehend auszuschließen. Um ferner weitere Informationsdefizite zu unterbinden wie auch minimale Abstufungen in der Performanceveränderung frühzeitig erkennen zu können, werden im Rahmen der MANOVA alle Messzeitpunkte in die Analyse aufgenommen. Dies gilt für den Intergruppenvergleich der Familienunternehmen sowie für den Industrievergleich im Rahmen der Peer-Group Analyse, wobei hier nur das Transaktionsjahr (XT-0) unberücksichtigt bleibt.⁶⁶⁹ Die in der Literatur vielfach beschriebene Vorgehensweise, die Variablen zu zwei Gruppen zusammenzufassen und ausschließlich die Stichprobe mittels Hotelling's T^2 -Test für den multivariaten Vergleich zwischen Stichproben zu überprüfen, findet hier keine Anwendung.⁶⁷⁰

5.4.1.2 GLM - Univariates Untersuchungsdesign (ANOVA)

Zwischen den Analysemethoden des multivariaten und univariaten GLM besteht eine hohe Interdependenz. Wie bereits erwähnt, bezieht sich die multivariate Variante des GLM auf die multivariate Varianzanalyse, die Erklärung mittels mehrerer abhängiger Variablen, wohingegen die univariate Variante nur die Analyse einer Zielvariablen durch eine unabhängige Variable zulässt. Die Frage, ob die univariate Datenanalyse im Zusammenhang dieser Untersuchung nicht einfacher, praktikabler als auch aussagekräftiger wäre, ist durch eine Gegenüberstellung der beiden Methoden zu beantworten.⁶⁷¹ Die in Tabelle 10 präsentierte Gegenüberstellung der beiden Analysemethoden verdeutlicht, inwiefern die univariate Analyse zur Erklärung der vorliegenden Fragestellung nicht ausreichend geeignet und eine Untersuchung mittels der multivariaten Variante notwendig ist.⁶⁷²

Die Erfolgsindikatoren setzen sich aus einem Variablenbündel zusammen, das Aufschluss über Wachstum, Effizienz und Profitabilität gibt.⁶⁷³ Zunächst wird überprüft, ob sich die einzelnen Stichproben hinsichtlich der Treatmentfaktoren unterscheiden. Diese Fragestellung begründet die Anwendung der MANOVA und verdeutlicht, dass durch die alleinige Anwendung der ANOVA und der Betrachtung der daraus resultierenden Ergebnisse keine ausreichenden Rückschlüsse möglich wären. Diese Form der Analyse wird typischerweise gewählt, wenn ein komplexes Merkmal, in diesem Fall der Erfolg einer Akquisition durch ein Familienunterneh-

⁶⁶⁹ Die Berücksichtigung von XT-0 würde zu einer Verfälschung der Erfolgsindikatoren führen, da es im Transaktionsjahr zu wesentlichen, die Indikatoren fälschlich beeinflussenden Umstrukturierungen kommen kann.

⁶⁷⁰ Vgl. Bull (1989).

⁶⁷¹ Sind nur zwei Stichproben vorhanden, führen die ANOVA und der t-Test für unabhängige Stichproben zu identischen Ergebnissen. Für eine detailliertere Auseinandersetzung siehe Bortz (1999), S. 567ff.

⁶⁷² Vgl. Huberty/Morris (1989).

⁶⁷³ Vgl. Kapitel 5.3.

Tabelle 10: Gegenüberstellung der methodische Vorgehensweise
im GLM - univariat vs. multivariat

(Quelle: in Anlehnung an Bortz/ Schuster (2010), S. 472ff.)

univariat	multivariat
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Überprüfung der Beziehung der Variablen zueinander und nicht im Zusammenhang mit ihrer Auswirkung auf Gruppenunterschiede, Vergleich von Mittelwerten abhängiger Bedingungen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Analyse einzelner zentraler Variablen und ihr Beitrag zum Gesamteffekt, sowie die Beurteilung von Zusammenhangs- bzw. Abhängigkeitsstrukturen zwischen den Variablen
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Die abhängigen Variablen (AV) könnten unabhängig von einander sein 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Hervorhebung von Variablengruppen, die im Wesentlichen zu der Unterschiedlichkeit der Stichproben beitragen Gefahr: α-Fehler
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Gegenüberstellung mit vergleichbaren univariaten GLM-Analysen 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Gegenüberstellung mit vergleichbaren multivariaten GLM-Analysen
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Anmerkung: Die ANOVA misst nur die Effekte jeder AV für sich, nicht aber die Effekte auf die Kombination der AVs 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Anmerkung: nicht immer ist eine MANOVA bei mehreren AVs angemessen, nur dann wenn ein theoretischer Zusammenhang besteht

men, mithilfe mehrerer, in der Regel korrelierter Indikatoren operationalisiert werden soll.⁶⁷⁴ Wie aus der vorangegangenen Diskussion mit Blick auf Untersuchungsziel und Indikatorenauswahl hervorgeht, trifft dieses Merkmal gleichermaßen auf die hier vorliegende Forschungsfrage zu.⁶⁷⁵ Anhand einer Korrelationsanalyse soll untersucht werden, ob ein Zusammenhang zwischen den zu untersuchenden Variablen besteht, wie stark dieser Zusammenhang gegebenenfalls ist und welche Richtung dieser aufweist.⁶⁷⁶ Im Folgenden wird die Auswertung der Korrelationsmatrix zum ersten Messzeitpunkt dargestellt, die die initiale Vermutung über ein komplexes Untersuchungsziels bestätigt.⁶⁷⁷ Näheren Aufschluss über die Interaktion von Variablen und deren Zusammenhang mit der Performance von Unternehmen wird in der multivariaten Analyse in Kapitel 6 sichtbar. Es wird dabei untersucht, wie das Abschneiden von Unternehmen mit Familieneinfluss unter Berücksichtigung abgeschlossener Unternehmenszusammenschlüsse zu erklären ist.

⁶⁷⁴ Vgl. Bortz/ Schuster (2010), S. 572 sowie Cording et al. (2010) zur Messung von theoretisch komplexen Sachverhalten am Beispiel der Akquisitionsperformance.

⁶⁷⁵ Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 5.1 und Kapitel 5.3.

⁶⁷⁶ Vgl. Bortz/ Döring (2006), S. 610f.

⁶⁷⁷ Die Analyse der Korrelationsmatrix zum ersten Messzeitpunkt wurde exemplarisch ausgewählt, da zu diesem Zeitpunkt die Unternehmen, infolge der realisierten Übernahme, ähnlichen Voraussetzungen und Herausforderungen unterliegen. Die Korrelationskoeffizienten bei den anderen Messzeitpunkten weisen im Beobachtungszeitraum vergleichbare Werte auf.

Aus Tabelle 25 wird deutlich, dass zwischen den Variablen eine unterschiedliche Strenge des Zusammenhangs erkennbar ist, so dass für einzelne Variablen aussagekräftige Erklärungen zulässig sind. Einen hohen signifikanten Grad des linearen Zusammenhanges weisen insgesamt drei Variablen auf. Mit einem Korrelationskoeffizienten von $.95^{**}$ zeigen EBITDA- und EBIT-Marge die höchste Korrelation auf. Dieser statistische Zusammenhang ist nicht überraschend, da sich die Kennzahlen lediglich durch die Einberechnung der Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögensgegenstände unterscheiden. Analog verhält sich der Zusammenhang mit der EBIT-Marge und dem Verhältnis aus EBIT/ Bilanzsumme, die eine signifikante Korrelation von $.87^{**}$ aufweisen, da beide Kennzahlen den operativen Gewinn als Ausgangsgröße verwenden. Der Korrelationskoeffizient zwischen EBITDA-Marge und EBIT/ Bilanzsumme ist mit einem Wert von $.79^{**}$ ebenfalls höchst signifikant, was ebenfalls auf das enge Verhältnis zwischen den Ausgangsgrößen zurückzuführen ist. Die verbleibenden drei Kennzahlen weisen ebenfalls einen statistisch signifikanten Zusammenhang auf, wobei insbesondere der Zusammenhang des ROCE mit den Kennzahlen EBIT-Marge, EBIT/ Bilanzsumme und NetDebt/ EBITDA auffällt. Beträgt die Korrelation zwischen den ersten beiden Kennziffern $.56^{**}$ bzw. $.66^{**}$, weist der Zusammenhang zwischen ROCE und NetDebt/ EBITDA mit $(-.66)^{**}$ einen negativen Wert auf. Ein statistischer Zusammenhang ist naheliegend, daher wird auf eine diesbezügliche Interpretation an dieser Stelle verzichtet.

Abb. 25: Korrelationsmatrix für den Datensatzes Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Zusammenstellung)

		Umsatz	EBITDA-Marge	EBIT-Marge	Ebit/Bilanzsumme	NetDebt/EBITDA	FCF-Rendite	ROCE
Umsatz	Korrelation nach Pearson	1						
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	0,892						
	Kovarianz	0,017						
	N	53,000						
EBITDA-Marge	Korrelation nach Pearson	0,145	1					
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	0,059	0,187					
	Kovarianz	0,001	0,004					
	N	53,000	53,000					
EBIT-Marge	Korrelation nach Pearson	0,185	0,950 **	1				
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	0,068	0,160	0,151				
	Kovarianz	0,001	0,003	0,003				
	N	53,000	53,000	53,000				
Ebit/Bilanzsumme	Korrelation nach Pearson	0,142	0,799 **	0,867 **	1			
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	0,065	0,167	0,163	0,235			
	Kovarianz	0,001	0,003	0,003	0,005			
	N	53,000	53,000	53,000	53,000			
NetDebt/EBITDA	Korrelation nach Pearson	(0,226)	(0,335) *	(0,354) **	0,423 **	1		
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	(4,382)	(2,980)	(2,830)	(4,211)	421,904		
	Kovarianz	(0,084)	(0,057)	(0,054)	(0,081)	8,114		
	N	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000		
FCF-Rendite	Korrelation nach Pearson	(0,191)	0,521 **	0,498 **	0,371 **	(0,320) *	1	
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	(0,080)	0,101	0,086	0,080	(2,932)	0,199	
	Kovarianz	(0,002)	0,002	0,002	0,002	(0,056)	0,004	
	N	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	
ROCE	Korrelation nach Pearson	0,323 *	0,442 **	0,557 **	0,661 **	(0,659) **	0,253	1
	Quadratsummen und Kreuzprodukte	0,286	0,179	0,203	0,300	(12,696)	0,106	0,879
	Kovarianz	0,006	0,003	0,004	0,006	(0,244)	0,002	0,017
	N	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000

Anmerkung: * Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,05 (2-seitig) signifikant; ** Die Korrelation ist auf dem Niveau von 0,01 (2-seitig) signifikant. Um die Darstellung in Abbildungen und Tabellen übersichtlicher zu gestalten, werden negative Werte in Klammern dargestellt, z.B. -10 % = (10 %).

Die Korrelationsmatrix verdeutlicht den linearen Zusammenhang der untersuchten Kennzahlen und unterstützt die Entscheidung zur Anwendung univariater Tests innerhalb der MANOVA. Hervorzuheben sind an dieser Stelle die möglichen Aussagen über den Beitrag einzelner Variablen zur Gesamtvarianz.⁶⁷⁸ Zurückzuführen ist dieses auf die Ausgestaltung der univariaten Tests innerhalb der MANOVA, die nur den Anteil der abhängigen Variablen berücksichtigen, der nicht mit den anderen korreliert ist. Aus diesem Grund findet kein Informationsverlust statt, da der bereits erklärte Anteil der Variabilität nicht noch einmal erklärt wird.⁶⁷⁹

5.4.1.3 Analyse der Kontrastwerte

In den vorherigen Abschnitten wurde die Datenanalyse anhand der multivariaten Varianzanalyse, die die Gesamtreaktion der abhängigen Variable abbildet, wie auch die univariate Varianzanalyse vorgestellt, mit deren Hilfe die Reaktion des Variablenbündels individuell über den gesamten Untersuchungszeitraum abgebildet werden kann. Die Frage, inwiefern sich die einzelnen Parameter im Zeitablauf, also von Jahr zu Jahr, entwickeln, und ob sich dabei Regelmäßigkeiten feststellen lassen, blieb bisher unbeantwortet. Zur Beantwortung dieser Frage eignet sich innerhalb des multivariaten GLM die Bestimmung der Kontrastwerte, die einen Einzelvergleich verschiedener Gruppen ermöglichen.⁶⁸⁰ Grundlage dieses Vergleichs ist die Problematik, dass der auf der Varianzanalyse basierende F-Test nur die Nullhypothese überprüft – es bestehen keine Unterschiede zwischen den untersuchten Gruppen – jedoch keine Aussage darüber zulässt, welche Gruppen sich wie voneinander unterscheiden.⁶⁸¹ Methodisch werden entsprechende Einzelvergleiche vorgenommen, indem man eine Linearkombination formuliert, wie z.B.

$$D = c_i \bar{x}_i + c_{i+1} \bar{x}_{i+1} + \dots + c_n \bar{x}_n \quad (13)$$

mit $\bar{x}_i, i = 1 \dots n$ als arithmetisches Mittel der jeweiligen Gruppe und c_i als Gewichte, die den auf die n Gruppen betreffenden Einzelhypothesen entsprechen.⁶⁸² Die damit einhergehende notwendige Bedingung lautet:

$$\sum_1^n c_i = 0 \quad (14)$$

In diesem Fall bestimmen die Kontraste, wie sich die einzelnen Variablen von Messzeitpunkt zu Messzeitpunkt entwickeln und inwiefern diese Veränderungen signifi-

⁶⁷⁸ Bortz/Schuster (2010), S. 340f.

⁶⁷⁹ Eine ausführliche Diskussion um die Herausforderung im Umgang mit univariaten Tests in der MANOVA sowie zum Thema Partialisierung vgl. Bortz/Schuster (2010), S. 339-362.

⁶⁸⁰ Vgl. Leonhart (2009), S. 364-367; Bortz/Schuster (2010), S. 221-235.

⁶⁸¹ Vgl. Bortz/Schuster (2010), S. 221.

⁶⁸² Vgl. Bortz/Schuster (2010), S. 221.

kant sind.⁶⁸³ Grundsätzlich ist die Kontrastbildung zwischen allen Messzeitpunkten möglich, was bedeutet, dass intertemporale Vergleiche vorgenommen werden können. So besteht die Möglichkeit, z.B. Kontraste für alle Variablen zum ersten oder letzten Messzeitpunkt zu bilden. Daher wird, gemäß der hier vorliegenden Fragestellung, die jährliche Veränderung der Erfolgsindikatoren gemessen, und überprüft, inwiefern sich diese im Zeitablauf über die Messzeitpunkte hinweg verändern.

5.4.1.4 Prüfung des Erklärungswertes

Die statistische Signifikanz soll nicht allein als Gradmesser des Aussagegehaltes hypothesenüberprüfender Untersuchungen verwendet werden. Zur Beurteilung der Untersuchungsergebnisse wird daher neben dem Erklärungswert der statistischen Signifikanz eine Evaluation zur Analyse der Effektstärken vorgenommen.⁶⁸⁴ Da in der vorliegenden Arbeit eine verhältnismäßig kleine Stichprobe analysiert wird, soll die Diskussion um die Anwendbarkeit und Validität hypothesenbasierter Tests bei kleinen Stichproben nicht unerwähnt bleiben.⁶⁸⁵ Aus diesem Grund soll im Rahmen einer Beurteilung der Performanceänderung von Familienunternehmen nicht nur die statistische Signifikanz verwendet werden.⁶⁸⁶ Um dem Risiko einer zu kleinen Stichprobe zu begegnen und einer damit einhergehenden Gefahr nicht-signifikante Veränderungen zu diagnostizieren, wird der Datenanalyse ein zusätzlicher Erklärungswert beigegeben: die Analyse der Effektgrößen bzw. Effektstärken.⁶⁸⁷ Auf diese wird vorwiegend bei nicht-signifikanten Ergebnissen zurückgegriffen und sie dient zur Beantwortung der Frage, ob die gefundenen Unterschiede zwischen Gruppen bedeutsam sind. Die Analyse der Effektgrößen dienen als eine Ergänzung der verschiedenen Testverfahren, da in der empirischen Evaluationsforschung nicht nur relevant ist, ob ein Effekt vorhanden ($H_1 : \mu_i \neq \mu_j$) oder nicht vorhanden ($H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_n$) ist, sondern auch wie groß die jeweilige Wirkung ist.⁶⁸⁸ Grundsätzlich ist mit dieser Methode zu bestimmen, ob ein wesentlicher Unterschied zwischen der Grundgesamtheit und einer Beobachtungsgruppe besteht und wie intensiv die Beziehung zueinander ist. Die Ausführungen machen deutlich, dass die so berechnete Größe eine Aussage über die Bedeutung der Effektstärke zulässt und hierbei lediglich entschieden wird, ob die zu prüfende Maßnahme einen

⁶⁸³ Vgl. Leonhart (2009), S. 429-440; Bortz/Schuster (2010), S. 229-231.

⁶⁸⁴ Vgl. Cohen (1988), S. 4f.

⁶⁸⁵ Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 600. sowie ausführlich über die Kritik am Signifikanztest als alleiniges Gütekriterium bei kleinen Stichproben vgl. Cohen (1962, 1990); Gigerenzer (1993) und Nickerson (2000).

⁶⁸⁶ Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 604 für eine aktuelle Diskussion zu herkömmlichen Signifikanztests bei kleinen Stichproben sowie zur optimalen Stichprobengröße in der sozialwissenschaftlichen Evaluationsforschung.

⁶⁸⁷ Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 605f.

⁶⁸⁸ Da sich bei großem Stichprobenumfang auch sehr kleine und für die Praxis unbedeutende Effekte als statistisch signifikant erweisen können, sollten ergänzend zur statistischen Signifikanz stets auch die Effektstärken betrachtet werden, vgl. Bortz/Schuster (2010), S. 106f und S. 580.

kleinen, mittleren oder starken Effekt auslöst.⁶⁸⁹

Die vorliegende Arbeit verwendet die Effektgrößen sowohl für die Ergebnisse der univariaten Tests, die innerhalb der MANOVA durchgeführt werden, als auch für die Analyse der Kontrastwerte. Die Bestimmung der Effektgröße δ , die sich auch durch den Anteil an der Gesamtvarianz, der auf die unabhängige Variable zurückgeht, beschreiben lässt, wird wie folgt ermittelt:⁶⁹⁰

$$\delta = \sqrt{\frac{\eta^2}{1 - \eta^2}} \quad (15)$$

mit η als Varianz der jeweiligen unabhängigen Variable über alle Messzeitpunkte.⁶⁹¹

Die ermittelten Werte für δ werden in einem nächsten Schritt entsprechend der von *Cohen* vorgeschlagenen Klassifikation den Effektgrößen zugeordnet. Dabei ist zwischen kleinen, mittleren oder starken Effekten zu unterscheiden.⁶⁹² In folgenden Tabelle sind die normierten Effektgrößen für die in der Varianzanalyse verwendeten Werte zusammengestellt.

⁶⁸⁹ Vgl. *Bortz/Schuster* (2010), S. 626. sowie *Cohen* (1988), S. 24-27 zur Diskussionen um die Einteilung der Effektgrößen.

⁶⁹⁰ Um abzuschätzen, mit welcher Intensität ein Faktor oder eine Faktorkombination auf die abhängige Variable wirkt, wird in der Varianzanalyse das Eta-Quadrat betrachtet, das den aufgeklärten Varianzanteil an der Gesamtvarianz beschreibt.

⁶⁹¹ Vgl. *Bortz/Döring* (2006), S. 615.

⁶⁹² Die von *Cohen* vorgeschlagene Klassifikation stellt eine Orientierungshilfe dar. Letztendlich ist der jeweilige Untersuchungskontext entscheidend dafür, was als kleiner oder als großer Effekt zu bezeichnen ist. Die Gliederung der Effektgrößen – klein, mittel, groß – ist stark kontextabhängig, dennoch trifft die *Cohen-Klassifikation* auf die Mehrzahl sozialwissenschaftlicher und psychologischer Forschungsergebnisse zu. Eine initiale Vorstellung von der Bedeutung dieser Klassifikation vermittelt *Cohen* (1988), S. 26f; sowie *Algina et al.* (2005), S. 318f und *Bortz/Döring* (2006), S. 626f.

Tabelle 11: Klassifikation der Effektgrößen im GLM

(Quelle: in Anlehnung an Cohen (1988), S. 284; Leonhart (2009), S. 575 sowie Bortz/ Schuster (2010), S. 606.)

<i>Effektgröße</i>	<i>Klein</i>	<i>Mittel</i>	<i>Stark</i>
	≥ 0.10	≥ 0.25	≥ 0.40

Anmerkung: Die ausgewählten Effektgrößen hängen vom jeweiligen Untersuchungsgegenstand und der Stichprobenumfänge ab. Die Abhängigkeit der Teststärke bei multivariaten und univariaten GLM ist u.a. Gegenstand einer Arbeit von Cole *et al.* (1994).

Insgesamt hilft die zusätzliche Verwendung von Effektstärken die Bedeutsamkeit von Unterschieden oder Zusammenhängen zwischen den Untersuchungseinheiten hervorzuheben. Vor der Interpretation der Ergebnisse ist jedoch die Prüfung der zugrunde liegenden Verteilung notwendig, da Asymmetrien oder Ausreißer die Effektgrößen stark beeinflussen können. Ein Vorteil dieser Beurteilung ist, dass auch bei nicht-signifikanten Ergebnissen, unter Berücksichtigung der optimalen Stichprobenumfänge, Aussagen über die Effekte getätigt werden können.⁶⁹³ Bei größer werdenden Effekten steigt auch die Wahrscheinlichkeit eines signifikanten Ergebnisses und ermöglicht unabhängig von der Stichprobengröße den Vergleich von Gruppen.

5.4.2 Untersuchung anhand einer verbundenen Stichprobe

In einem nächsten Untersuchungsschritt werden die Unternehmensdaten in zwei Gruppen aufgeteilt und anschließend miteinander verglichen, wobei deren Objekte jeweils paarweise einander zugeordnet sind.⁶⁹⁴ Hierbei wird von einer verbundenen oder gepaarten Stichprobe gesprochen. Um Beobachtungspaare handelt es sich beispielsweise, wenn Unternehmensdaten vor und nach einer bestimmten Handlung bzw. Entscheidung verglichen werden oder wenn jedem Objekt der Stichprobe ein Objekt einer anderen Stichprobe direkt zugeordnet werden kann.⁶⁹⁵ Von Beobachtungspaaren ist ebenfalls zu sprechen, wenn an einer Stichprobe mehrere Messungen durchgeführt werden. Ein typisches Beispiel hierfür ist der Vergleich des Akquisitionserfolgs vor und nach einem Unternehmenszusammenschluss. In diesem Fall wird eine verbundene Stichproben generiert, indem jedes Beobachtungsobjekt wiederholt untersucht wird und die Untersuchungsobjekte einander paarweise zugeordnet werden.⁶⁹⁶ Anhand der zuvor beschriebenen uni- sowie multivariaten Varianzanalyse werden sämtliche Parameter über den gesamten Messzeitraum

⁶⁹³ Vgl. Bortz/ Döring (2006), S. 627f.

⁶⁹⁴ Die folgende Beschreibung erfolgt in Anlehnung an Bortz/ Schuster (2010), S. 117-126 sowie Janssen/ Laatz (2007), S. 353-355.

⁶⁹⁵ Vgl. Bortz/ Schuster (2010), S. 124.

⁶⁹⁶ Vgl. ebd.

hinweg untersucht.⁶⁹⁷ Analog werden hier in einem zweiten Untersuchungsschritt die verschiedenen Messzeitpunkte zu zwei Zeitintervallen zusammengefasst: der Zeitraum vor der Transaktion (XT-Jahre) und der Zeitraum nach der Transaktion (TX+Jahre)⁶⁹⁸ – wobei die Darstellung der Daten auf einem höheren Aggregationsniveau stattfinden.⁶⁹⁹

Dieser gewählte Ansatz verspricht einen Zusatz an Informationen, der als Ergänzung zur Methode der Varianzanalyse zu interpretieren ist.⁷⁰⁰ Zu diesem Zweck werden die Variablen im Rahmen eines t-Tests einzeln betrachtet. Die Signifikanz der Veränderungen wird kumuliert im Zuge eines Vergleichs der Jahre vor und nach der Transaktion untersucht und sowohl für die komparative Objektanalyse als auch für den ex-ante/ex-post Vergleich vorgenommen. Dazu werden t-Tests bei den abhängigen Vergleichsgruppen durchgeführt⁷⁰¹ und die Mittelwerte, die systematisch miteinander verbunden sind, mit der Stichprobe verglichen.⁷⁰² Diese alternative Vorgehensweise ermöglicht einen detaillierten Einblick in einzelnen Variablen, wobei die Korrelation der Variablen zueinander eine untergeordnete Rolle spielt und nicht herauspartialisiert wird.⁷⁰³

Bestehen die verbundenen Stichproben, wie in diesem Untersuchungsaufbau aus denselben Fällen, für die eine Variable wiederholt über die Zeit gemessen wird, können zufällige Schwankungen bei der Stichprobenziehung keine Unterschiede zwischen den Vergleichsgruppen hervorrufen.⁷⁰⁴ Als zufällige Schwankungen sind an dieser Stelle noch zufällige Messfehler zu erwähnen. Aus diesem Grund werden bei gepaarten Stichproben auch nicht die Mittelwerte der Vergleichsgruppen als Zu-

⁶⁹⁷ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 5.4.1.

⁶⁹⁸ Die Jahre vor der Transaktion werden mit XT-2 und XT-1, das Transaktionsjahr mit XT-0 und die Folgejahre mit TX+1, TX+2 und TX+3 bezeichnet.

⁶⁹⁹ Unabhängig von der paarweisen Zuordnung der Beobachtungen, ist die Untersuchung, analog zum t-Test für unabhängige Stichproben, an der Analyse der Unterschiede zwischen den einzelnen Gruppen interessiert.

⁷⁰⁰ Anzumerken ist, dass ein Informationsverlust stattfinden kann, wenn Daten der verschiedenen Messzeitpunkte über die Zeit zusammengefasst werden. In diesem speziellen Fall werden die Daten vor und nach der Transaktion zu einem Datenpunkt zusammengefasst, was zwangsläufig zu einem höheren Aggregationsniveau führt, vgl. *Stevens* (2002), S. 512.

⁷⁰¹ In der Literatur werden diese auch als Two-Paired Samples Tests bezeichnet.

⁷⁰² Eine ANOVA, bei der eine einfaktorielle Varianzanalyse und der t-Test für unabhängige Stichproben zu identischen Ergebnissen führt, ist hier nicht geeignet. Es handelt sich hierbei um zwei miteinander verbundene Stichproben, bei denen der t-Test für gepaarte Stichproben zu unterschiedlichen Ergebnissen führt und folglich zur Anwendung gelangen kann, vgl. hierzu *Bortz/ Schuster* (2010), S. 209f.

⁷⁰³ Erwartungsgemäß wird die Korrelation der Messdaten zwischen den beiden Zeitpunkten, bedingt durch den hohen Aggregationsgrad der Messzeitpunkte über die Zeit, relativ hoch ausfallen. Der zusätzliche Informationsgewinn überwiegt die Nachteile der diagnostizierten Korrelationswerte.

⁷⁰⁴ Vgl. *Janssen/ Laatz* (2007), S. 353f.

fallsvariablen betrachtet, sondern die Differenzen der Messwerte der untersuchten Vergleichspaare.⁷⁰⁵ Folglich ergeben sich die Mittelwertdifferenzen aus

$$\bar{d} = \bar{x}_{i1} - \bar{x}_{i2} \quad (16)$$

also der Differenz der beiden Werte \bar{x}_{ij} zu jedem Messzeitpunkt. Die mittlere Differenz \bar{d} ist unter Berücksichtigung der Hypothese H_0 normal verteilt mit einem Mittelwert 0. Der t-Test überprüft die Nullhypothese, dass die mittlere Differenz \bar{d} zwischen den zwei Referenzpunkten in der Population gleich 0 ist. Die Nullhypothese kann daher als

$$H_0 : \mu_d = 0 \quad (17)$$

ausgedrückt werden. Die Berechnungsformel für den t-Wert der Beobachtungspaare kann deshalb folgendermaßen formuliert werden

$$t = \sqrt{n} \frac{\bar{d}}{s_d} \quad (18)$$

wobei n die Anzahl der Beobachtungspaare, s_d die Standardabweichung der Differenzen der paarweisen Vergleiche und \bar{d} den Durchschnitt der Differenzen der Vergleichspaare beschreibt.⁷⁰⁶ Das ermittelte Ergebnis ist t-verteilt mit $df = n - 1$ Freiheitsgraden.

5.5 Zwischenergebnis

Das Kapitel hat verdeutlicht, dass das komplexe Phänomen von Unternehmenszusammenschlüssen bei Familienunternehmen mithilfe des hier vorgestellten Allgemeinen linearen Modells erfasst werden kann. Nach der Zielformulierung, einem ausführlichen Überblick über die zugrundeliegende Datenlage sowie der Beschreibung der Erfolgsindikatoren und der statistischen Analysemethoden, folgt im nächsten Kapitel die statistische Auswertung und die Interpretation der Stichprobendaten.

⁷⁰⁵ Vgl. ebd., S. 354.

⁷⁰⁶ Vgl. *Bortz/Schuster* (2010), S. 125.

Kapitel 6

Empirische Auswertung der langfristigen Entwicklung von Familienunternehmen

In diesem Abschnitt erfolgt die empirische Auswertung der langfristigen Entwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen durch Familienunternehmen sowohl im Selbstvergleich (*ex ante/ ex post*) als auch im Branchenvergleich (komparative Objektanalyse) anhand multivariater Analyseverfahren zur Aufdeckung von Mittelwertunterschieden (Kap. 6.3) sowie mittels eines Zweistichproben-t-Tests bei verbundenen Stichproben (Kap. 6.4). Der Analyse geht eine Voruntersuchung der erhobenen Datensätze, die die grundsätzlichen Voraussetzungen zur Durchführbarkeit der verwendeten Methoden überprüft (Kap. 6.1), und eine allgemeine deskriptive Stichprobenanalyse voraus (Kap. 6.2).

6.1 Voruntersuchung der Datensätze

Bisher wurden vor allem die theoretischen Aspekte bei der Durchführung einer Varianzanalyse in den Vordergrund gestellt. Die Signifikanzprüfung der Mittelwertunterschiede ist jedoch an Voraussetzungen gebunden, deren Vorliegen vor jeder Anwendung geprüft werden müssen.⁷⁰⁷ Für die hier verwendete spezifische Form der Varianzanalyse mit Messwiederholungen gelten folgende vier Annahmen hinsichtlich der Überprüfbarkeit der Treatmentfaktoren:

- Die Faktoren müssen **kardinal skaliert** sein, also mindestens ein Intervall- oder Verhältnisskalen-Niveau aufweisen.⁷⁰⁸ Somit kommen nur Variablen infrage, deren Differenzwerte über eine empirische Aussagekraft verfüge. Da die erhobenen Jahresabschlussdaten allgemein gültige Währungsinformationen, beispielsweise in EURO oder Dollar-Kursen, als Ausgangsbasis verwenden, kann diese Voraussetzung als erfüllt gelten.

⁷⁰⁷ Vgl. *Bortz/ Schuster* (2010), S. 212ff.

⁷⁰⁸ Vgl. *Bortz/ Schuster* (2010), S. 363.

- ▶ Die Messwerte innerhalb der Stichprobe sind normalverteilt.⁷⁰⁹ Die **Normalverteilung** der Residuen wird mithilfe des *Kolmogorow-Smirnow-Test* überprüft.⁷¹⁰ Beim Test auf Normalverteilung wird in der Nullhypothese stets angenommen, dass die Messdaten aus einer Normalverteilung stammen.⁷¹¹ Die Ergebnisse des KS-Test zeigen, dass diese nicht signifikant sind, womit der Teststatistik zufolge von einer Normalverteilung der Stichproben-
daten ausgegangen wird. Unter Berücksichtigung der verhältnismäßig kleinen Stichprobe erscheint dieses Ergebnis allerdings fragwürdig. Unterstützt wird dieser Befund durch die im nächsten Abschnitt folgende deskriptive Datenanalyse, wodurch der KS-Test nur bedingt aussagekräftig erscheint.⁷¹²

- ▶ Eine weitere Annahme ist die **Varianzhomogenität** der Residuen innerhalb der Gruppen, bei der die Fehlerkomponenten in den verschiedenen Treatmentbedingungen keine systematischen Größenunterschiede aufweisen dürfen.⁷¹³ Die homogenen Fehlervarianzen sind in der vorliegenden Arbeit hingegen nicht von Bedeutung, da die Treatmentfaktoren in diesem Untersuchungsaufbau die Messwiederholungen – die verschiedenen Jahresdaten – widerspiegeln und nicht auf Gruppenunterschiede innerhalb der Jahre getestet wird.

- ▶ Die vierte Voraussetzung ist die Prüfung auf **Unabhängigkeit der Fehlerkomponenten**, bei der unterstellt wird, dass die Beeinflussung eines Messwertes durch Fehlereffekte unabhängig davon sein muss, wie die übrigen Messwerte durch die Störvariablen beeinflusst werden.⁷¹⁴ In dem vorliegenden Untersuchungsaufbau – einer Varianzanalysen mit Messwiederholungen – bedeutet dies, dass zwar die Varianzen unter den einzelnen Faktorstufen nicht homogen sein müssen, aber dafür die Korrelationen zwischen den Faktorstufen.⁷¹⁵ Zur Überprüfung dieser Voraussetzung wird ein Sphärität-Test mithilfe des „*Mauchly-Test of Sphericity*“ durchgeführt.⁷¹⁶ Sofern diese Ergebnisse nicht signifikant sind, besteht Sphärität und damit eine Abhän-

⁷⁰⁹ In Bezug auf die MANOVA muss die Normalverteilung der einzelnen abhängigen Stichproben separat getestet werden, da die univariate Normalverteilung Voraussetzung für die multivariate Normalverteilung ist. Durch dieses Vorgehen wird die multivariate Normalverteilung zwar nicht garantiert, für die praktische Anwendung ist dieses Vorgehen jedoch angemessen, da die MANOVA robust gegen kleine Verletzungen der Annahme der multivariaten Normalverteilung ist.

⁷¹⁰ Der Kolmogorow-Smirnow-Test wird im folgenden als KS-Test bezeichnet.

⁷¹¹ Vgl. *Massey* (1951), S. 69 sowie *Boehnke et al.* (2008), S.319-324.

⁷¹² Allerdings ist die ANOVA relativ robust gegenüber dieser Annahme, so dass aufgrund der Datenlage von einer Normalverteilung ausgegangen werden kann.

⁷¹³ Vgl. *Bortz/Schuster* (2010), S. 213.

⁷¹⁴ Vgl. *Bortz/Schuster* (2010), S. 211.

⁷¹⁵ Bei Messwiederholungen sind Korrelationen bei den Messdaten wahrscheinlich. Sphärität ist dann gegeben, wenn die Varianz der Differenzen (Kovarianz) für beliebige Stichprobenpaare gleich ist oder wenn keine zwei Stichprobenpaare mehr oder weniger abhängig voneinander sind als zwei andere Beobachtungspaare. Eine Verletzung dieser Voraussetzung führt zu progressiven Untersuchungsentscheidungen, vgl. *Bortz/Schuster* (2010), S. 300.

⁷¹⁶ Vgl. *Leonhart* (2009), S. 358f sowie *Mauchly* (1940), S. 204-209.

Tabelle 12: ‚Mauchly-Test of Sphericity‘ für den Datensatz der Familienunternehmen

(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Mauchly-W	Chi-Quadrat	Sig.	Epsilon ^a	
				Greenhouse/Geisser	Huynh/Feldt
Umsatz	0,007	20,101	0,19	0,496	0,872
EBITDA	0,006	20,807	0,16	0,459	0,758
EBIT	0,009	19,530	0,21	0,482	0,829
FCF-Rendite	0,203	6,540	0,96	0,660	1,000
Netdebt/ EBITDA	0,061	11,460	0,72	0,535	1,000
EBIT/ Bilanzsumme	0,008	19,679	0,20	0,486	0,842
ROCE	0,000	32,725	0,01 ***	0,359	0,503

Anmerkung: *** p <0,01; ** p <0,05; * p <0,1; a Dieser Korrekturfaktor kann zum Korrigieren der Freiheitsgrade für die gemittelten Signifikanztests verwendet werden. In der Tabelle mit den Tests der Effekte innerhalb der Subjekte werden korrigierte Tests angezeigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$.

gigkeit der Fehlerkomponenten.⁷¹⁷ Um eventuelle Zweifel an der Verletzung der Sphäritäts-Annahme auszuräumen, wird zur Korrektur im Zuge ähnlicher Untersuchungen vielfach auf den *Greenhouse-Geisser-Test* sowie den *Huynh-Feldt-Test* zurückgegriffen.⁷¹⁸

Die Abbildungen 12 und 13 zeigen die Resultate für den ‚*Mauchly-Test of Sphericity*‘ sowohl für den Datensatz der Familienunternehmen als auch den in Relation zur ermittelten Peer Group. Für den Datensatz der Familienunternehmen gilt, dass bis auf eine Variable alle beobachteten Indikatoren der beobachteten Unternehmen nicht signifikant sind. Für den Datensatz in Relation zur Peer-Group ergibt sich ein gegensätzliches Bild. Zur Vorsicht wird daher für beide Datensätze von der Verletzung der Annahme der Zirkularität ausgegangen. Durch die Anwendung der *Greenhouse-Geisser*- sowie des *Huynh-Feldt-Korrektur* kann allerdings von der Unabhängigkeit der Fehlerkomponenten ausgegangen werden, wobei die Verwendung des *Greenhouse-Geisser-Tests* als noch konservativer angesehen wird.

Für die Auswertungen über die Berechnungen der multivariaten Varianzanalyse wurde sich auf die von *Bortz/ Schuster* (2010) formulierte Annahme, dass dieses Verfahren gegenüber Verletzungen der erwähnten Voraussetzungen relativ robust ist und auch der F-Test noch zu richtigen Entscheidungen führt, gestützt. Bei gleich großen Stichproben sind sogar bei dichotomer abhängiger Variable noch aussagekräftige Ergebnisse zu erhalten.⁷¹⁹

⁷¹⁷ Allerdings reagiert dieser Test sehr sensibel auf die Verletzung der Annahme zur Normalverteilung und ist daher nur bedingt verlässlich, vgl. *Everitt* (1995), S. 124.

⁷¹⁸ Vgl. *Bortz/ Schuster* (2010), S. 301 sowie ausführlich *Geisser/ Greenhouse* (1958) und *Huynh/ Feldt* (1976).

⁷¹⁹ Vgl. *Bortz/ Schuster* (2010), S. 124 sowie ausführlich *Glass et al.* (1972) und *Boehnke* (1983).

Tabelle 13: ‚Mauchly-Test of Sphericity‘ für den Datensatz der Familienunternehmen in Relation zur Branche

(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Mauchly-W	Chi-Quadrat	Sig.	Epsilon ^a	
				Greenhouse/Geisser	Huynh/Feldt
Umsatz	0,000	30,393	0,00 ***	0,283	0,309
EBITDA	0,002	21,625	0,02 **	0,417	0,601
EBIT	0,000	63,998	0,00 ***	0,255	0,259
FCF-Rendite	0,022	13,066	0,21	0,479	0,769
Netdebt/EBITDA	0,000	49,954	0,00 ***	0,253	0,256
EBIT/Bilanzsumme	0,003	19,398	0,04 **	0,342	0,428
ROCE	0,003	20,233	0,03 **	0,350	0,445

Anmerkung: *** p <0,01; ** p <0,05; * p <0,1; a Dieser Korrekturfaktor kann zum Korrigieren der Freiheitsgrade für die gemittelten Signifikanztests verwendet werden. In der Tabelle mit den Tests der Effekte innerhalb der Subjekte werden korrigierte Tests angezeigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$.

6.2 Deskriptive Stichprobenanalyse

Nachdem abschließend festgestellt werden konnte, dass die Voraussetzungen zur Durchführung einer multivariaten Datenanalyse erfüllt sind, beschäftigt sich der folgende Abschnitt mit der deskriptiven Datenanalyse der zugrunde liegenden Stichproben. Ein erster Eindruck über die erhobenen Daten wurde bereits im Rahmen der Korrelationsanalyse (Kap. 5.4.1.2) und der Voruntersuchung der Datensätze (siehe Kap. 6.1) gewährt. Handelte es sich bei diesen Informationen um die erhobenen Rohdaten, so werden im Folgenden die um die Inflation bereinigten Positionen analysiert.⁷²⁰

Der Abschnitt gliedert sich in drei Teile. Zunächst werden die deskriptiven Ergebnisse für den Datensatz der Familienunternehmen erläutert (Kap. 6.2.1). Da der Faktor *Umsatzwachstum* als einziger Faktor unmittelbar von der Preissteigerungsrate betroffen ist, wurden die Umsätze dieses Datensatzes für die folgende Analyse um die Inflation bereinigt. Die dafür benötigten Inflationsraten wurden vom Statistischen Bundesamt bezogen und anschließend auf die Umsatzentwicklung der Unternehmen in beiden Stichproben angewendet.⁷²¹ Da die folgenden Kennziffern auf relativen Kennzahlenvergleichen basieren, bei denen jeweils zwei ausgewählte Größen in einen geeigneten Bezug zueinander gesetzt werden und diese Parameter den gleichen Einflussgrößen unterliegen, ist eine weitere Normalisierung nicht

⁷²⁰ Relevant ist diese Bereinigung der Rohdaten um die Inflation ausschließlich für den Faktor *Umsatzwachstum*. Da diese Größe nicht in Relation zu einer anderen Größe dargestellt, sondern nur mit sich selbst ins Verhältnis gesetzt wird, ist eine Fehlerkorrektur nur an dieser Position notwendig, vgl. hierzu auch Gerhart (1985).

⁷²¹ Das Basisjahr für die Bereinigung ist das Jahr 1994, da die ersten für die Untersuchung infrage kommenden Jahresabschlüsse aus diesem Jahr stammen. Die verbliebenen Jahre wurden in Relation zum Basisjahr indiziert, indem der spezifische Jahresumsatz durch den Indexwert für das Vorjahr geteilt und mit der Indexzahl des Basisjahres multipliziert wurde.

notwendig. Der Beschreibung der Familienunternehmen folgt die Darstellung der vergleichbaren Unternehmen (Kap. 6.2.2) woran sich die Charakterisierung der Daten der Familienunternehmen in Relation zu den vergleichbaren Unternehmen, der Peer-Group Analyse (Kap. 6.2.3), anschließt. Zu bemerken ist die Möglichkeit eines direkten Vergleichs zwischen dem Datensatz der Familienunternehmen und den vergleichbaren Unternehmen. Ein isolierter Vergleich zwischen der Peer-Group Analyse und den beiden erstgenannten Datensätzen ist hingegen nicht möglich, da diese auf Basis der Verhältnisse zwischen den erhobenen Stichprobendaten beruhen.⁷²²

6.2.1 Datensatz Familienunternehmen

Nach Voruntersuchung der Datensätze in Kapitel 6.1 erfolgt in diesem Abschnitt der Vergleich der Ausprägungen der Familienunternehmen im Zeitablauf. Wie in Kapitel 5.2 aufgezeigt wurde, besteht der für diese Arbeit zugrunde liegende Datensatz aus insgesamt 48 Familienunternehmen mit 53 Transaktionen. Die gesamten Unternehmen entsprechen der in Kapitel 2.1 aufgezeigten Beschreibung und der zugrunde gelegten Arbeitsdefinition, so dass diese im Weiteren als eindeutige Familienunternehmen bezeichnet werden können.⁷²³ Eine Übersicht der Ergebnisse für die deskriptive Datenanalyse über die betrachteten Messzeitpunkte hinweg wird in Tabelle 14 aufgezeigt.

Die Daten der Stichprobenanalyse zeigen, dass die Familienunternehmen im Zeitablauf ein beträchtliches **Umsatzwachstum** aufweisen. Die Verteilung des Umsatzwachstums familiengeführter Unternehmen ist nicht gleichmäßig. Die durchschnittliche Entwicklung des Umsatzwachstums ist, unter Berücksichtigung einer substantiellen Umsatzsteigerung im Transaktionsjahr selbst, bis zum Jahr nach der Transaktion (TX+1), als durchweg positiv einzuschätzen. In den beiden Folgejahren hingegen verschlechtert sich das Umsatzwachstum nachhaltig, was nicht zuletzt auf den globalen Konjunkturunbruch zurückzuführen ist.⁷²⁴ Die Werte der Standardabweichung ($SD = 0.16$) und der Varianz ($Var = 0.03$), die Aussagen über die Dispersion der Verteilung erlauben, bestätigen die Aussage einer Ungleichverteilung der betrachteten Unternehmen. Die Werte für die Verteilungsmaße, die Schiefe ($v = 0.87$) und Kurtosis ($\omega = 3.62$), unterstützen den Eindruck, dass die Resultate des Kolmogorov-Smirnov-Tests als fragwürdig einzuschätzen sind.⁷²⁵ Die hier be-

⁷²² Die Peer-Group Analyse stellt die auf den berechneten Kennzahlen basierenden operativen Verhältnisse zwischen Familien- und Vergleichsunternehmen dar, die durch die Division der einzelnen Werte der FB durch die entsprechenden Werte der vergleichbaren Unternehmen berechnet werden.

⁷²³ Vgl. ausführlich Kapitel 2.1.4 zur Definition von Familienunternehmen in der vorliegenden Arbeit.

⁷²⁴ Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Familienunternehmen beträgt 7,24%.

⁷²⁵ Die Kurtosis oder auch Wölbung ist ein statistischer Parameter, der die Steilheit einer Wahrscheinlichkeitsdichteverteilung $P(x, t)$, in diesem Fall die Normalverteilung $N(\mu, \sigma^2)$, wiedergibt.

trachteten Ergebnisse implizieren eine mehrheitlich rechtssteile Verteilung.⁷²⁶ Daraus ist zu schließen, dass die Unternehmen neben einer auftretenden Heterogenität bei der Umsatzsteigerung auch mittlere bis große Werte in Bezug auf die Umsatzrelationen aufweisen.

Die Analyse der Profitabilitätskennzahlen zeigt hingegen ein gemischtes Ergebnis. So ist bei den operativen Ergebnissen mit **EBITDA-** und **EBIT-Marge** eine einheitlichere Verteilung zu beobachten. Die EBITDA-Marge weist einen durchschnittlichen Gewinn von 9.7% bei einer Standardabweichung von im Mittel 0.06 auf und der EBIT eine operative Marge von 6.2% mit einer durchschnittlichen Standardabweichung von ebenfalls 0.06. Diese Werte werden durch die Ergebnisse der Varianz bestätigt, woraus gefolgert werden kann, dass sich die Unternehmen beim operativen Gewinn nicht so heterogen verhalten, wie im Vergleich zur beobachteten Umsatzsteigerung. Die Ergebnisse in Bezug auf die Verteilungsmaße sind ebenfalls einheitlicher als im Vergleich zum zuvor betrachteten Umsatzwachstum. Zurückzuführen sind diese relativ einheitlichen Ergebnisse auch auf die Verwendung relativer Kennzahlen bei den operativen Ergebnissen, die einen Vergleich von Unternehmen unterschiedlicher Größe und Wachstumsstärken ermöglichen.

Analog zur Argumentation der zuvor beschriebenen Indikatoren kann die Beschreibung für die Free Cashflow-Rendite (**FCF-Rendite**) abgeleitet werden, die eine Kennzahl für die operative Ertrags- und Finanzierungskraft eines Unternehmens beschreibt. Die FCF-Rendite beträgt durchschnittlich 4.2% und weist über die betrachteten Messzeitpunkte einen keilförmigen Verlauf auf. Die Dispersionsmaße sind zwar konstant, nehmen aber – vergleichbar mit dem Verlauf des Umsatzwachstums – relativ hohe Werte an, während Schiefe und Kurtosis sowohl konstant als auch unauffällig sind. Zum Ende des Messzeitraums ist eine Verbesserung der operativen Ertragskraft festzustellen.

Die Kennzahl **NetDebt/ EBITDA**, die die Verschuldungsrelation eines Unternehmens beschreibt, zeigt dagegen ein uneinheitlicheres Ergebnis. Im Durchschnitt zeigen die beobachteten Familienunternehmen im Zeitablauf einen Wert von 1.4x auf, was auf eine Rückzahlung der Nettoverbindlichkeiten bei konstanter Ertragslage von 1.5 Jahren schließen lässt. Die Standardabweichung und die Varianz weisen im Zeitablauf mit Werten von 3.82 und 19.01 verhältnismäßig große Ergebnisse auf, insbesondere im Jahr vor der Transaktion, dem Transaktionsjahr wie auch im zweiten Jahr nach der Transaktion (TX+2). Eine Ungleichmäßigkeit der Verteilung wird durch die Betrachtung der linkssteilen Verteilung und der hohen Werte für die Kurtosis mit im Mittel 14.52, was auf einen breitgipfligen Verlauf der Verteilung

⁷²⁶ Die Schiefe ist ein Maß für die Asymmetrie einer Wahrscheinlichkeitsverteilung zum Mittelwert. Der Koeffizient der Schiefe beschreibt die standardisierte Differenz zwischen der Entfernung des α und des $(1 - \alpha)$ -Quantils zum Median. Dabei kann der Quantilkoeffizient Werte zwischen -1 und 1 annehmen. Bei linksschiefen (oder rechtssteilen) Verteilungen sind Werte, die größer sind als der Mittelwert, häufiger zu beobachten, so dass sich der Gipfel (Modus) rechts vom Mittelwert befindet; der linke Teil des Graphs ist flacher als der rechte, vgl. hierzu auch *Bortz/ Schuster* (2010), S.41ff.

lung schließen lässt, verstärkt. Aus dem Verlauf dieser Daten können Rückschlüsse auf die Finanzierung und die damit einhergehenden Besonderheiten von Familienunternehmen gezogen werden. So zeigen die Unternehmen in den Jahren vor der Transaktion eine geringere Verschuldungsrelation als im ersten (TX+1) und zweiten Jahr (TX+2) nach der Transaktion, wo sie einen hohen Leverage, jeweils bei hohen Streuungsmaßen, aufweisen. Die Situation verbessert sich im Jahr XT+3 nach der Transaktion wieder.⁷²⁷

Die letzte zu betrachtende Kategorie sind die Effizienzkennzahlen mit der Gesamtkapitalrendite (ROA) und dem ROCE. Der durchschnittliche **ROA** eines Unternehmens im Messzeitraum beträgt 9.56%.⁷²⁸ Die Dispersionsmaße mit Standardabweichung und Varianz sind im Zeitablauf konstant, aber auf vergleichsweise hohem Niveau, während Schiefe und Kurtosis sowohl konstant als auch unauffällig sind. Dies ist keine ungewöhnliche Feststellung, da die Charakteristika und Branchen der Unternehmen teils sehr verschieden sind. Zu erkennen sind diese Unterschiede in den vorhandenen Größeneffekten und der spezifischen Kapitalausstattung, die sich in der Bilanzsumme widerspiegelt.

Der **ROCE**, häufig als zentraler Planungs- und Bewertungsmaßstab eines Unternehmens eingesetzt, beträgt im Zeitablauf mehr als 16%.⁷²⁹ Die Form der Verteilung zeigt sich bei einer Standardabweichung und Varianz von im Mittel 0.17 sowie 0.04 etwas erhöht. Die Verteilung selbst zeigt sich konstant und unauffällig, nur das Jahr vor der Transaktion (XT-1) ist auffällig, da hier eine hohe Kurtosis zu beobachten ist und es bei isolierter Betrachtung auf einen breitgipfligen Verlauf hindeutet.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass die Betrachtung der deskriptiven Statistik des Datensatzes der Familienunternehmen den Eindruck vermittelt, dass bei den Unternehmen neben Wachstumsunterschieden auch Profitabilitäts- und Effizienzungleichheiten vorhanden sind. Diese Beobachtung bestätigt die Vorgehensweise zur Verwendung relativer Kennzahlen, um den Einfluss von Größen- und operativen Ungleichgewichten zu normalisieren. Das Vorgehen ermöglicht in einem nächsten Schritt den Vergleich der Familienunternehmen anhand einer Gruppe von Vergleichsunternehmen, die im folgenden Abschnitt einer deskriptiven Analyse un-

⁷²⁷ Es bleibt zu prüfen, ob den Veränderungen transaktions- oder konjunkturabhängige Faktoren zugrunde liegen, da die Transaktionsfolgejahre jeweils in konjunkturschwächere Phasen fallen.

⁷²⁸ Die Kennzahl EBIT/Bilanzsumme beschreibt die Gesamtkapitalrendite, in der gängigen Literatur auch als ROA bezeichnet.

⁷²⁹ Der *Return on Capital Employed* (ROCE) ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die beschreibt, wie effektiv und profitabel ein Unternehmen mit dem eingesetzten Kapital agiert. Genau genommen stellt der ROCE eine Weiterentwicklung der Gesamtkapitalrentabilität dar. Berechnet wird diese Kennzahl aus dem EBIT, dividiert durch das von einem Unternehmen innerhalb einer Periode eingesetzte durchschnittliche langfristige Kapital.

192 6 Empirische Auswertung der langfristigen Entwicklung von Familienunternehmen
terzogen werden.⁷³⁰

⁷³⁰ In einer weiteren Betrachtung wäre zu überprüfen, ob die beobachteten Unterschiede vor und nach einem Unternehmenszusammenschluss auf transaktions- oder konjunkturpezifische Gründe zurückzuführen sind, da im beobachteten Zeitraum sowohl die Welt- als auch die Binnenkonjunktur einen substantiellen Einbruch erlebt hat.

Tabelle 14: Deskriptive Statistik für den Datensatz Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Auswertung)

Kennzahlen (Zeitraum)	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	Varianz	Schiefe	Kurtosis
Umsatzwachstum XT-2	(0,02)	0,28	0,07	0,09	0,01	1,31	1,15
Umsatzwachstum XT-1	(0,14)	0,45	0,07	0,11	0,01	1,63	5,45
Umsatzwachstum XT-0	(0,10)	1,31	0,20	0,26	0,07	2,81	9,09
Umsatzwachstum TX+1	(0,29)	0,45	0,08	0,13	0,02	0,23	1,61
Umsatzwachstum TX+2	(0,51)	0,39	(0,01)	0,16	0,03	(0,89)	2,10
Umsatzwachstum TX+3	(0,51)	0,58	(0,01)	0,21	0,04	0,15	2,32
EBITDA-Marge XT-2	0,04	0,15	0,08	0,04	0,00	0,82	(0,71)
EBITDA-Marge XT-1	(0,02)	0,33	0,11	0,07	0,00	1,34	2,66
EBITDA-Marge XT-0	0,00	0,32	0,10	0,06	0,00	1,76	4,75
EBITDA-Marge TX+1	0,01	0,34	0,10	0,06	0,00	1,42	3,86
EBITDA-Marge TX+2	(0,10)	0,29	0,09	0,07	0,00	0,58	2,38
EBITDA-Marge TX+3	(0,13)	0,35	0,10	0,08	0,01	0,16	5,44
EBIT-Marge XT-2	0,01	0,11	0,05	0,03	0,00	1,06	0,09
EBIT-Marge XT-1	(0,03)	0,28	0,07	0,06	0,00	1,71	3,78
EBIT-Marge XT-0	0,00	0,29	0,07	0,05	0,00	2,39	7,58
EBIT-Marge TX+1	(0,01)	0,32	0,07	0,05	0,00	2,00	7,15
EBIT-Marge TX+2	(0,14)	0,26	0,05	0,06	0,00	0,47	3,66
EBIT-Marge TX+3	(0,27)	0,32	0,06	0,09	0,01	(1,00)	7,60
FCF-Rendite XT-2	(0,14)	0,12	0,03	0,05	0,00	(1,56)	4,79
FCF-Rendite XT-1	(0,16)	0,28	0,05	0,08	0,01	0,15	1,33
FCF-Rendite XT-0	(0,24)	0,30	0,01	0,09	0,01	0,77	3,49
FCF-Rendite TX+1	(0,13)	0,20	0,04	0,06	0,00	(0,40)	1,07
FCF-Rendite TX+2	(0,16)	0,26	0,05	0,07	0,00	0,25	1,97
FCF-Rendite TX+3	(0,11)	0,29	0,07	0,08	0,01	0,56	1,19
NetDebt/ EBITDA XT-2	(3,81)	7,60	1,20	2,21	4,87	0,43	2,22
NetDebt/ EBITDA XT-1	(17,54)	7,30	0,79	3,24	10,48	(3,36)	19,67
NetDebt/ EBITDA XT-0	(20,49)	6,49	1,09	3,55	12,57	(4,36)	26,78
NetDebt/ EBITDA TX+1	(5,10)	15,52	1,58	2,85	8,11	2,15	10,40
NetDebt/ EBITDA TX+2	(7,28)	53,97	2,94	8,43	71,02	4,66	26,59
NetDebt/ EBITDA TX+3	(4,40)	8,54	0,91	2,65	7,01	0,31	1,46

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 14: (Fortsetzung)

Kennzahlen (Zeitraum)	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	Varianz	Schiefe	Kurtosis
EBIT/ Bilanzsumme XT-2	0,01	0,18	0,08	0,04	0,00	0,48	0,35
EBIT/ Bilanzsumme XT-1	(0,12)	0,38	0,11	0,08	0,01	0,85	4,28
EBIT/ Bilanzsumme XT-0	0,01	0,38	0,11	0,07	0,00	1,71	4,02
EBIT/ Bilanzsumme TX+1	(0,02)	0,30	0,11	0,07	0,00	0,79	0,55
EBIT/ Bilanzsumme TX+2	(0,27)	0,26	0,08	0,08	0,01	(1,07)	5,04
EBIT/ Bilanzsumme TX+3	(0,21)	0,28	0,09	0,10	0,01	(1,09)	2,93
ROCE XT-2	0,04	0,28	0,14	0,07	0,01	0,38	(0,79)
ROCE XT-1	(0,86)	2,65	0,20	0,39	0,15	4,67	32,83
ROCE XT-0	0,05	0,64	0,19	0,13	0,02	1,55	2,44
ROCE TX+1	(0,02)	0,64	0,19	0,13	0,02	1,13	1,68
ROCE TX+2	(0,29)	0,48	0,14	0,14	0,02	(0,11)	1,11
ROCE TX+3	(0,27)	0,46	0,16	0,16	0,03	(0,51)	1,21

Anmerkung: Die Bezeichnung *XT-2* und *XT-1* beschreibt die Jahre vor der Transaktion, *XT-0* entspricht dem Transaktionsjahr sowie *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* mit den Jahren nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe umfasst $n = 53$ Unternehmen. Um die Darstellung in Abbildungen und Tabellen übersichtlicher zu gestalten, werden negative Werte in Klammern dargestellt, z.B. -10 % = (10%).

6.2.2 Datensatz Vergleichbare Unternehmen

In diesem Abschnitt werden die Daten der deskriptiven Untersuchung für die vergleichbaren Unternehmen vorgestellt. Auf Basis dieses Datensatzes wird im darauffolgenden Kapitel 6.2.3 der Vergleich mit den Familienunternehmen vorgenommen, indem die beiden Datensätze in Relation zueinander gesetzt werden. Zuvor werden diese Daten jedoch – wie eingangs erwähnt – einer deskriptiven Stichprobenanalyse unterzogen, um die Vergleichbarkeit der Datensätze zu gewährleisten. Aus diesem Grund wird auch für diesen Datensatz ein Kolmogorov-Smirnov-Test durchgeführt, der ebenfalls nahe legt, dass bei den Daten der vergleichbaren Unternehmen von einer Normalverteilung ausgegangen werden kann.

Eine Übersicht über die Ergebnisse der Vergleichsunternehmen findet sich in Tabelle 15. Dieser ist zu entnehmen, dass das durchschnittliche Umsatzwachstum für die vergleichbaren Unternehmen 6.8% beträgt und somit nahezu dem Wachstum der Familienunternehmen (6.6%) entspricht. Allerdings sind die Streuungsmaße, also die Wachstumsschwankungen der Unternehmen innerhalb der Messzeitpunkte, deutlich geringer, was sich in einer durchschnittlichen Standardabweichung von 0.11 und einer durchschnittlichen Varianz von 0.01 widerspiegelt.⁷³¹ Weisen die Familienunternehmen im Zeitablauf auf einem vergleichsweise hohem Niveau steigende Dispersionsmaße auf, so sind bei den Vergleichsunternehmen nur leicht steigende Werte zu beobachten. Diese Beobachtung könnte eine Indikation für die unterschiedliche Performance der beiden Stichproben darstellen. Die Verteilung mit einer Schiefe und Kurtosis von 1.55 sowie 7.55 verhält sich in diesem Fall auffälliger als bei den Familienunternehmen.

Die Betrachtung der operativen Gewinnmargen ergibt für die EBITDA-Marge einen durchschnittlichen Wert von 10.5% bei einer Standardabweichung von 0.04 und einer Varianz von annähernd 0.00. Eine ähnliche Beobachtung zeigt sich für den operativen Gewinn nach Abschreibungen mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 6.9% bei identischen Dispersionsmaßen. Die Maße für Schiefe und Kurtosis der beiden Kennzahlen belegen eine nahezu symmetrische Verteilung. Hinsichtlich der Positionen der operativen Gewinnmargen in Relation zum Datensatz der Familienunternehmen zeigt sich, dass die Performance der vergleichbaren Unternehmen durchschnittlich rund 1% Punkt höher als die der Familienunternehmen ist.

Die FCF-Rendite der Vergleichsgruppe beträgt bei moderaten Streuungsmaßen im Zeitablauf durchschnittlich 3.5%. Die beobachtete Rendite der Familienunternehmen beträgt bei keilförmigem Verlauf durchschnittlich 4.2% mit konstant hohen Dispersionswerten. Zeigen die Daten bei den zuvor genannten Kennzahlen vergleichsweise ähnliche Ergebnisse, so ist bei Betrachtung der Verschuldungsrelation ein deutlich höherer Leverage zu beobachten. Die Vergleichsunternehmen weisen im Durchschnitt eine Verschuldungsrelation von 4.7x auf, während Familienunter-

⁷³¹ Die durchschnittlichen Werte der Standardabweichung und Varianz für die Familienunternehmen betragen zum Vergleich 0.16 und 0.03.

nehmen mit einem Faktor von 1.4x eine substantiell geringere Verschuldung bei gleichzeitig geringerer Streuung zeigen. Die Gründe für die bei den Vergleichsunternehmen höhere Verschuldungsrelation sind vielfältig. Eine mögliche Interpretation könnte in dem leichteren Zugang zum Kapitalmarkt liegen, da die Vergleichsunternehmen gesamtheitlich börsennotiert sind.

Aus der bisherigen deskriptiven Darstellung der Kennzahlen geht hervor, dass die Unternehmen der beiden Stichproben sich nur hinsichtlich der Verschuldungsrelation wesentlich unterscheiden, die Vergleichsunternehmen ansonsten ähnliche Performancewerte bei geringerer Variabilität aufweisen. Der ROA beträgt 7.6% und ist somit um nahezu 2% Punkte geringer als der bei den Familienunternehmen. Ein ähnliches Ergebnis resultiert auch aus der Betrachtung des ROCE, der mit durchschnittlich 11.7% um mehr als fünf Prozentpunkte unter dem ROCE von Familienunternehmen liegt. Beide Kennzahlen weisen im Vergleich zum Datensatz der Familienunternehmen geringere Dispersionsmaße auf. Ein Grund für den Performanceunterschied könnte auch in der effizienteren Nutzung des eingesetzten Kapitals liegen. Eine andere plausible Erklärung könnte, trotz Verwendung relativer Kennzahlen, auf vorhandene Größenunterschiede bei den Vergleichsunternehmen hinweisen.

Abschließend bleibt anzumerken, dass die Zusammenstellung der Peer-Group einen wesentlichen Einfluss auf Analyse und Bewertung der abgeschlossenen Unternehmenszusammenschlüsse ausübt. Deshalb wurde bei dieser Stichprobe ein besonderes Augenmerk auf vergleichende Erfolgs- und Wachstumstreiber gelegt. Die Vergleichsunternehmen variieren zwar in der Größe und sind ebenso wie die Daten der Jahresabschlüsse der Familienunternehmen, die auf Daten des externen Rechnungswesen beruhen, mit Vorsicht zu interpretieren. Doch durch die intensive Identifikation und die Verwendung relativer Kennzahlen sind die Unternehmen hinsichtlich ihrer Wachstums- und Profitabilitätsentwicklung durchaus zu vergleichen. Die deskriptive Analyse der Daten wird mit der folgenden Beschreibung der Familienunternehmen in Relation zur ihrer Peer-Group abgeschlossen.

Tabelle 15: Deskriptive Statistik für den Datensatz der Vergleichsunternehmen
(Quelle: Eigene Auswertung)

Kennzahlen (Zeitraum)	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	Varianz	Schiefe	Kurtosis
Umsatzwachstum XT-2	(0,04)	0,51	0,08	0,09	0,01	1,60	10,68
Umsatzwachstum XT-1	(0,04)	0,33	0,10	0,07	0,01	1,23	2,14
Umsatzwachstum XT-0	(0,06)	0,67	0,09	0,11	0,01	1,20	15,39
Umsatzwachstum TX+1	(0,23)	0,67	0,06	0,11	0,01	2,50	16,69
Umsatzwachstum TX+2	(0,23)	0,36	0,03	0,12	0,02	(0,15)	0,67
Umsatzwachstum TX+3	(0,29)	0,37	0,04	0,15	0,02	(0,05)	(0,26)
EBITDA-Marge XT-2	0,03	0,24	0,11	0,04	0,00	1,06	2,56
EBITDA-Marge XT-1	0,03	0,25	0,11	0,04	0,00	1,25	3,24
EBITDA-Marge XT-0	0,04	0,25	0,11	0,04	0,00	0,99	2,46
EBITDA-Marge TX+1	0,03	0,21	0,10	0,04	0,00	0,43	0,83
EBITDA-Marge TX+2	0,03	0,22	0,10	0,04	0,00	0,48	1,19
EBITDA-Marge TX+3	0,03	0,22	0,10	0,04	0,00	0,59	2,13
EBIT-Marge XT-2	0,01	0,18	0,07	0,04	0,00	1,19	2,27
EBIT-Marge XT-1	0,01	0,20	0,08	0,04	0,00	1,26	2,76
EBIT-Marge XT-0	0,02	0,20	0,08	0,04	0,00	1,07	2,02
EBIT-Marge TX+1	(0,01)	0,18	0,07	0,04	0,00	0,38	0,89
EBIT-Marge TX+2	(0,01)	0,19	0,06	0,04	0,00	0,38	0,84
EBIT-Marge TX+3	(0,01)	0,19	0,06	0,04	0,00	0,87	2,62
FCF-Rendite XT-2	(0,05)	0,16	0,04	0,03	0,00	0,58	2,08
FCF-Rendite XT-1	(0,09)	0,11	0,03	0,04	0,00	(0,33)	1,36
FCF-Rendite XT-0	(0,11)	0,17	0,03	0,04	0,00	(0,09)	3,23
FCF-Rendite TX+1	(0,06)	0,11	0,03	0,04	0,00	0,28	0,57
FCF-Rendite TX+2	(0,10)	0,21	0,04	0,04	0,00	0,58	4,95
FCF-Rendite TX+3	(0,06)	0,17	0,05	0,04	0,00	0,33	0,74
NetDebt/ EBITDA XT-2	(1,44)	4,90	1,90	1,27	1,60	(0,14)	0,59
NetDebt/ EBITDA XT-1	(0,83)	377,54	8,97	51,62	2664,26	7,27	52,93
NetDebt/ EBITDA XT-0	(3,88)	5,42	1,86	1,69	2,85	(0,76)	1,90
NetDebt/ EBITDA TX+1	(4,50)	377,54	8,87	51,66	2668,50	7,26	52,81
NetDebt/ EBITDA TX+2	(1,78)	15,99	2,58	2,83	8,01	2,50	9,58
NetDebt/ EBITDA TX+3	(3,79)	15,99	2,04	3,00	8,99	2,50	10,70

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 15: (Fortsetzung)

Kennzahlen (Zeitraum)	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	Varianz	Schiefe	Kurtosis
EBIT/ Bilanzsumme XT-2	0,01	0,16	0,08	0,03	0,00	0,13	0,16
EBIT/ Bilanzsumme XT-1	0,01	0,17	0,08	0,03	0,00	0,34	0,86
EBIT/ Bilanzsumme XT-0	0,02	0,18	0,09	0,04	0,00	0,62	0,46
EBIT/ Bilanzsumme TX+1	(0,01)	0,17	0,08	0,04	0,00	0,25	0,21
EBIT/ Bilanzsumme TX+2	(0,01)	0,17	0,07	0,04	0,00	0,21	(0,28)
EBIT/ Bilanzsumme TX+3	(0,01)	0,17	0,06	0,03	0,00	0,61	2,46
ROCE XT-2	0,02	0,70	0,14	0,10	0,01	3,62	18,38
ROCE XT-1	0,02	0,37	0,14	0,06	0,00	1,03	2,24
ROCE XT-0	(0,73)	0,57	0,13	0,15	0,02	(3,43)	24,32
ROCE TX+1	(0,73)	0,48	0,10	0,18	0,03	(3,27)	14,68
ROCE TX+2	(0,63)	0,29	0,09	0,14	0,02	(3,26)	15,35
ROCE TX+3	(0,34)	0,23	0,09	0,08	0,01	(3,19)	17,19

Anmerkung: Die Bezeichnung *XT-2* und *XT-1* beschreibt die Jahre vor der Transaktion, *XT-0* entspricht dem Transaktionsjahr sowie *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* mit den Jahren nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Die Anzahl der Vergleichsunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 371$ Unternehmen. Um die Darstellung in Abbildungen und Tabellen übersichtlicher zu gestalten, werden negative Werte in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

6.2.3 *Verknüpfung Familienunternehmen in Relation zur Peer-Group*

In diesem Abschnitt werden die Daten der deskriptiven Statistik für den Datensatz Familienunternehmen in Relation zur untersuchten Peer-Group beschrieben. Unter Berücksichtigung und Verknüpfung der beiden zuvor beschriebenen Datensätze, bei dem die Daten der Familienunternehmen und die der Vergleichsgruppe, die zwischen 4 und 10 Unternehmen mit denselben Branchen- und Wachstumsindikatoren umfasst, ins Verhältnis gesetzt werden, findet eine Zusammenführung der beiden Datensätze für die sich anschließende vergleichende Unternehmensanalyse statt. Abbildung 16 zeigt die Werte dieser Unternehmensanalyse und spiegelt die aggregierten Verhältnisse der untersuchten Familienunternehmen zum jeweiligen Industriezweig wider.⁷³² Der Kolmogorov-Smirnov-Test für den Datensatz der Peer-Group zeigte, dass die Nullhypothese H_0 bestätigt wird und auch hier von einer Normalverteilung ausgegangen werden kann.

Für den gesamten Untersuchungszeitraum ergibt sich ein durchschnittliches Wachstum der Familienunternehmen, das um ca. 2% höher ausfällt als das der untersuchten Industriegruppe.⁷³³ Werden hingegen die einzelnen Messzeitpunkte betrachtet, fällt eine große Spannbreite der erhobenen Messdaten auf, die mit höheren Dispersionsmaßen einhergeht. So steigt im Jahr der Transaktion der Umsatz im Vergleich zur Peer-Group mit mehr als 200% überproportional stark, was vor dem Hintergrund einer Akquisition nicht ungewöhnlich erscheint. In den Folgejahren normalisiert sich das mittlere Wachstum bei steigender Standardabweichung. Hiervon ausgenommen ist das Jahr TX+2, in dem es zu einem substantiellen Wachstumseinbruch bei beiden Stichproben kommt, wobei die Familienunternehmen von einem noch höheren Einbruch betroffen waren. In Anbetracht der Ergebnisse ist jedoch zu vermuten, dass beide Unternehmensgruppen gleichermaßen von dem im Untersuchungszeitraum vorherrschenden Konjunkturabschwung betroffen waren, Familienunternehmen hingegen, bedingt durch eine vergleichsweise geringere Diversifikation, von dem Konjunkturrückschlag besonders intensiv betroffen waren.

Hinsichtlich der operativen Gewinnmargen ergibt sich im Untersuchungszeitraum kein einheitliches Bild. Der Verlauf der EBITDA-Marge ist wechselhaft, so dass die Gruppe der Familienunternehmen durchschnittlich nur um 0.77% stärker wächst als ihre Vergleichsunternehmen und somit von einem gleichmäßigen Margenverlauf zu sprechen ist. Die Standardabweichung sowie die Verteilungsmaße verhalten sich un-

⁷³² Bei der folgenden Darstellung handelt es sich zunächst nur um die deskriptive Stichprobenanalyse mittels Darstellung der grundsätzlichen Eigenschaften der erhobenen Positionen. Die individuellen Werte der Familienunternehmen wurden hierbei durch die durchschnittlichen Werte ihrer jeweiligen Industriesparte geteilt. Im Folgenden erfordert es bei der Interpretation der Daten, die Zahl 1 zu subtrahieren, um auf die durchschnittliche Performance der Familienunternehmen zu schließen. Aus diesem Grund ist ein direkter Vergleich der beiden zuvor vorgestellten Datensätze mit den hier beschriebenen Werten inhaltlich nicht sinnvoll.

⁷³³ Ein Wert von größer null drückt hierbei aus, dass die Familienunternehmen im Vergleich zur jeweiligen Peer-Group eine bessere Performance ausweisen bzw. stärker gewachsen sind.

auffällig und unterstützen die Darstellung.⁷³⁴ Der Vergleich der EBIT-Marge beträgt im Mittel 34,4% und steigt zum Ende des Betrachtungszeitraums, bei gleichzeitig erhöhter Standardabweichung, deutlich an, was auf eine Verbesserung der operativen Performance der Familienunternehmen zurückzuführen sein könnte.⁷³⁵ Eine mögliche Indikation wäre die ambitioniertere Umsetzung von kurzfristigen Spar- oder Umstrukturierungsmaßnahmen zur Bewältigung der Auswirkungen durch den Konjunkturunbruch, die unmittelbaren Einfluss auf den operativen Gewinn und die Effizienz bewirken.

Die FCF-Rendite ist geprägt durch vergleichsweise hohe Ausprägungen in beide Richtungen des Wertebereiches, mit einer besseren FCF-Entwicklung seitens der Industrieunternehmen von durchschnittlich 21,15%.⁷³⁶ Der Verlauf des NetDebt/EBITDA ist bis auf das Jahr TX+2 homogen und zeigt eine anhaltend höhere Verschuldungsrelation der Peer-Group Unternehmen. Ebenso wie bei der Umsatzentwicklung zeigt sich auch beim NetDebt/EBITDA im zweiten Jahr nach der Transaktion eine deutliche Abweichung vom arithmetischen Mittel.⁷³⁷ Dies führt zu einer Umkehrung der Verschuldungsrelation in Richtung der Stichprobe der Familienunternehmen, die kurzzeitig eine deutlich höhere Verschuldung ausweisen, wobei sich im Folgejahr die Situation wieder normalisiert.⁷³⁸

Trotz der geringeren Größe und des Leverageunterschieds zeigt sich, dass Familienunternehmen im Zeitablauf eine höhere Gesamtkapitalrentabilität (ROA) aufweisen als Nicht-Familienunternehmen (50,41%). Auch bei individueller Betrachtung der Messzeitpunkte steigt der ROA bei ebenfalls nur leicht steigender Streuung kontinuierlich an. Allerdings ist diese Kennzahl nur eingeschränkt aussagefähig, da Größenunterschiede trotz Verwendung relativer Kennzahlen Einfluss auf die Ergebnisse ausüben.⁷³⁹ Beim ROCE zeigen sich ähnliche Performanzenwerte, so dass auch hier die Familienunternehmen im Durchschnitt eine höhere Rendite realisieren als Nicht-Familienunternehmen (56,4%), wobei bei einer leichten Renditeverbesserung

⁷³⁴ Die Standardabweichung beträgt $SD = 0.64$ bei einer Schiefe und Kurtosis von 0,67 sowie 1,81.

⁷³⁵ Insgesamt verhalten sich Dispersion und Verteilung unauffällig, bis auf die Kurtosis, die zum Ende hin ansteigt und auf einen breitipfligen Verlauf der Performancedaten schließen lässt.

⁷³⁶ Die Standardabweichung beträgt $SD = 11.69$.

⁷³⁷ Der Mittelwert und die Standardabweichung betragen $MW = 25.74$ bzw. $SD = 185.11$.

⁷³⁸ In diesem Kontext wäre es interessant, neben dem Transaktionserfolg der Familienunternehmen auch den Einfluss der globalen Rezession sowie die Maßnahmen der Familienunternehmen näher zu untersuchen, inwiefern Familienunternehmen ggfs. schneller auf Krisen reagieren, Maßnahmen umsetzen und diese bewältigen.

⁷³⁹ Vgl. hierzu die Daten der Kurtosis zum ROA aus den vorherigen Abschnitten, die auf einen breitipfligen Verlauf schließen lassen und auf Größenunterschiede der Unternehmen hinweisen könnten.

im Verlauf des Untersuchungszeitraums zu beobachten ist.⁷⁴⁰

Die Datentabelle in Abbildung 16 fasst die Ergebnisse für die vergleichende Unternehmensanalyse noch einmal zusammen. Näheren Aufschluss über die Interaktion von Variablen und ihren Zusammenhang mit der Unternehmensperformance gibt der folgende Abschnitt 6.3 mit der multivariaten Analyse. In diesem Abschnitt erfolgt die empirische Auswertung der langfristigen Entwicklung von Unternehmenszusammenschlüssen durch Familienunternehmen sowohl im Selbstvergleich (ex ante/ ex post) als auch im Branchenvergleich (komparative Objektanalyse) zur Aufdeckung von Mittelwertunterschieden, bevor im Rahmen einer Performancesimulation mittels Indikatorenveränderung, bei der eine Variable fortwährend separiert wird, die Robustheit des Variablenbündels überprüft wird.

⁷⁴⁰ Mit einer $SD = 2.48$ verhält sich die Verteilung im Mittel unauffällig, nur bei individueller Betrachtung fallen die teils hohen Werte für Standardabweichung und Kurtosis ins Auge, die für eine vergleichsweise heterogenen Datenverlauf sprechen.

Tabelle 16: Deskriptive Statistik für den Datensatz Familienunternehmen in Relation zur Peer-Group
(Quelle: Eigene Auswertung)

Kennzahlen (Zeitraum)	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	Varianz	Schiefe	Kurtosis
Umsatzwachstum XT-2	(8,75)	14,20	0,05	4,51	20,32	1,94	8,51
Umsatzwachstum XT-1	(1,64)	6,08	0,21	1,50	2,25	2,25	7,64
Umsatzwachstum XT 0	(20,63)	30,33	2,00	6,61	43,73	1,41	9,24
Umsatzwachstum TX+1	(77,77)	28,97	0,15	12,21	149,20	(4,81)	33,41
Umsatzwachstum TX+2	(152,55)	22,32	(2,90)	21,41	458,37	(6,79)	48,39
Umsatzwachstum TX+3	(15,83)	28,97	0,37	6,42	41,18	2,58	13,95
EBITDA-Marge XT-2	(0,83)	1,56	(0,13)	0,52	0,27	1,53	3,14
EBITDA-Marge XT-1	(1,52)	1,89	0,02	0,68	0,46	0,98	1,59
EBITDA-Marge XT 0	(0,93)	1,69	(0,00)	0,56	0,32	1,10	1,29
EBITDA-Marge TX+1	(0,93)	1,73	0,05	0,53	0,28	0,61	0,71
EBITDA-Marge TX+2	(2,70)	2,07	(0,06)	0,75	0,56	(0,10)	3,00
EBITDA-Marge TX+3	(1,85)	1,75	0,16	0,77	0,60	(0,09)	1,16
EBIT-Marge XT-2	(0,89)	3,14	(0,02)	0,94	0,89	2,14	4,79
EBIT-Marge XT-1	(2,17)	4,54	0,11	1,11	1,24	2,06	5,70
EBIT-Marge XT 0	(0,95)	3,65	0,07	0,94	0,88	2,16	4,72
EBIT-Marge TX+1	(5,47)	2,72	0,05	1,11	1,24	(1,84)	11,54
EBIT-Marge TX+2	(2,90)	31,20	0,81	4,63	21,48	5,79	37,15
EBIT-Marge TX+3	(3,47)	29,98	1,05	5,51	30,41	4,94	26,41
FCF-Rendite XT-2	(8,31)	8,49	(0,05)	3,27	10,69	0,37	2,35
FCF-Rendite XT-1	(15,55)	129,55	4,75	21,25	451,76	4,63	24,25
FCF-Rendite XT 0	(83,04)	18,49	(2,39)	12,73	162,10	(5,11)	32,14
FCF-Rendite TX+1	(41,91)	10,16	(1,56)	9,67	93,58	(3,44)	11,93
FCF-Rendite TX+2	(8,52)	14,94	0,66	3,98	15,84	1,66	4,51
FCF-Rendite TX+3	(76,03)	48,75	(2,68)	19,25	370,51	(2,04)	9,57
NetDeb/EBITDA XT-2	(3,15)	3,72	(0,32)	1,67	2,78	0,49	0,88
NetDeb/EBITDA XT-1	(20,77)	4,48	(1,04)	3,57	12,77	(4,01)	20,07
NetDeb/EBITDA XT 0	(13,11)	9,52	(0,15)	2,72	7,42	(1,12)	12,01
NetDeb/EBITDA TX+1	(13,30)	12,11	(0,22)	3,15	9,95	0,21	9,40
NetDeb/EBITDA TX+2	(15,27)	1347,59	25,75	185,11	34266,47	7,27	52,94
NetDeb/EBITDA TX+3	(46,42)	17,45	(1,37)	10,04	100,75	(2,81)	14,12

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 16: (Fortsetzung)

Kennzahlen (Zeitraum)	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	Varianz	Schiefe	Kurtosis
EBIT/Bilanzsumme XT-2	(0,81)	4,73	0,38	1,31	1,72	2,33	5,45
EBIT/Bilanzsumme XT-1	(4,33)	4,47	0,41	1,30	1,70	0,49	5,34
EBIT/Bilanzsumme XT 0	(0,84)	6,58	0,47	1,24	1,54	2,89	11,10
EBIT/Bilanzsumme TX+1	(8,04)	3,55	0,44	1,54	2,36	(3,01)	17,70
EBIT/Bilanzsumme TX+2	(3,30)	23,79	0,97	3,62	13,09	5,04	31,24
EBIT/Bilanzsumme TX+3	(9,16)	7,27	0,59	2,70	7,30	(0,96)	5,56
ROCE XT-2	(0,72)	2,70	0,12	0,77	0,60	1,65	3,87
ROCE XT-1	(3,34)	29,58	0,91	4,15	17,18	6,59	46,28
ROCE XT 0	(1,43)	7,03	0,58	1,49	2,23	2,67	8,77
ROCE TX+1	(10,52)	3,34	0,34	1,85	3,44	(3,80)	22,67
ROCE TX+2	(3,85)	25,98	0,92	3,92	15,36	5,26	33,17
ROCE TX+3	(8,95)	6,95	0,50	2,72	7,40	(0,66)	4,96

Anmerkung: Die Bezeichnung *XT-2* und *XT-1* beschreibt die Jahre vor der Transaktion, *XT-0* entspricht dem Transaktionsjahr sowie *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* mit den Jahren nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Um die Darstellung in Abbildungen und Tabellen übersichtlicher zu gestalten, werden negative Werte in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

6.3 Erfolgsanalyse – Multivariate Auswertung der Ergebnisse

Zur empirischen Modellüberprüfung erfolgt in diesem Kapitel die multivariate Auswertung der Ergebnisse, wobei die erhobenen Kennzahlen der verschiedenen Datensätze statistisch auf ihre Abhängigkeit überprüft werden, um auf Basis von Mittelwertsunterschieden Verursachungsbeziehungen ableiten zu können. Die Vorgehensweise in diesem Abschnitt orientiert sich an der in Kapitel 5.4 vorgestellten Methodik. Da die Zielformulierung der vorliegenden Arbeit zweigeteilt ist, erfolgt zunächst der *ex ante/ ex post*-Vergleich der Familienunternehmen anhand einer multivariaten Varianzanalyse, bevor auf die komparative Objektanalyse eingegangen wird, die den Datensatz der Familienunternehmen in Relation zur jeweiligen Industriegruppe untersucht. Die Untersuchung ist jeweils in vier Teilmaßnahmen unterteilt. Zunächst wird im Rahmen der MANOVA erläutert, ob ein Gesamteffekt des Variablenbündels besteht, worauf die univariate Analyse innerhalb der MANOVA folgt, die die Ursache für Veränderungen der einzelnen Variablen identifiziert. Abschließend wird eine Auswertung der jährlichen Veränderung der einzelnen Variablen mittels Kontrastdarstellung durchgeführt, der sich im vierten Schritt eine ökonomische Interpretation der gefundenen Ergebnisse anschließt. Der letzte Abschnitt überprüft im Rahmen einer Performancesimulation mittels Indikatorenveränderung, bei der eine Variable fortwährend separiert wird, die Robustheit des Variablenbündels.

6.3.1 *Ex ante/ ex post*-Vergleich des Datensatzes

6.3.1.1 GLM - MANOVA

Die nachstehenden Erläuterungen der vorgenommenen Operationalisierungen zur Performance der Familienunternehmen im Selbstvergleich erfolgt anhand ausgewählter Kennzahlen. Diese Kennzahlen werden in einem *ex ante/ ex post*-Vergleich auf ihre langfristige Entwicklung hin analysiert. Der folgenden Analyse liegt die grundsätzliche These zugrunde, dass die Performance der Familienunternehmen im Zeitablauf ansteigt bzw. sich signifikant verbessert.⁷⁴¹

Im Rahmen der MANOVA werden die erhobenen Messdaten der in Kapitel 5.3 definierten 7 Performanceindikatoren über die gesamten Messzeitpunkte hinweg untersucht.⁷⁴² Diese Vorgehensweise ermöglicht eine Aussage darüber, ob Verursachungsbeziehungen zwischen den unabhängigen und abhängigen Variablen bestehen und ob diese signifikante Veränderungen im betrachteten Zeitraum aufweisen.⁷⁴³ In Abbildung 17 werden die Ergebnisse der multivariaten Varianzanalyse der Familienunternehmen im Selbstvergleich auf Basis von inflations- sowie nicht

⁷⁴¹ Vgl. hierzu Kap. 5.1.

⁷⁴² Die Messzeitpunkte umfassen die zwei Jahre vor der Transaktion, das Transaktionsjahr selbst sowie die drei Jahre nach der Transaktion.

⁷⁴³ Weitere ausführlichere Informationen zum methodischen Vorgehen finden sich in Kap. 5.4.

Tabelle 17: Multivariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen

(Quelle: Eigene Auswertung)

Multivariate Innersubjekteffekte mit 7 Variablen	Wert	F	Hypothese df	Fehler df	Sig.
Pillai-Spur	1.18	1.23	35	140	0.20
Wilks-Lambda	0.23	1.24	35	103	0.20
Hotelling-Spur	1.92	1.23	35	112	0.21
Roy's Largest Root	1.04	4.16 ^a	7	28	0.00 ***

Multivariate Innersubjekteffekte mit 7 Variablen	Wert	F	Hypothese df	Fehler df	Sig.
Pillai-Spur	1.16	1.21	35	140	0.22
Wilks-Lambda	0.23	1.22	35	103	0.22
Hotelling-Spur	1.90	1.22	35	112	0.22
Roy's Largest Root	1.05	4.20 ^a	7	28	0.00 ***

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; ^a Die Statistik ist eine Obergrenze auf F, die eine Untergrenze auf dem Signifikanzniveau ergibt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$.

inflationbereinigten Unternehmenserlösen beschrieben.⁷⁴⁴ Die ausgewerteten Ergebnisse werden anhand der im Kap. 5.4 vorgestellten Signifikanztests analysiert, wobei entsprechend der Rangfolge *Pillai's Trace* die konservativsten Ergebnisse wiedergibt, während *Roy's Largest Root* den größten Interpretationsspielraum bietet.⁷⁴⁵

Aus Abbildung 17 lässt sich schließen, dass die gemessenen Veränderungen auf Basis der 7 Performanceindikatoren und über den Messzeitraum von 6 Jahren im Selbstvergleich als nicht signifikant angesehen werden. Signifikante Veränderungen der nicht-inflationbereinigten Daten können nur in Abhängigkeit von *Roy's Largest Root* ($p < .01$) festgestellt werden. Die Nullhypothese H_0 , die mittels der multivariaten Varianzanalyse überprüft, ob die erhobenen Mittelwertparameter, die aus den untersuchten Stichproben entnommen wurden, identisch sind, kann auf Basis der vorliegenden Informationen nicht abgelehnt werden. Somit kann kein grundsätzlicher Effekt der abhängigen Variablen von den Messzeitpunkten, die in diesem Fall die unabhängigen Variablen abbilden, festgestellt werden. Insgesamt bedeutet das für den Datensatz der Familienunternehmen im Selbstvergleich, dass sich die Performance der Unternehmen, operationalisiert durch die 7 Performanceindikatoren,

⁷⁴⁴ Diese Darstellungsform wird auch für die sich anschließenden Untersuchungsschritte der univariaten Ergebnis- und Kontrastanalyse gewählt, um aufzuzeigen, inwiefern die erzielten Ergebnisse ggfs. durch Preissteigerungsdaten beeinflusst werden.

⁷⁴⁵ Vgl. zur ausführlich Diskussion um die Rangfolge von Signifikanztests *Olson* (1976), S. 581ff.

über den Betrachtungszeitraum nicht signifikant verändert hat.⁷⁴⁶

Die Analyse der inflationsbereinigten Stichprobendaten ergibt, dass keine Verursachungsbeziehung zwischen den unabhängigen und abhängigen Variablen besteht und sich somit dasselbe Ergebnis einstellt wie bei der Untersuchung mit den nicht-bereinigten Unternehmensumsätzen. Die ermittelten Ergebnisse sind bis auf *Roy's Largest Root* ($p < .01$) erneut als nicht signifikant zu diagnostizieren. Die Nullhypothese H_0 kann nicht abgelehnt werden.⁷⁴⁷ Grundsätzlich kann kein Effekt der abhängigen Variablen von den Messzeitpunkten festgestellt werden, so dass auch für die inflationsbereinigten Unternehmensdaten gilt, dass sich die Performance der Familienunternehmen infolge der Akquisition, operationalisiert durch die 7 Performanceindikatoren, über den Betrachtungszeitraum nicht signifikant verändert hat.⁷⁴⁸

6.3.1.2 GLM - Univariate Untersuchungen

In diesem Abschnitt werden die Ergebnisse der univariaten Tests innerhalb des multivariaten GLM beschrieben, die dem Zweck dienen, die Ursache für Beziehungen einzelner Variablen des MANOVA-Ergebnisses zu identifizieren. Die Untersuchung der Wirkungszusammenhänge dient dem besseren Verständnis und des zusätzlichen Erkenntnisgewinns im Zuge der Interpretation der einzelnen Indikatoren. Basierend auf diesen Zielvorstellungen werden die Performanceindikatoren über die gesamten 6 Messzeitpunkte einzeln analysiert. Hierbei ist anzumerken, dass die Ausgestaltung der univariaten Tests es ermöglicht, nur den Anteil der abhängigen Variablen zu berücksichtigen, der nicht mit den übrigen abhängigen Variablen korreliert ist. Aus diesem Grund findet kein Informationsverlust statt, da der bereits erklärte Anteil der Variabilität herauspartialisiert wurde und nicht noch einmal erklärt wird.⁷⁴⁹ Diese Vorgehensweise kann einen Hinweis darauf geben, welchen Anteil eine Variable an der Gesamtvarianz besitzt und welchen Einfluss sie auf die multivariaten

⁷⁴⁶ Vergleicht man dieses Ergebnis u.a. mit den Studien von *Ravenscraft/ Scherer (1989)*, *Healy et al. (1997)*, *Dickerson et al. (1997)* sowie *Zollo/ Singh (2004)* und *Handelsblatt (2012d)* die überwiegend eine schlechte oder neutrale Performanceentwicklung infolge eines Unternehmenszusammenschlusses diagnostizieren, ein gutes Ergebnis für die FB.

⁷⁴⁷ In der folgenden univariaten Analyse fließen ausschließlich die inflationsbereinigten Unternehmenserlöse in die Untersuchung mit ein, bei der der Anteil der Gesamtvarianz der einzelnen Variablen näher diskutiert wird.

⁷⁴⁸ Vergleicht man dieses Ergebnis mit den Studien von, die eine allgemein schlechte Unternehmensperformance infolge eines Unternehmenszusammenschlusses diagnostizieren, ein gutes Ergebnis für die FB.

⁷⁴⁹ Eine ausführliche Diskussion um die Herausforderung im Umgang mit univariaten Tests in der MANOVA sowie zum Thema Herauspartialisieren vgl. *Bartussek (1970)*, S. 57ff. sowie *Bortz/ Schuster (2010)*, S. 340ff.

Ergebnisse ausübt.⁷⁵⁰

Da die Voruntersuchung der Datensätze gezeigt hat, dass die Sphäritätsannahme verletzt ist, wird bei der Korrektur auf den *Greenhouse/Geisser*- sowie den *Huynh/Feldt-Test* verwiesen.⁷⁵¹ Abbildung 18 gibt Auskunft über die einzelnen inflationsbereinigten Variablen sowie Ergebnisse der univariaten Analyse mit Messwiederholungen. Die Schlussfolgerungen konzentrieren sich im Folgenden auf die inflationsbereinigten Daten, da diese einen objektiveren Rückschluss auf die Erfolgswirkung einzelner Kennzahlen zulassen. Aus den Signifikanzniveaus der Inner-subjekteffekte geht hervor, dass in nur wenigen Fällen von einem statistisch signifikanten Ergebnis zu berichten ist. Dies ist nicht nur konsistent mit den Resultaten der MANOVA, sondern auch ein typisches Merkmal eines vergleichsweise kleinen Datensatzes. Aus diesem Grund wird der η^2 -Wert, der die Varianz einer spezifischen Variable über alle Messwiederholungen erklärt, in eine Effektgröße transformiert.⁷⁵² Diese Herangehensweise ermöglicht neben den Signifikanztests zusätzliche Informationen über die Verursachungsbeziehungen der Variablen zu erlangen. Insgesamt ermöglicht diese Vorgehensweise auf folgende Untersuchungsfrage näher einzugehen: Welche Variable trägt durch die Berechnung der Effektstärken zusätzlich zum Einfluss des Performanceindicators auf die Gesamtvarianz bei?

⁷⁵⁰ Dieses Vorgehen stellt eine Möglichkeit dar, den Einfluss der Störvariablen statistisch zu kontrollieren und damit die interne Validität einer Untersuchung zu erhöhen, vgl. hierzu *Bortz/Döring* (2006), S. 510f sowie S. 732.

⁷⁵¹ Vgl. *Bortz/Schuster* (2010), S. 301 sowie ausführlich *Geisser/Greenhouse* (1958) und *Huynh/Feldt* (1976).

⁷⁵² Vgl. zum methodischen Vorgehen ausführlich Kap. 5.4.1.4.

Tabelle 18: Univariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Tests	Typ IV Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Sig.	Eta ²	f	Effektstärke
Umsatz	Sphärizität angenommen	0.08	5	0.02	1.67	0.17	0.22	0.53	stark
	Greenhouse-Geisser	0.08	2	0.03	1.67	0.22	0.22	0.53	stark
	Huynh-Feldt	0.08	4	0.02	1.67	0.18	0.22	0.53	stark
	Untergrenze	0.08	1	0.08	1.67	0.24	0.22	0.53	stark
EBITDA-Marge	Sphärizität angenommen	0.00	5	0.00	0.46	0.80	0.07	0.28	mittel
	Greenhouse-Geisser	0.00	2	0.00	0.46	0.66	0.07	0.28	mittel
	Huynh-Feldt	0.00	4	0.00	0.46	0.75	0.07	0.28	mittel
	Untergrenze	0.00	1	0.00	0.46	0.52	0.07	0.28	mittel
EBIT-Marge	Sphärizität angenommen	0.00	5	0.00	0.76	0.58	0.11	0.36	mittel
	Greenhouse-Geisser	0.00	2	0.00	0.76	0.51	0.11	0.36	mittel
	Huynh-Feldt	0.00	4	0.00	0.76	0.56	0.11	0.36	mittel
	Untergrenze	0.00	1	0.00	0.76	0.42	0.11	0.36	mittel
FCF-Rendite	Sphärizität angenommen	0.01	5	0.00	2.44	0.06	0.29	0.64	stark
	Greenhouse-Geisser	0.01	3	0.00	2.44	0.09*	0.29	0.64	stark
	Huynh-Feldt	0.01	5	0.00	2.44	0.06*	0.29	0.64	stark
	Untergrenze	0.01	1	0.01	2.44	0.17	0.29	0.64	stark
NetDeb/ EBITDA	Sphärizität angenommen	1.18	5	0.24	0.93	0.48	0.13	0.39	mittel
	Greenhouse-Geisser	1.18	3	0.44	0.93	0.44	0.13	0.39	mittel
	Huynh-Feldt	1.18	5	0.24	0.93	0.48	0.13	0.39	mittel
	Untergrenze	1.18	1	1.18	0.93	0.37	0.13	0.39	mittel
EBIT/ Bilanzsumme	Sphärizität angenommen	0.01	5	0.00	0.99	0.44	0.14	0.41	stark
	Greenhouse-Geisser	0.01	2	0.00	0.99	0.41	0.14	0.41	stark
	Huynh-Feldt	0.01	4	0.00	0.99	0.43	0.14	0.41	stark
	Untergrenze	0.01	1	0.01	0.99	0.36	0.14	0.41	stark
ROCE	Sphärizität angenommen	0.03	5	0.01	0.70	0.63	0.10	0.34	mittel
	Greenhouse-Geisser	0.03	2	0.02	0.70	0.50	0.10	0.34	mittel
	Huynh-Feldt	0.03	3	0.01	0.70	0.55	0.10	0.34	mittel
	Untergrenze	0.03	1	0.03	0.70	0.44	0.10	0.34	mittel

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt n = 53, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht n = 371. Die Effektgrößen werden in die Kategorien *schwach*, *mittel* und *stark* unterteilt, denen die folgenden f-Werte zugrunde liegen: *schwach* f ≥ 0.10, *mittel* f ≥ 0.25, *stark* f ≥ 0.40.

Die Befunde für das Umsatzwachstum ergeben in der univariaten Testumgebung ein nicht signifikantes Ergebnis. Daher kann sowohl für den *Greenhouse/Geisser*-als auch für den *Huynh/Feldt-Test* kein signifikantes Ergebnis ($p > .10$) diagnostiziert werden.⁷⁵³ Trotz dieses Ergebnisses ergibt die Auswertung des f -Wertes einen starken Effekt und somit eine hohe Bedeutung für die Erklärung der Gesamtvarianz innerhalb der MANOVA. Diese deutliche Ausprägung ist insbesondere im Vergleich mit den Ergebnissen der übrigen Variablen von Bedeutung, da für das Umsatzwachstum neben einem starken Effekt auch hohe Signifikanzwerte bestehen. Es ist festzustellen, dass die Ergebnisse der MANOVA wesentlich durch die Variable Umsatzwachstum beeinflusst werden. Die inflationsbereinigten Ergebnisse fallen zwar insgesamt schwächer aus, trotzdem übt diese Variable im Selbstvergleich weiterhin einen erheblichen Einfluss auf die Performance der Unternehmen aus.

Die operativen Margen weisen jeweils relevante Effektstärken auf. Durch deren Berechnung kann belegt werden, dass, trotz nicht signifikanter Ergebnisse, mittlere Effekte durch die EBITDA- und EBIT-Marge auftreten. Besonders nennenswert ist die Effektstärke des operativen Vorsteuergewinns nach Abschreibungen (EBIT-Marge), der sich unweit der Abgrenzung zur nächst höheren Effektkategorie befindet. Auf die Bedeutung der beiden operativen Margen zur Erklärung der Performance im Selbstvergleich wie auch im Hinblick auf den sich anschließenden Peer-Group Vergleich wurde bereits ausführlich hingewiesen. Beide Werte sind wesentliche Kennziffern der operativen Performancemessung und leisten einen zentralen Beitrag zur Erklärung der durch das Variablenbündel induzierten Performanceänderung.

Die Betrachtung der Effekte für die Kennzahl NetDebt/ EBITDA wie auch für die FCF-Rendite erweist sich ebenfalls als hilfreich. So kann die Nettoverschuldung⁷⁵⁴ mit einer mittleren Effektkategorie belegt werden, die die Grenze zur nächst höheren Effektstärke unmittelbar verpasst.⁷⁵⁵ Für den FCF können nicht nur starke Effekte berichtet werden, sondern die Ergebnisse zudem als statistisch signifikant ($p < .10$) betrachtet werden. Aus der Betrachtung der f -Werte für die inflationsbereinigten Daten ist ersichtlich, dass die FCF-Rendite den höchsten f -Wert aufweist. Dies ist ein Indiz für eine substantielle Verbesserung des FCF im Zeitablauf. Dieses Ergebnis ist dahingehend zu interpretieren, dass der FCF einen wesentlichen Einfluss innerhalb des Variablenbündels ausübt und somit auch Auswirkung auf die gesamte Performanceänderung besitzt.

Auch die Variablen der Kennzahlenkategorie Effizienz weisen beachtliche Ergebnisse auf. Trotz nicht signifikanter Ergebnisse weisen beide Kennzahlen mindestens mittlere Effekte auf, die auf eine Veränderung der Unternehmensperformance schließen lassen. So kann die Kennziffer EBIT/ Bilanzsumme mit einer starken Ef-

⁷⁵³ Vgl. zur Anwendung von Sphärizitätstests Kap. 6.1.

⁷⁵⁴ Analog kann auch der Begriff Verschuldungsrelation oder Nettoverschuldungsgrad verwendet werden.

⁷⁵⁵ Der f -Wert für die Nettoverschuldung beträgt 0.39 und liegt somit um nur 0.01 unter dem für die nächst höhere Effektkategorie zugrunde gelegten Schwellenwert ($f \geq 0.40$).

fektgröße belegt werden. Angesichts der Resultate der EBIT-Marge war ein besonderer Einfluss des operativen Gewinns zu vermuten, der nun durch dieses Ergebnis zusätzlich untermauert wird. Schwächer, aber trotzdem mit einem mittleren Effekt ausgestattet, ist die Variable ROCE. Gegenüber den beiden zuvor diskutierten Kennzahlen fällt die Effektstärke geringer aus, dies könnte aber daran liegen, dass der ROCE eine Weiterentwicklung des ROA darstellt und das durchschnittliche langfristig eingesetzte Kapital berücksichtigt. Es bleibt zu untersuchen, wie sich diese Kennzahl im Zeitablauf verändert, da diese häufig als zentraler Planungs- und Bewertungsmaßstab bei Unternehmen eingesetzt wird.

Zusammenfassend kann konstatiert werden, dass keine der betrachteten Variablen einer Effektkategorie mit einer *kleinen* Effektstärke zuzuordnen ist. Dies führt zu der Vermutung, dass die ausgewählten Variablen geeignet erscheinen, die Performancewirkung einer Akquisition angemessen zu beurteilen. Als einzige Variable weist die FCF-Rendite sowohl ein statistisch signifikantes Ergebnis als auch starke Effekte auf, was auf einen substantiellen Einfluss dieser Variable schließen lässt. Neben dieser Kennzahl sind ebenfalls der Umsatz und die Variable EBIT/ Bilanzsumme mit einem starken Effekt belegt, was für eine ausgeprägte Erklärungskraft innerhalb des Variablenbündels und in Bezug auf die Performanceänderung spricht. Hervorzuheben sind ferner die Performancekategorien, der die untersuchten Variablen zugeordnet werden können. Jede Variable, für die ein starker Effekt diagnostiziert wurde, resultiert aus jeweils einer Kennzahlenkategorie und bekräftigt die Bedeutung der Analyse mehrerer Indikatoren/ Kennzahlen zur Erklärung von Performanceänderungen bei Familienunternehmen infolge einer mehrheitsanteiligen Akquisition.

6.3.1.3 Kontraste

Im Zuge der Auswertung der erhobenen Stichprobendaten wurde die multivariate Untersuchung mit dem Ziel verwendet, das Variablenbündel auf einen Gesamteffekt hin zu überprüfen sowie einen Beitrag zur Erklärung der Gesamtvarianz durch die einzelnen Variablen zu liefern. Bislang wurden die Variablen über alle 6 Messzeitpunkte zusammen betrachtet. Dieser Abschnitt beschäftigt sich mit der Frage, in welchem Umfang sich die Variablen innerhalb der untersuchten Messzeiträume, in diesem Fall von Jahr zu Jahr, verändern.⁷⁵⁶ Der Test der Innersubjektkontraste gibt an, ob der Verlauf der wiederholt gemessenen Variablen einem linearen oder polynomen Trend folgt. Es werden Tests für Polynome der ‚Wiederholungs-Kontraste‘ durchgeführt sowie deren Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren geprüft, also ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Im Unterschied zu den übrigen Methoden ist hier die Reihenfolge der Variablen, welche die Faktorstufen definieren, von zentraler Bedeutung.⁷⁵⁷ Dieser Abschnitt dient in erster Linie

⁷⁵⁶ In dieser Untersuchung werden die einzelnen Messzeitpunkte als Niveaus beschrieben, wobei Niveau 1 und 2 den Jahren XT-2 und XT-1 entsprechen, Niveau 3 dem Transaktionsjahr XT-0 entspricht und Niveau 4, 5 und 6 mit TX+1, TX+2 und TX+3 gleichzusetzen ist.

⁷⁵⁷ Vgl. *Norušis* (2007), S. 23f.

dazu, sich einen Überblick über die Gesamtkontraste und -effekte zu verschaffen, bevor im folgenden Abschnitt eine isolierte ökonomische Interpretation der Ergebnisse der einzelnen Variablen vorgenommen wird.

Wie bereits im Abschnitt der univariaten Untersuchung, werden zur Analyse der Innersubjektkontraste die inflationsbereinigten Daten verwendet. Da davon ausgegangen werden kann, dass die Untersuchung, bedingt durch die vergleichsweise kleine Anzahl von Stichprobenunternehmen, nur wenige signifikante Resultate hervorbringt, wird erneut auf die Auswertung der Effektstärken zurückgegriffen, um unabhängig vom Signifikanzniveau relevante Aussagen über den Beitrag der Indikatoren zur Gesamtvarianz bei Kontrastermittlung tätigen zu können. Aus diesem Grund wird abermals der η^2 -Wert in eine Effektgröße transformiert.⁷⁵⁸

Wie aus Tabelle 19 hervorgeht, führt die Betrachtung der bereinigten Ergebnisse zu der Erkenntnis, dass gruppenübergreifend keine Regelmäßigkeiten bei der Effektstärkentwicklung über die 6 Messwiederholungen hinweg zu identifizieren sind. Eine systematische Veränderung zu einem gegebenen Zeitpunkt über die gesamten Variablen hinweg ist nicht zu beobachten. Bei isolierter Betrachtung der Variablenbündel innerhalb der Gruppen bzw. Kennzahlenkategorien ist hingegen eine Entwicklung zu erkennen. Der Umsatz wächst im Jahr der Transaktion XT-0 überdurchschnittlich, kehrt dann zu einem mittleren Wachstumspfad zurück und entwickelt sich somit bis zum Zeitpunkt TX+1 erwartungstreu. Ab dem Zeitpunkt TX+2 nimmt die Variable einen heterogenen Verlauf an, der sich sowohl im Signifikanzniveau als auch bei den Effektstärken widerspiegelt. Die Effektstärken sind im Zeitablauf als mittel bis stark ausgeprägt einzustufen.

Bei der Gruppe der Profitabilitätskennzahlen ist das Ergebnis erneut zweigeteilt. Im Zeitablauf sind für EBITDA- und EBIT-Marge sowohl *schwache, mittlere* als auch *starke* Effekte zu verzeichnen, wobei die Tendenz – starke Effekte zu Beginn und schwache Effektstärken zum Ende des Messzeitraums – eindeutig fallend ist. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass der Erklärungsbeitrag zur Profitabilität der Unternehmen auf Basis dieser zwei Kennzahlen abnimmt. Es bleibt zu überprüfen, ob die Abnahme der Effekte mit einer deutlichen Reduzierung der Profitabilität einhergeht oder nur eine Abnahme des Erklärungsbeitrages zu verzeichnen ist, dem sich der folgende Abschnitt (Kap. 6.3.1.4) mit der ökonomischen und finanzwirtschaftlichen Interpretation widmet.

Die Entwicklung der FCF-Rendite folgt in Analogie zur Entwicklung des Umsatzwachstums mit im Zeitablauf fast ausnahmslos starken Effekten. Werden die Messzeitpunkte im Jahresvergleich betrachtet, von TX+1 zu TX+2, ist neben ausgeprägten starken Effekten ebenfalls ein signifikantes Ergebnis ($p < 0.10$) zu berichten. Dieser Verlauf lässt auf konstante Kapitalrückflüsse schließen, die Abbild der operativen Ertrags- und Finanzierungskraft eines Unternehmens sein können. Der Net-

⁷⁵⁸ Vgl. zum methodischen Vorgehen ausführlich Kap. 5.4.1.4.

toverschuldungsgrad zeigt einen steigenden Trendverlauf auf, der zum Ende des Messzeitraums wieder abnehmend ist. Es bleibt zu klären, worauf dieser Trendverlauf bei den Familienunternehmen zurückzuführen ist: Resultiert dieser aus einer steigenden Nettoverschuldung oder den eingangs erwähnten schwächeren operativen Gewinnmargen?

Bei der Gruppe der EffizienzKennzahlen ist dagegen eine Regelmäßigkeit zu beobachten. Im Zeitablauf sind bei ROA und ROCE abnehmende Effektstärken messbar. Dieses Ergebnis verhält sich analog zur Entwicklung der EBIT-Marge, die ebenfalls sinkende Effekte aufweist. Der ROCE weist dagegen eine Analogie zum Nettoverschuldungsgrad auf, da sich die Effekte annahmegemäß exakt gegenläufig verhalten. Hierbei gilt es jedoch zu überprüfen, ob der Rückgang der Effizienz bei den Familienunternehmen auf die Unternehmenszusammenschlüsse selbst zurückzuführen ist oder Folge eines durch die Globalisierung induzierten allgemeinen Konjunkturrückgangs ist. Dieser Frage wird im nun folgenden Kapitel sowie im Rahmen der Peer-Group Analyse nachgegangen.

Tabelle 19: Test der Innersubjektkontraste für den Datensatz Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Zeitpunkte	Typ IV Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Sig.	Eta ²	f	Effektstärke
Umsatz	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.02	1	0.02	0.53	0.50	0.08	0.30	mittel
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.09	1	0.09	5.81	0.05 **	0.49	0.98	stark
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.01	1	0.01	1.40	0.28	0.19	0.48	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.06	1	0.06	5.90	0.05 **	0.50	0.99	stark
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.02	1	0.02	1.39	0.28	0.19	0.48	stark
EBITDA-Marge	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.00	1	0.00	1.64	0.25	0.22	0.52	stark
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.00	1	0.00	0.74	0.42	0.11	0.35	mittel
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.00	1	0.00	0.15	0.71	0.03	0.16	schwach
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.00	1	0.00	0.55	0.49	0.08	0.30	mittel
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.00	1	0.00	0.25	0.64	0.04	0.20	schwach
EBIT-Marge	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.00	1	0.00	1.11	0.33	0.16	0.43	stark
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.00	1	0.00	0.00	0.99	0.00	0.00	schwach
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.00	1	0.00	0.40	0.55	0.06	0.26	mittel
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.00	1	0.00	0.30	0.60	0.05	0.22	schwach
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.00	1	0.00	0.20	0.67	0.03	0.18	schwach
FCF-Rendite	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.00	1	0.00	0.05	0.83	0.01	0.10	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.01	1	0.01	2.56	0.16	0.30	0.65	stark
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.01	1	0.01	3.28	0.12	0.35	0.74	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.01	1	0.01	4.98	0.07	0.45	0.91	stark
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.00	1	0.00	1.72	0.24	0.22	0.53	stark
NetDebt/EBITDA	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.01	1	0.01	0.01	0.93	0.00	0.03	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.33	1	0.33	0.63	0.46	0.10	0.32	mittel
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.19	1	0.19	0.41	0.54	0.06	0.26	mittel
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.28	1	0.28	1.25	0.31	0.17	0.46	stark
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.21	1	0.21	0.65	0.45	0.10	0.33	mittel

(Fortsetzung auf nächster Seite)

Tabelle 19: (Fortsetzung)

Variable	Zeitpunkte	Typ IV Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Sig.	Eta	f	Effektstärke
EBIT/Bilanzsumme	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.00	1	0.00	0.94	0.37	0.14	0.40	mittel
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.00	1	0.00	0.15	0.71	0.03	0.16	schwach
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.00	1	0.00	1.09	0.34	0.15	0.43	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.00	1	0.00	0.01	0.93	0.00	0.04	schwach
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.00	1	0.00	0.05	0.83	0.01	0.09	schwach
ROCE	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.04	1	0.04	3.25	0.12	0.35	0.74	stark
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.00	1	0.00	0.41	0.55	0.06	0.26	mittel
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.00	1	0.00	0.19	0.68	0.03	0.18	schwach
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.00	1	0.00	0.04	0.85	0.01	0.08	schwach
	Niveau 5 vs. Niveau 6	0.00	1	0.00	0.08	0.79	0.01	0.11	schwach

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Der Test der Innersubjektkontraste gibt an, ob der Verlauf der wiederholt gemessenen Variablen einem linearen oder polynomen Trend folgt. Es werden Tests für Polynome der ‚Wiederholungs-Kontraste‘ und deren Wechselwirkungen mit den Zwischensubjekt Faktoren geprüft und ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Im Unterschied zu den übrigen Tests ist hier die Reihenfolge der Variablen, welche die Faktorstufen definieren, von Bedeutung. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren $XT-2$ und $XT-1$, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr $XT-0$ und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren $TX+1$, $TX+2$ und $TX+3$ nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Die Effektgrößen werden in die Kategorien *schwach*, *mittel* und *stark* eingeteilt, denen die folgenden f -Werte zugrunde liegen: *schwach* $f \geq 0.10$, *mittel* $f \geq 0.25$, *stark* $f \geq 0.40$.

Tabelle 20: Umsatzwachstum Datensatz Familienunternehmen im Zeitablauf
(Quelle: Eigene Auswertung)

Umsatz	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0,50	0,05 **	0,28	0,05 **	0,28
<i>f</i> -Wert	0,30	0,98	0,48	0,99	0,48
Effektstärke	mittel	stark	stark	stark	stark
3. Quartil	9,99%	21,72%	11,68%	6,66%	4,90%
Mean	6,96%	19,79%	8,07%	(1,13%)	(1,32%)
1. Quartil	1,40%	5,37%	1,37%	(5,44%)	(10,12%)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1*, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr *XT-O* und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

6.3.1.4 Interpretation

Die detaillierte Analyse sowie die ökonomische Einordnung der Untersuchungsergebnisse basiert auf den in Kapitel 6.3.1.3 vorgestellten und beschriebenen Unternehmensdaten. Mittels der bereinigten Untersuchungsergebnisse, die die tatsächliche Performance der Unternehmen im Zeitablauf widerspiegeln sowie einen Vergleich der Unternehmenszusammenschlüsse ermöglichen, werden im folgenden Kapitel die einzelnen Performanceindikatoren im Zeitablauf diskutiert. Hierzu wird zunächst jede Variable isoliert beschrieben, indem auf das jeweilige *Signifikanzniveau* in Verbindung mit dem spezifischen *Erklärungswert der Effektstärke* eingegangen wird, bevor eine Beschreibung der *Performance-Mittelwerte* der Familienunternehmen im Vergleich zu ihren *Interquartilbereichen* erfolgt.⁷⁵⁹ Dies ermöglicht eine Beurteilung über die Streuung der Ergebnisse abzugeben, um auf mögliche homogene bzw. heterogene Tendenzen der jährlichen Veränderungen hinzuweisen. Abschließend werden die gefundenen Ergebnisse auf ihre ökonomische Aussagekraft hin analysiert, um eine fundierte Bewertung hinsichtlich der finanzwirtschaftlichen wie ökonomischen Einordnung der Untersuchungsergebnisse liefern zu können.

Die Analyse der univariaten Tests hat bereits ergeben, dass das **Umsatzwachstum** Ausdruck für eine Performanceverbesserung ist und somit zu einem maßgeblichen Treiber für die Unternehmensperformance von Familienunternehmen werden kann. Die folgende detaillierte Analyse der Innersubjektkontraste soll nunmehr einen tieferen Einblick in den Entwicklungsverlauf des Umsatzwachstums vermitteln. Wie aus Tabelle 20 zu ersehen ist, zeigen die Ergebnisse für das Niveau 2 und Niveau 4 statistisch signifikante Ergebnisse ($p < .05$). Analog zu diesem Er-

⁷⁵⁹ In dieser speziellen Untersuchungsform werden die einzelnen Messzeitpunkte als Niveaus beschrieben, wobei Niveau 1 und 2 den Jahren *XT-2* und *XT-1* entsprechen, Niveau 3 dem Transaktionsjahr *XT-O* entspricht und Niveau 4, 5 und 6 mit *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* gleichzusetzen ist.

gebnis sind die entsprechenden Effektstärken in diesen sowie den Folgejahren stark ausgeprägt, nur auf Niveau 1, dem Vergleich zwischen *XT-2* und *XT-1*, ist ein mittlerer Effekt feststellbar. Das Umsatzwachstum zeigt zu Beginn einen steigenden Verlauf, mit einem substantiellen Umsatzanstieg im Jahr des Unternehmenszusammenschlusses. Das durchschnittliche Umsatzwachstum beträgt zwar im Zeitablauf annähernd 7 %, dennoch bricht das Wachstum zum Ende des Betrachtungszeitraums drastisch ein, was durch die Streuungsmaße der Interquartilsabstände bestätigt wird.

► *Ökonomisch* betrachtet kann aus der Umsatzentwicklung der Familienunternehmen im Selbstvergleich abgeleitet werden, dass die Unternehmen einen nicht überraschenden, substantiellen Umsatzanstieg im Jahr des Unternehmenszusammenschlusses zu verzeichnen haben. Durch die Akquisitionen sind nicht nur neue Geschäftszweige mit zum Teil deutlichen Umsatzanteilen hinzugestoßen, sondern auch der Eintritt in neue Märkte oder Produktkategorien hat zu spürbarem Mehrumsatz geführt.⁷⁶⁰ Da Familienunternehmen vermehrt in Nischenbereichen operieren und dort eine gute bis sehr gute Marktpositionierung aufweisen, sind die beobachteten Wachstumsraten als angemessen zu interpretieren. Eine Rückbesinnung zu moderaten Wachstumsbeträgen im Transaktionsfolgejahr ist daher auch nicht ungewöhnlich, der massive Einbruch des Umsatzes in den darauffolgenden Jahren ist hingegen äußerst auffällig und in der folgenden Analyse weiter zu diskutieren. Ein Grund für diesen Wachstumsrückgang könnte indes in der konjunkturbedingten Abkühlung der Weltwirtschaft im betrachteten Zeitraum liegen. Eine weiterführende Analyse dieser Unregelmäßigkeit bietet die branchenübergreifende Betrachtung im Rahmen der komparativen Objektanalyse (Kap. 6.3.2), da es sich in diesem Kapitel in erster Linie um eine Betrachtung der Unternehmen im Selbstvergleich handelt. In der nun folgenden Betrachtung wird analysiert, wie sich die Variablen hinsichtlich ihrer Wirtschaftlichkeit entwickelt haben und ob das festgestellte Wachstum nachhaltig profitabel war.

Aus den Signifikanzniveaus der **EBITDA-Marge** in Tabelle 21 geht hervor, dass der jährlichen Entwicklung kein statistisch relevantes Ergebnis zu entnehmen ist. Dies ist konsistent mit den Ergebnissen der univariaten Untersuchung, die ebenfalls keine statistisch signifikanten Ergebnisse diagnostizieren konnte. Die Effektstärken verlaufen abnehmend. Die operative Gewinnmarge verhält sich im Zeitablauf mit Ausnahme eines kleinen Einbruchs auf Niveau 4 konstant und weist eine durchschnittliche Wachstumsrate von nahezu 10% auf. Die Interquartilsabstände zeigen eine vergleichsweise konstante Entwicklung, wobei zum Ende des Betrachtungszeitraums eine leichte Tendenz zu Agglomeration, also ein Zusammenrücken bzw. eine Bündelung der Unternehmensmargen, zu beobachten ist.

► Die *ökonomische Bedeutung* der konstanten Margenentwicklung insbesondere unter Berücksichtigung der Umsatzentwicklung lässt darauf deuten, dass die Unternehmen imstande waren substantielle operative Verbesserungen zu realisieren. Trotz sinkender Umsätze in den Jahren zwischen *TX+1* und *TX+3*, konnten die beobachteten Unternehmen konstante operative Renditen erwirtschaften. Allerdings

⁷⁶⁰ Vgl. hierzu die Ergebnisse aus Tabelle 20 mit der signifikanten Umsatzsteigerung im Transaktionsjahr *XT-0* auf Niveau 2.

Tabelle 21: Entwicklung der EBITDA-Marge des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf

(Quelle: Eigene Auswertung)

EBITDA-Marge	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0.25	0.42	0.71	0.49	0.64
f-Wert	0.52	0.35	0.16	0.30	0.20
Effektstärke	stark	mittel	schwach	mittel	schwach
3. Quartil	14.08%	12.15%	13.44%	11.04%	12.76%
Mean	10.64%	10.28%	10.40%	8.88%	10.11%
1. Quartil	5.61%	6.31%	5.84%	6.02%	7.27%

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige f -Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren $XT-2$ und $XT-1$, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr $XT-0$ und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren $TX+1$, $TX+2$ und $TX+3$ nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

ist dieses Ergebnis noch nicht um unternehmensspezifische Investitionszyklen und Abschreibungen bereinigt, so dass sich erst bei Betrachtung der EBIT-Marge zeigen wird, wie nachhaltig diese Entwicklung sein wird.⁷⁶¹ Anzumerken ist, dass diese Kennzahl als eine cashflow-nahe Größe angesehen werden kann und somit auf einen konstanten Mittelzufluss im Beobachtungszeitraum schließen lässt. Eine intensivere Auseinandersetzung mit der Kapitalflussrechnung in Form der FCF-Rendite als Anhaltspunkt für die operative Ertragskraft, findet im weiteren Verlauf des Kapitels statt.

Analog zur operativen Marge vor Abschreibungen ist auch für die **EBIT-Marge** kein signifikantes Ergebnis messbar und erscheint konsistent mit den im vorherigen Kapitel beschriebenen Ergebnissen der univariaten Untersuchung. Für den gesamten Betrachtungszeitraum sind fallende Effektstärken zu beobachten, die sich nach einem Tiefpunkt im Transaktionsjahr kurzzeitig verbessern, dann aber wieder abfallen. Anzumerken ist jedoch, dass sich die Ergebnisse der schwachen Niveaus nah an der Mindestgröße zur nächst höheren Effektkategorie befinden. Eine mittlere EBIT-Marge von über 6% und agglomerierte Interquartilsabstände sprechen aus diesem Grund auch nur für eine leichte Tendenz zu einer verringerten Performanceentwicklung der Familienunternehmen im Zeitablauf.

► Der *ökonomische Beitrag* für die um Abschreibung bereinigte EBIT-Marge induziert einen schwachen Rückgang der operativen Profitabilität im Zeitablauf. Die Familienunternehmen mussten zwar im Selbstvergleich eine leichte Abschwächung verkraften, die aber vor dem Hintergrund der massiven Umsatzeinbußen in den Transaktionsfolgejahren als nicht zu tiefgreifend zu bewerten ist. Daher bestätigt sich die in der Diskussion um die EBITDA-Marge getroffene Aussage, dass die Familienunternehmen trotz des Umsatzrückgangs imstande waren substantiel-

⁷⁶¹ Darin sind ebenfalls noch keine Goodwill-Abschreibungen enthalten, die möglicherweise Einfluss auf das operative Ergebnis ausüben können.

Tabelle 22: Entwicklung der EBIT-Marge des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf

(Quelle: Eigene Auswertung)

EBIT-Marge	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0.33	0.99	0.55	0.60	0.67
<i>f</i> -Wert	0.43	0.00	0.26	0.22	0.18
Effektstärke	stark	schwach	mittel	schwach	schwach
3. Quartil	9.46%	9.16%	9.56%	7.07%	8.20%
Mean	7.12%	6.87%	6.97%	5.31%	5.94%
1. Quartil	3.17%	3.48%	3.27%	3.02%	4.11%

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1*, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr *XT-0* und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

le operative Verbesserungen zu realisieren. Sie konnte zudem ihr profitables und konstantes Wachstum trotz Akquisition beibehalten, was für ein solides und auch zukünftig ausgezeichnetes Ertragspotenzial spricht. Insgesamt zeigt die Entwicklung der operativen Performance, dass die Familienunternehmen im Selbstvergleich trotz externer Einflüsse ihre Erwartungen und Ziele erfüllen und dies als eine erste Indikation für ein erfolgreiches Abschneiden von Familienunternehmen infolge einer Unternehmensakquisition zu sehen ist.⁷⁶²

Für die **FCF-Rendite** sind mit Ausnahme von Niveau 1 ausnahmslos starke Effekte zu beobachten, mit einem statistisch signifikanten Anstieg ($p < .10$) bei Niveau 4. Dieses Ergebnis bestätigt abermals die univariaten Untersuchungsergebnisse, die sowohl statistisch signifikant sind als auch starke Effektenentwicklungen aufweisen. In Tabelle 23 sind die Ergebnisse der Kontrastuntersuchungen abgebildet, die für den Messzeitraum eine durchschnittliche Rendite von über 4% ermitteln. Erwartungsgemäß nimmt die Rendite im Transaktionsjahr deutlich ab, bevor sie in den Folgejahren wieder kontinuierlich ansteigt und im letzten Beobachtungsjahr erkennbar über ihren mittleren Wert ansteigt. Beachtenswert ist ebenfalls die Verteilung des FCF, die für den oberen als auch unteren Quartilsabstand steigende Renditen diagnostiziert.

► Im Hinblick auf die *ökonomische Relevanz* der FCF-Rendite für die Ergebnisse, ist der kurzzeitige Anstieg vor der Transaktion wie auch der drastische Einbruch des FCF im Jahr der Transaktion selbst nicht als ungewöhnlich zu bewerten. Angesicht einer bevorstehenden Akquisition, die mit wesentlichen finanziellen wie strukturellen Herausforderungen verbunden ist, werden Investitionen verlagert und

⁷⁶² Eine eindeutige Aussage hinsichtlich des Investitionsverhaltens der Familienunternehmen vor bzw. nach der Transaktion und dessen Einfluss auf die operative Performance ist an dieser Stelle noch nicht möglich. Eine Indikation ist erfolgt im Zuge der nun folgenden Beschreibung zur FCF-Rendite.

Tabelle 23: Entwicklung der FCF-Rendite des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf

(Quelle: Eigene Auswertung)

FCF-Rendite	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0.83	0.16	0.12	0.07 *	0.24
<i>f</i> -Wert	0.10	0.65	0.74	0.91	0.53
Effektstärke	schwach	stark	stark	stark	stark
3. Quartil	8.27%	4.67%	7.43%	7.60%	10.96%
Mean	4.81%	1.46%	3.70%	4.73%	7.41%
1. Quartil	0.50%	(3.40%)	0.57%	1.50%	1.88%

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1*, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr *XT-0* und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

Zahlungsströme optimiert. Der Entwicklungsverlauf dieser Kennzahl zeigt, dass die Unternehmen infolge eines Unternehmenszusammenschlusses steigende positive Zahlungsmittelüberschüsse realisieren. Ferner bedeutet der Anstieg der FCF-Rendite, nach Korrektur um kurzfristig erwirtschaftete bzw. verbrauchte Finanzmittel wie auch um Mittelverbrauch aus Investitionen und Desinvestitionen, dass die Zahlungsmittelüberschüsse trotz der eingangs festgestellten Umsatzeinbrüche nicht nur konstant waren, sondern in den beobachteten Jahren zudem überproportional gestiegen sind. Dieses Ergebnis deutet auf eine ausgeprägte operative Ertrags- und Finanzierungskraft der Familienunternehmen im Selbstvergleich hin. Offenbar sind die Unternehmen in der Lage, die für die Umsetzung der Wachstumsstrategie erforderlichen Mittel aus dem laufenden Geschäft zu beziehen. Zudem waren die Unternehmen anscheinend in der Lage, in den Vorjahren einen Risikoausgleich zwischen den unterschiedlichen Branchen- oder Produktzyklen zu schaffen, so dass Schwankungen besser austariert werden können und ein stetiger Mittelzufluss gesichert werden konnte. Aufgrund des hohen Innenfinanzierungsspielraums kann man den Schluss ziehen, dass die Familienunternehmen auch in Zukunft in der Lage sein werden, die zum Wachstum notwendigen Sachinvestitionen und wesentlichen Forschungsprojekte aus den selbst erwirtschafteten Mitteln zu realisieren sowie eventuell anfallenden Fremdkapitalverpflichtungen pflichtgemäß nachzukommen.

Auf die eventuell anfallenden Fremdkapitalverpflichtungen geht die Analyse zur **Verschuldungsrelation** der Familienunternehmen ein. Die univariate Untersuchung hat bereits gezeigt, dass die Entwicklung der Netto-Verschuldung durchaus einen Erklärungsbeitrag zur Gesamtperformance der Unternehmen liefert.⁷⁶³ Tabelle 24 gibt Auskunft über die Ergebnisse der Kontrastanalyse für die Kennzahl NetDebt/

⁷⁶³ Die univariate Untersuchung berichtet für die Kennzahl NetDebt/ EBITDA im Beobachtungszeitraum messbare mittlere Effekte, wobei die *f*-Werte nahezu der Mindestgröße für starke Effektgrößen entsprechen.

Tabelle 24: Entwicklung des NetDebt/ EBITDA des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf

(Quelle: Eigene Auswertung)

NetDebt/ EBITDA	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0.93	0.46	0.54	0.31	0.45
f-Wert	0.03	0.32	0.26	0.46	0.33
Effektstärke	schwach	mittel	mittel	stark	mittel
3. Quartil	2.50x	2.31x	2.58x	3.36x	2.39x
Mean	0.79x	1.09x	1.58x	2.94x	0.91x
1. Quartil	0.00x	0.27x	0.04x	(0.10x)	(0.30x)

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige f -Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren $XT-2$ und $XT-1$, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr $XT-0$ und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren $TX+1$, $TX+2$ und $TX+3$ nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

EBITDA im Zeitablauf. Aus den Signifikanzniveaus geht hervor, dass der jährlichen Fremdkapitalentwicklung keine statistisch relevanten Ergebnisse zugrunde liegen. Bei Betrachtung der einzelnen Messzeitpunkte ist hingegen eine kontinuierliche Zunahme der Verschuldungsrelation – bei gleichzeitig akut ansteigenden Effektstärken – festzustellen, die im letzten Beobachtungsjahr wieder ein Niveau vor der Transaktion erreicht. Bei einer Zunahme der Spannweite, bei der die Unternehmen im unteren Quartil zum Ende des Messzeitraums auch negative Verschuldungsrelationen aufweisen, beträgt das durchschnittliche Verhältnis aus Nettofinanzverbindlichkeiten und EBITDA ca. $1.42x$.⁷⁶⁴

► Der ökonomische Erklärungswert in Bezug auf die Entwicklung der Verschuldungsrelation ist zweigeteilt. Einerseits zeigen die Ergebnisse, dass Familienunternehmen durchaus geneigt sind, Fremdkapital zur Realisierung ihrer Wachstumspotentiale aufzunehmen. Durch ihre einzigartige Marktpositionierung und die konstanten Zahlungsmittelüberschüsse sehen die Unternehmen häufig die sich neuergebenen Vorteile einer Fremdkapitalaufnahme. Zudem bietet das momentane Zinsniveau eine günstige Gelegenheit zur Aufnahme von Fremdkapital, da so, mithilfe eines höheren Leverage, höhere Renditen zu erzielen sind. Andererseits könnte der Anstieg auch Anzeichen eines stetigen Rückgangs des operativen Ergebnisses bei ansonsten konstanter Nettoverschuldung sein. Es wird vermutet, dass eine Kombination aus den genannten Gründen Anlass für die steigende Verschuldungsrelation sein kann, da in den Beobachtungszeitraum neben einer Unternehmensakquisition auch substantiell negative Konjunkturfälle fallen, die die Ergebnisse beeinflussen.⁷⁶⁵ Das folgende Kapitel widmet sich dem Vergleich der Familienunternehmen mit ei-

⁷⁶⁴ Nach eigenen Berechnungen liegt die durchschnittliche Verschuldungsrelation der S&P 500 Unternehmen bei $1.55x$. Bei Unternehmen, die eine Mittelstandsanleihe begeben haben, beträgt der Mittelwert $2.93x$ (Stand 2010). Ein dynamischer Verschuldungsgrad gilt als sehr gut, wenn ein Faktor von 3,5 nicht überschritten wird, vgl. Deyhle (2008).

⁷⁶⁵ Vgl. zur Transaktionshäufigkeit die Charakterisierung der beobachteten Familienunternehmen in Kap. 6.2.1.

Tabelle 25: Entwicklung des EBIT/ Bilanzsumme des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf

(Quelle: Eigene Auswertung)

EBIT/ Bilanzsumme	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0.37	0.71	0.34	0.93	0.83
<i>f</i> -Wert	0.40	0.16	0.43	0.04	0.09
Effektstärke	mittel	schwach	stark	schwach	schwach
3. Quartil	14.22%	13.56%	13.52%	12.30%	14.27%
Mean	10.60%	10.76%	10.89%	7.73%	9.09%
1. Quartil	6.80%	6.05%	6.71%	3.86%	6.03%

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1*, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr *XT-0* und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

ner Peer-Group, in dem dieser Frage erneut nachgegangen wird.

Die Relation aus EBIT und Bilanzsumme, die eine Kennzahl für die **Gesamtkapitalrendite** darstellt, ist bei der univariaten Analyse durch stark ausgeprägte Effektstärken aufgefallen. Bei isolierter Betrachtung der Kontrastniveaus zu den einzelnen Messzeitpunkten zeigt sich, dass die Entwicklung der Performance im Zeitablauf jedoch keine signifikanten Veränderungen aufweist. Auch die Entwicklung der Effektstärken ist mit Ausnahme von Niveau 4 abnehmend schwach und nicht aussagekräftig. Dieses Ergebnis ist jedoch kein Anzeichen dafür, dass die Rendite im Zeitablauf abgenommen hat, sondern dass durch die Effektstärken keine messbaren Veränderungen diagnostiziert werden können. Angesichts der Resultate der EBIT-Marge, war ein schwacher Einfluss des operativen Gewinns bei dieser Analyse zu erwarten. Wie aus Tabelle 25 jedoch zu ersehen ist, zeigen die Ergebnisse der Gesamtkapitalrendite, dass diese im Jahresvergleich vergleichsweise konstant bleiben und lediglich zum Ende des Messzeitraums eine den Effektstärken entsprechende leicht fallende Tendenz aufweisen. Die durchschnittliche ROA für den betrachteten Zeitraum beträgt annähernd 10%. Aus der Betrachtung der Interquartilabstände geht hervor, dass es zwar zu leichten Veränderungen innerhalb der Messzeiträume kommen kann, die Spannbreite im Jahresvergleich jedoch weitestgehend konstant bleibt.

► Trotz zum Teil massiver Umsatzrückgänge und starker konjunktureller Rückschläge konnten die Unternehmen ihre Rentabilität beibehalten. Es ist zu vermuten, dass die Unternehmen diesen Zeitraum und die Möglichkeit zur Reduzierung von Ineffizienzen sinnvoll genutzt haben, um eine langfristige effiziente Nutzung der bestehenden Vermögensgegenstände sicherzustellen. Es bleibt zu überprüfen, wie sich die Gesamtkapitalrendite in Relation zur Peer-Group verhält und ob dort ähnliche Effekte zu beobachten sind. Im Hinblick auf die *ökonomische Relevanz* kann an

Tabelle 26: Entwicklung ROCE des Datensatzes Familienunternehmen im Zeitablauf

(Quelle: Eigene Auswertung)

ROCE	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5	Niveau 5 vs. 6
Signifikanz	0.12	0.55	0.68	0.85	0.79
<i>f</i> -Wert	0.74	0.26	0.18	0.08	0.11
Effektstärke	stark	mittel	schwach	schwach	schwach
3. Quartil	22.63%	24.42%	26.83%	21.04%	26.22%
Mean	20.35%	19.04%	18.62%	14.08%	15.66%
1. Quartil	10.87%	9.92%	10.35%	6.65%	8.82%

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1*, Niveau 3 entspricht dem Transaktionsjahr *XT-0* und Niveau 4, 5 und 6 ist mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

dieser Stelle noch kein eindeutiges Urteil gefällt werden.

Aus der Analyse der univariaten Untersuchung des **ROCE**, der aufzeigt, wie effektiv und profitabel ein Unternehmen mit dem eingesetzten Kapital wirtschaftet, geht hervor, dass die Kennziffer mit einer messbaren mittleren Effektstärke belegt ist (Abbildung 26). Analog zur Gesamtkapitalrendite zeigt sich aus den Signifikanzniveaus dass der jährlichen Entwicklung kein statistisch relevantes Ergebnis zu entnehmen ist. Dies ist ebenfalls konsistent mit den Ergebnissen der univariaten Untersuchung, da dort auch keine statistisch signifikanten Ergebnisse identifiziert werden konnten. Während die ersten drei Niveaus noch aussagekräftige Effektstärken aufweisen, sind die Veränderungen für die Folgejahre nur noch mit schwachen Effekten zu belegen. Entsprechend dieser Entwicklung weist der ROCE, bei einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von 17%, im Beobachtungszeitraum konstant abnehmende Ergebnisse auf. Lediglich im letzten Betrachtungszeitraum ist eine leichte Verbesserung der erzielten Kapitalrendite zu erkennen, wobei die Spannweite des eingesetzten durchschnittlichen Kapitals im Zeitablauf leicht zunimmt.

► Die *Diskussion* um die beiden letztgenannten Kennzahlen zeigt, dass die Entwicklung der effizienzbasierten Kennzahlen zum Ende des Betrachtungszeitraums sowohl durch abnehmende Effektstärken als auch durch abnehmenden Renditen gekennzeichnet ist. Der fallende ROCE, der bei Unternehmen häufig als zentraler Planungs- und Bewertungsmaßstab eingesetzt wird, kann auf 2 Ereignisse hinweisen: Eine Erklärung wäre, dass die Unternehmensrenditen im Mehrperiodenvergleich infolge des Zusammenschlusses, bedingt durch Umstrukturierungs- bzw. Sanierungsmaßnahmen oder durch zu hohe Fremdkapitalverbindlichkeiten, abnehmen und folglich auf einen missglückten Zusammenschluss hindeuten. Bezieht man hingegen die Entwicklung der zuvor analysierten Indikatoren in die Analyse mit ein – Wachstumseinbrüche in den ex post Transaktionsjahren, sinkende Gewinnmargen bei gleichzeitig ansteigender Nettoverschuldung –, so lässt sich auch der Rück-

schluss ziehen, dass unternehmensexterne Effekte für den diagnostizierten Renditerückgang verantwortlich sein könnten. Aufschluss über diese Frage und ob die Branchenunternehmen eine ähnliche Veränderung zeigen, geben die nun folgenden Tests im Rahmen der komparativen Objektanalyse.

6.3.1.5 Zwischenergebnis

Als Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass die Untersuchung, ungeachtet der vergleichsweise kleinen Stichprobe von 53 Familienunternehmen, zu validen und interpretierbaren Ergebnissen kommt, die als Basis für die Analyse der langfristigen Entwicklung von Familienunternehmen nach einem Unternehmenszusammenschluss herangezogen werden können. Die Resultate des Selbstvergleichs konstatieren, dass die Performance der Unternehmen nach der Transaktion keine statistisch signifikanten Veränderungen vorweist. Die Unternehmen erwirtschaften nach einer Transaktion zwar keine höhere Rendite, weisen aber auch keine signifikant schlechteren Renditen aus, die als Beleg für eine missglückte Transaktion gewertet werden könnten. Die schwachen Effekte um den Transaktionszeitpunkt sind auf transaktionsbedingte Veränderungen zurückzuführen. Es kann belegt werden, dass die operativen Gewinnmargen trotz Akquisition und Umsatzrückgang stabil bleiben, die Nettoverschuldung nur einer leichten Schwankung unterliegt, und die Cashflow-Rendite im Beobachtungszeitraum kontinuierlich ansteigt. Es bleibt jedoch zu ergründen, auf welche Ursachen diese Stabilität und die substantiellen Umsatzrückgänge in den Transaktionsfolgejahren zurückzuführen sind, da der Umsatz einen wesentlichen Performance- und Vergleichsindikator darstellt und somit nennenswerten Einfluss auf die Interpretation der Gesamtergebnisse ausübt. Sind die Beobachtungen Folgeerscheinungen der Unternehmenszusammenführung oder Nachwirkung eines branchenübergreifenden Konjunkturrückgangs? Dieser Frage widmet sich der folgende Abschnitt, der sich mit der komparativen Objektanalyse auseinandersetzt und die Familienunternehmen im Vergleich zur jeweiligen Industrie untersucht.

6.3.2 *Komparative Objektanalyse*

Der folgende Abschnitt ist eine Weiterentwicklung der in Kapitel 6.3.1 beschriebenen Analyse im Selbstvergleich, bei dem die Familienunternehmen einer ex ante/ex post Analyse des Transaktionserfolgs unterzogen wurden. Das vorrangige Ziel dieses Kapitels ist es, die Performance der Familienunternehmen anhand einer individuell auf die Stichprobe zugeschnittenen Peer-Group zu vergleichen. Hierbei werden für jedes Familienunternehmen eine Reihe von Vergleichsunternehmen anhand spezifischer Faktoren der jeweiligen Branche zusammengestellt und mittels einer komparativen Objektanalyse miteinander verglichen.⁷⁶⁶ Mittels dieser Vorgehensweise widmet sich die vorliegende Arbeit dem zweiten Teil der in Kap. 5.1 aufgeworfenen Forschungsfrage, die sich mit dem Vergleich akquirierender Familienunternehmen zur jeweiligen Industrie auseinandersetzt.

Um später objektive und valide Aussage über den Transaktionserfolg von Familienunternehmen tätigen zu können, muss die Methode der komparativen Objektanalyse zunächst die Güte der Operationalisierung berücksichtigen. Hierbei muss darauf geachtet werden, dass die Untersuchung den Erfolg der Familienunternehmen infolge eines Unternehmenszusammenschlusses auch wirklich belastbar messen kann. Neben der Belastbarkeit der Operationalisierung muss die Untersuchung sicherstellen, dass valide Aussagen über das Verhalten der Familienunternehmen im Vergleich zu ihren Branchenunternehmen zu erhalten. Aus diesem Grund wird bei der komparativen Objektanalyse das Transaktionsjahr in der Auswertung nicht berücksichtigt, da die Analyse des inkludierten Transaktionsjahres insbesondere im Industrievergleich, aufgrund transaktionsspezifischer Volatilität bei den Familienunternehmen, zu verfälschten Ergebnissen führen würde.⁷⁶⁷ Neben der angesprochenen Volatilität erscheint eine Berücksichtigung des Transaktionsjahres auch aus ökonomischen Gründen als nicht sinnvoll.⁷⁶⁸ Demnach erfolgt die Analyse des Peer-Group Vergleichs nicht wie bei der vorherigen Untersuchung anhand von 6 Messzeitpunkten, sondern wird nur für 5 Messzeitpunkte ohne Transaktionsjahr durchgeführt.⁷⁶⁹

⁷⁶⁶ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 4.3.

⁷⁶⁷ Vgl. hierzu die empirische Verwendung der Analysemethoden in Kap. 5.4.

⁷⁶⁸ Diese Vorgehensweise wird auch in vergleichbaren Untersuchungen angewendet bei denen ebenfalls Daten von Unternehmen im Vergleich zur ihrer Branche analysiert werden. Im Rahmen der Voruntersuchung der Familienunternehmen sowie bei der Analyse im Selbstvergleich, wurde bereits auf substantielle Veränderungen im Transaktionsjahr hingewiesen, so dass dies als eine adäquate Vorgehensweise zu interpretieren ist, vgl. hierzu *Bull* (1989), *Kaplan/ Weisbach* (1992) sowie *Leiber* (2008).

⁷⁶⁹ Dieses Argument wurde bei Analyse der Familienunternehmen im Selbstvergleich zugunsten der Vollständigkeit verworfen. Zudem zeigt sich bei dem vorangegangenen Selbstvergleich, dass es zwar zu substantiellen Wachstumsveränderungen im Transaktionsjahr gekommen ist, diese aber grundsätzlich nach jeder Transaktion auftreten und charakteristisch für diese Form des anorganischen Wachstums sind.

6.3.2.1 GLM - MANOVA

Um eine vergleichbare und konsistente Bewertung der Untersuchungsergebnisse zu gewährleisten, erfolgt die Durchführung der Methode der komparativen Objektanalyse analog zu der in Kapitel 6.3.1 beschriebenen Darstellungsform der experimentellen Versuchsplanung. Während zu Beginn der Ergebnisauswertung die multivariaten und univariaten Verursachungsbeziehungen ausgewertet werden, folgt in den nächsten Abschnitten die Kontrastanalyse bevor der komparative Objektvergleich seinen Abschluss bei der isolierten Interpretation der Indikatoren findet. Gleichzeitig werden die gefundenen Ergebnisse mit denen der ex ante/ ex post-Analyse verglichen und bewertet.

Tabelle 27: Multivariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

Multivariate Innersubjekteffekte mit 7 Variablen	Wert	F	Hypothese df	Fehler df	Sig.
Pillai-Spur	0.87	0.68	28	68	0.87
Wilks-Lambda	0.31	0.72	28	52	0.83
Hotelling-Spur	1.70	0.76	28	50	0.78
Roy's Largest Root	1.36	3.31 ^a	7	17	0.02 **

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; ^a Die Statistik ist eine Obergrenze auf F, die eine Untergrenze auf dem Signifikanzniveau ergibt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$.

Bei der Ergebnisbetrachtung für den komparativen Objektvergleich, die Gegenüberstellung der Familienunternehmen mit ihrer jeweiligen Industrie, fällt zunächst auf, dass die Resultate insgesamt schwächer ausfallen, als diejenigen für den ex ante/ ex post Verleich. Die abschließenden Ergebnisse der MANOVA sind Tabelle 27 zu entnehmen. Die gemessenen Veränderungen auf Basis der 7 Performanceindikatoren und über den Messzeitraum von 5 Jahren zeigen keine signifikanten Veränderungen. Signifikante Veränderungen der inflationsbereinigten Daten können nur in Abhängigkeit von Roy's Largest Root ($p < .01$), dem Test mit dem höchsten Deutungsspielraum, festgestellt werden. Die Nullhypothese H_0 , die mittels der multivariaten Varianzanalyse überprüft, ob die erhobenen Mittelwertparameter aus den untersuchten Stichproben identisch sind, kann auf Basis der vorliegenden Informationen nicht abgelehnt werden. Somit kann kein grundsätzlicher Effekt der abhängigen Variablen von den Messzeitpunkten, die in diesem Fall die unabhängigen Variablen abbilden, festgestellt werden. Insgesamt bedeutet das für den Datensatz der Familienunternehmen im Industrievergleich, dass sich die Performance der Unternehmen, operationalisiert durch die 7 Performanceindikatoren, über den Betrachtungszeit-

raum nicht signifikant verändert hat.⁷⁷⁰ Unter Berücksichtigung vergleichbarer Studien ein durchaus nennenswertes Ergebnis, da weitere Studien zum Akquisitionserfolg von Nicht-Familienunternehmen überwiegend zu negativen Ergebnissen im Hinblick auf die ex post Performance kommen.⁷⁷¹

6.3.2.2 GLM - Univariate Untersuchungen

In diesem Abschnitt werden die Ergebnisse der univariaten Tests innerhalb der MANOVA beschrieben, die dem Zweck dienen die Ursache für Beziehungen einzelner Variablen des multivariaten Ergebnisses zu identifizieren. Die Untersuchung der Wirkungszusammenhänge dient dem besseren Verständnis und der zusätzlichen Erkenntnisgewinnung im Zuge der Interpretation der einzelnen Indikatoren. Basierend auf diesen Zielvorstellungen werden die Performanceindikatoren über die gesamten 5 Messzeitpunkte einzeln analysiert. Hierbei ist anzumerken, dass die Ausgestaltung der univariaten Tests ermöglicht, nur den Anteil der abhängigen Variablen zu berücksichtigen, der nicht mit den übrigen abhängigen Variablen korreliert ist. Aus diesem Grund findet kein Informationsverlust statt, da der bereits erklärte Anteil der Variabilität herauspartialisiert wurde und nicht noch einmal erklärt wird.⁷⁷²

Aus der Voruntersuchung der Datensätze geht hervor, dass auch bei diesem Datensatz die Annahme der Sphärität verletzt ist. Aus diesem Grund werden erneut die Ergebnisse des *Greenhouse/ Geisser*- sowie die des *Huynh/ Feldt*-Tests betrachtet.⁷⁷³

Tabelle 28 gibt Auskunft über die inflationsbereinigten Ergebnisse der univariaten Tests innerhalb der MANOVA. Diese Ergebnisse unterscheiden sich eindeutig von den Ergebnissen der univariaten Untersuchungsmethode der Familienunternehmen im Selbstvergleich.⁷⁷⁴ Aus den Signifikanzniveaus der Innersubjekteffekte geht hervor, dass die diagnostizierten Veränderungen zu keinem Zeitpunkt statistisch signifikante Ergebnisse hervorbringen. Aus diesem Grund werden analog zum vorherigen Kapitel die Werte der Messwiederholungen in Effektstärken transformiert, um zusätzliche Informationen über Verursachungsbeziehungen der untersuchten Varia-

⁷⁷⁰ Vergleicht man dieses Ergebnis mit den Studien von . . . , die eine allgemein schlechte Unternehmensperformance infolge eines Unternehmenszusammenschlusses diagnostizieren, ein gutes Ergebnis für die FB.

⁷⁷¹ Vgl. die Ausführungen in Kap. 4.3.2 zu den Ergebnissen vergleichbarer Jahresabschlussuntersuchungen, die mehrheitlich zu anderen Ergebnissen gelangen.

⁷⁷² Eine ausführliche Diskussion um die Herausforderung im Umgang mit univariaten Tests in der MANOVA sowie zum Thema Herauspartialisieren vgl. *Bartussek* (1970), S. 57ff sowie *Bortz/ Schuster* (2010), S. 340ff.

⁷⁷³ Vgl. *Bortz/ Schuster* (2010), S. 301 sowie ausführlich *Geisser/ Greenhouse* (1958) und *Huynh/ Feldt* (1976).

⁷⁷⁴ Vgl. hier die Ergebnisse der univariaten Untersuchung in Tabelle 18.

blen zu bekommen. Der univariaten Auswertung zufolge sind die Ergebnisse für das Umsatzwachstum nicht signifikant, da sowohl der *Geisser/ Greenhouse*- als auch der *Huynh/ Feldt-Test* ein Signifikanzniveau von über ($p < .10$) aufweisen. Die Befunde zeigen ebenfalls nur schwache Effektstärken für diese Variable, was darauf schließen lässt, dass im Industrievergleich das Umsatzwachstum offensichtlich nur eine untergeordnete Rolle zur Erklärung der Gesamtvarianz einnimmt. Diese Vermutung ist angesichts der Tatsache, dass das Umsatzwachstum im Selbstvergleich noch von hoher Bedeutung war, mehr als erwähnenswert. Die daraus resultierende Schlussfolgerung könnte lauten, dass die beobachteten Familien- und Nicht-Familienunternehmen, zumindest in Bezug auf das Umsatzwachstum ähnliche Verläufe aufweisen und andere Faktoren ausschlaggebend für Performanceunterschiede sind.

Die Resultate der **EBITDA-Marge** im Zuge der komparativen Objektanalyse zeigen aussagekräftige Ergebnisse und sind vergleichbar mit den univariaten Ergebnissen der Effektmessung von Familienunternehmen im Selbstvergleich. So sind zwar weder im Selbst- noch im Industrievergleich signifikante Veränderungen zu ermitteln, dennoch können beide Variablen mit mittleren Effekten gemessen werden. Diese Ergebnisse könnten darauf hindeuten, dass die beobachteten Familienunternehmen im direkten Vergleich eine bessere operative Performance aufweisen, da bereits im Selbstvergleich eine konstant hohe EBITDA-Marge diagnostiziert wurde.⁷⁷⁵

Die Ergebnisse der univariaten Untersuchung sind insbesondere für die **EBIT-Marge** interessant, so sind diese im Selbstvergleich mit mittleren Effektstärken messbar, weisen bei der komparativen Objektanalyse hingegen starke Effekte auf. Diese Kennzahl weist als einziger Indikator des Variablenbündels starke Effekte auf, und es ist davon auszugehen, dass die EBIT-Marge einen wesentlichen Beitrag zur Erklärung des Gesamteffektes leistet. Im Rahmen der Indikatorenbeschreibung wurde bereits auf die Analogie zum Cashflow hingewiesen sowie auf die besondere Bedeutung von Stabilität und Höhe dieser Variable auf die operative Performance verwiesen. Diese Ausprägung könnte darauf hinweisen, dass die Familienunternehmen im Zeitablauf einen vergleichsweise höhere und auch konstantere operative Marge aufweisen und dies auf ein wesentliches Unterscheidungskriterium im Vergleich zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen hindeutet. Es sollte darauf hingewiesen werden, dass Familienunternehmen nicht, wie Private-Equity Fonds oder kapitalmarktorientierte Unternehmen, bestimmten Renditeanforderungen gerecht werden müssen. Zahlreiche Familienunternehmen sind in Nischen- und Spezialbereichen tätig, die vielfach eine allgemein höhere Profitabilität aufweisen. Dennoch ist diese Ausprägung insbesondere vor dem Hintergrund einer durchgeführten Transaktion, die mit zum Teil substantiellen Veränderungen auf operativer Ebene verbunden sind, äußerst bemerkenswert. In der folgenden Kontrastanalyse ist zu prüfen, ob sich bei isolierter Indikatoren Betrachtung dieses Ergebnis auch im Zeitablauf bestätigen lässt.

⁷⁷⁵ Aussagekräftigere Ergebnisse und zusätzlichen Aufschluss über den Beitrag der EBITDA-Marge zur Gesamtpformance liefert die Interpretation der einzelnen Variablen in Kapitel 6.3.2.4.

Die Betrachtung der **FCF-Rendite** wie auch der Relation aus Nettoverschuldung und EBITDA erweist sich als sinnvoll. So nimmt die Bedeutung der FCF-Rendite zur Erklärung der Verursachungsbeziehungen im Zuge des Industrievergleichs ab und ist nur noch mit einem mittleren Effekt messbar. Die **Nettoverschuldung** kann ihr Niveau im Vergleich zur ex ante/ ex post-Analyse allerdings halten und kann weiterhin mit einer mittleren Effektkategorie belegt werden, die wie bereits zuvor die Grenze zur nächst höheren Effektstärke nur minimal verpasst.⁷⁷⁶ Aus diesen Ergebnissen kann geschlossen werden, dass anhand der FCF wie auch der Verschuldungsrelation zuverlässige Aussagen über die Performanceunterschiede im Rahmen der multivariaten Untersuchung möglich sind und diese einen wesentlichen Beitrag zur Erläuterung der Gesamtvarianz leisten.

Die Kategorie der Effizienzkenntzahlen, mit der **Relation aus EBIT und Bilanzsumme** sowie des **ROCE**, weist ebenfalls nennenswerte Ergebnisse auf. Hatten die beiden Kennzahlen im Selbstvergleich noch einen nennenswerten Erklärungswert im Hinblick auf den Gesamteffekt des MANOVA-Ergebnisses, so sind die beiden Kennzahlen in dieser Testumgebung nur noch mit einem schwachen Effekt messbar. Die Daten der ROA belegen, dass die beobachteten Familienunternehmen im Industrievergleich profitabler, aber häufig wesentlich kleiner als ihre jeweiligen Peer-Group Unternehmen sind. Daher ist anzunehmen, dass auftretende Größeneffekte bei den Vergleichsunternehmen, die fast immer mit höheren Bilanzsummen einhergehen, indirekten Einfluss auf dieses Ergebnis ausüben.

Die Entwicklung des **ROCE**, ist ebenfalls nur mit einer schwachen Effektstärke belegt. Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass der ROCE nur eine untergeordnete Rolle zur Erklärung der Verursachungsbeziehungen im Rahmen der multi- und univariaten Untersuchung spielt. Bei den bereits diagnostizierten starken und mittleren Effektstärken bei EBIT-Marge und Nettoverschuldungsgrad, war bereits zu erahnen, dass der ROCE einen geringeren Beitrag zu Gesamtvarianz beisteuert. Grundsätzlich ist auf Basis der ausgewerteten Daten aber anzunehmen, dass die Familienunternehmen das zur Verfügung stehende Kapital effizienter genutzt haben. Zurückzuführen ist das auf einen überproportionalen Anstieg des EBIT im Verhältnis zum durchschnittlichen zinstragenden Kapital, was im Zeitablauf zu einer besseren Gesamtperformance führt. Dieser zentralen Frage wird in den folgenden beiden Kapiteln im Rahmen der Kontrastanalyse sowie der isolierten Betrachtung des Variablenbündels nachgegangen.

Abschließend lässt sich festhalten, dass die Ergebnisse der univariaten Untersuchung der komparativen Objektanalyse im Vergleich zur Untersuchung im Selbstvergleich eindeutig schwächer und heterogener ausfallen. Während die Profitabilitätskennzahlen einen vergleichbaren Beitrag zur Erklärung der Gesamtvarianz, wie beim vorherigen intra-familien Vergleich, leisten, so ändert sich das Bild bei den Wachstums- und Effizienzkenntzahlen. Sowohl beim Umsatz als auch beim ROA und ROCE, die vormalig noch starke bzw. mittlere Effekt ausweisen konnten, ändern

⁷⁷⁶ Der *f*-Wert für die Nettoverschuldung beträgt 0.39 und liegt somit erneut um 0.01 unter dem Niveau für die nächst höhere Effektkategorie zugrunde liegenden Schwellenwert ($f \geq 0.04$).

sich die Effektstärken im Zuge des Wechsels der Testumgebung. Die genannten Indikatoren sind nur noch mit schwachen Effektstärken zu belegen. Die EBIT-Marge leistet erneut den höchsten Erklärungsbeitrag zur Erklärung der Gesamtvarianz und untermauert ihren Einfluss auf das Variablenbündel sowie den ausgeprägten Erklärungsgehalt in Bezug auf die Performanceunterschiede bei Familien- und Nicht-Familienunternehmen.

Tabelle 28: Univariate Tests innerhalb des GLM für den Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich
(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Tests	Typ IV Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Sig.	Eta ²	f	Effektstärke
Umsatz	Sphärizität angenommen	8.74	4	2.19	0.11	0.98	0.02	0.15	schwach
	Greenhouse-Geisser	8.74	1	7.73	0.11	0.78	0.02	0.15	schwach
	Huynh-Feldt	8.74	1	7.06	0.11	0.80	0.02	0.15	schwach
	Untergrenze	8.74	1	8.74	0.11	0.75	0.02	0.15	schwach
EBITDA-Marge	Sphärizität angenommen	0.24	4	0.06	0.43	0.79	0.08	0.29	mittel
	Greenhouse-Geisser	0.24	2	0.14	0.43	0.63	0.08	0.29	mittel
	Huynh-Feldt	0.24	2	0.10	0.43	0.70	0.08	0.29	mittel
	Untergrenze	0.24	1	0.24	0.43	0.54	0.08	0.29	mittel
EBIT-Marge	Sphärizität angenommen	99.14	4	24.79	0.97	0.45	0.16	0.44	stark
	Greenhouse-Geisser	99.14	1	97.05	0.97	0.37	0.16	0.44	stark
	Huynh-Feldt	99.14	1	95.52	0.97	0.37	0.16	0.44	stark
	Untergrenze	99.14	1	99.14	0.97	0.37	0.16	0.44	stark
FCF-Rendite	Sphärizität angenommen	3.41	4	0.85	0.54	0.71	0.10	0.33	mittel
	Greenhouse-Geisser	3.41	2	1.78	0.54	0.59	0.10	0.33	mittel
	Huynh-Feldt	3.41	3	1.11	0.54	0.67	0.10	0.33	mittel
	Untergrenze	3.41	1	3.41	0.54	0.50	0.10	0.33	mittel
NetDeb/ EBITDA	Sphärizität angenommen	31.86	4	7.96	0.75	0.57	0.13	0.39	mittel
	Greenhouse-Geisser	31.86	1	31.42	0.75	0.43	0.13	0.39	mittel
	Huynh-Feldt	31.86	1	31.09	0.75	0.43	0.13	0.39	mittel
	Untergrenze	31.86	1	31.86	0.75	0.43	0.13	0.39	mittel
EBIT/ Bilanzsumme	Sphärizität angenommen	1.07	4	0.27	0.25	0.91	0.05	0.22	schwach
	Greenhouse-Geisser	1.07	1	0.78	0.25	0.71	0.05	0.22	schwach
	Huynh-Feldt	1.07	2	0.63	0.25	0.75	0.05	0.22	schwach
	Untergrenze	1.07	1	1.07	0.25	0.64	0.05	0.22	schwach
ROCE	Sphärizität angenommen	0.26	4	0.06	0.08	0.99	0.02	0.13	schwach
	Greenhouse-Geisser	0.26	1	0.18	0.08	0.86	0.02	0.13	schwach
	Huynh-Feldt	0.26	2	0.14	0.08	0.90	0.02	0.13	schwach
	Untergrenze	0.26	1	0.26	0.08	0.79	0.02	0.13	schwach

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt n = 53, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht n = 371. Die Effektgrößen werden in die Kategorien *schwach*, *mittel* und *stark* eingeteilt, denen die folgenden f-Werte zugrunde liegen: *schwach* f ≥ 0.10, *mittel* f ≥ 0.25, *stark* f ≥ 0.40.

6.3.2.3 Kontraste

Nach Auswertung der multivariaten Analyseergebnisse, mit denen festgestellt wurde, dass nur Roy's Largest Root auf einen statistisch signifikanten Unterschied zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen schließen lässt, und der univariaten Untersuchungsmethode, die ermitteln konnte, dass die EBIT-Marge einen substantiellen Beitrag zur Erklärung der Gesamtvarianz beisteuert, wird in diesem Kapitel die individuelle Veränderung der Indikatoren von Jahr zu Jahr betrachtet. Der Test der Innersubjektkontraste, der den Verlauf der wiederholt gemessenen Variablen analysiert und überprüft, ob sich Stufe $n-1$ von Stufe n unterscheidet, berücksichtigt in dieser Testumgebung hingegen nur 5 Messwiederholungen. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich, wird in dieser Betrachtung das Transaktionsjahr nicht mit in die Analyse einbezogen.⁷⁷⁷ Dieser Abschnitt dient in erster Linie dazu, einen Überblick über die Gesamtkontraste und –effekte zu illustrieren bevor im folgenden Abschnitt eine isolierte ökonomische Interpretation der Ergebnisse stattfindet. Im Rahmen der Kontrastermittlung wird ebenfalls auf die Auswertung der Effektstärken zurückgegriffen, bei der der f -Wert in eine Effektgröße transformiert und zur Suche von Verursachungsbeziehungen herangezogen wird.⁷⁷⁸ Wie im vorherigen Kapitel zum Selbstvergleich der Familienunternehmen, soll auch für den Industrievergleich untersucht werden, inwiefern Regelmäßigkeiten in der Entwicklung, sei es innerhalb des Variablenbündels oder bezüglich der Messzeitpunkte, festzustellen sind.

Ein Blick auf die bereinigten Kontraste (vgl. Tabelle 29) führt zu der Erkenntnis, dass gruppenübergreifend keine Regelmäßigkeiten bei der Effektenbildung festzustellen sind. Eine systematische Veränderung, zu einem gegebenen Zeitpunkt oder über das gesamte Variablenbündel hinweg, ist nicht zu beobachten. Bei isolierter Betrachtung der Kennzahlenkategorien ist bei zwei Kategorien zumindest eine Tendenz zu entdecken. Der **Umsatz** entwickelte sich über den gesamten Zeitraum bei steigenden Effektstärken positiv und zeigt beim Kontrastvergleich – Niveau 3 zu 4 – höchst signifikante Veränderungen des Umsatzwachstums ($p < .01$).

Die Kennzahlen der Kategorie Rentabilität weisen ein heterogenes Bild hinsichtlich Wirkungsintensität der verschiedenen Faktoren auf. Die **EBITDA-Marge**, die in der univariaten Testumgebung einen wesentlichen Beitrag zur Erklärung der Gesamtvarianz liefert und daher ein eindeutiges Unterscheidungskriterium zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen darstellt, weist in dieser Testumgebung einen keilförmigen Verlauf auf. Zwar kommt die EBITDA-Marge von einem konstant hohen Level, wie der Selbstvergleich dokumentieren konnte, doch im Verlauf des Jahres $TX+2$ kommt es zu einer deutlichen Abwärtstendenz des operativen Gewinns. Der Effektstärkenverlauf der **EBIT-Marge**, die bereits mit einem starken Effekt in der ANOVA belegt werden konnte, scheint seinen hohe Bedeutung auch

⁷⁷⁷ Vgl. Kapitel 6.3.1 zur Diskussion um die Berücksichtigung des Transaktionsjahres.

⁷⁷⁸ Zur Diskussion um das methodische Vorgehen vgl. Kapitel 5.4.1.

im Rahmen der Kontrastanalyse weiter auszubauen. Die Resultate deuten auf eine Verbesserung der operativen Performance hin und so können die identifizierten Effektstärken im Gegensatz zur EBITDA-Marge bereits ab dem ersten Jahr nach der Transaktion mit konstant starken Effekten aufwarten.

Diese Diskrepanz zwischen den Effektstärken bei EBITDA- und EBIT-Marge könnte auf den Unterschied der absoluten Höhe der Abschreibungen zurückzuführen sein. Während Umsatzwachstum und die operativen Gewinne bei beiden Unternehmensgruppen proportional zurückgehen, nehmen die Nicht-Familienunternehmen in demselben Zeitraum offenbar höhere Wertberichtigungen vor, so dass die Abschreibungen überproportional abnehmen, was zu einer nachhaltig besseren Performance der Familienunternehmen im Zeitablauf führt.

Die **FCF-Rendite** zeigt im Vergleich zur EBIT-Marge einen exakt gegenläufigen Trend auf. Bei einer als signifikant angesehenen Veränderung zu Niveau 3 ($p < .01$), sind zu Beginn des Beobachtungszeitraum starke Effekte messbar, die im Zeitablauf zu schwachen Effektstärken mutieren. Die Kontrastanalyse lässt vermuten, dass der durchschnittliche Finanzbedarf der Familienunternehmen in den Jahren nach der Transaktion am größten ist. Zur weiteren Analyse wird der Grad der **Nettoverschuldung** betrachtet, der bereits in der univariaten Testumgebung einen auffälligen Befund – mit annähernd starken Effekten – zeigte. Dieser weist, bis auf den Zeitraum vor der Transaktion, gleichbleibende mittlere Effekte auf, die für eine konstante Entwicklung des Kapitalbedarfs sprechen. In der isolierten Ergebnisanalyse wird nochmals auf den möglichen Zusammenhang der einzelnen Variablen eingegangen.

Die Operationalisierung der Effizienzkennzahlen in Form der **Gesamtkapitalrendite (ROA)** sowie des ROCE zeigen einen gleichförmigen Verlauf auf und unterstreichen den in der ANOVA festgestellten Erklärungsbeitrag der Performanceindikatoren zur Gesamtvarianz. Beide Kennzahlen weisen eine keilförmigen Verlauf mit starken messbaren Effekten zum Niveau 4 auf und abfallenden Effektstärken in Richtung Ende des Messzeitraums. Während der ROA mit einem schwachen Effekt auf dem letzten Niveau belegt werden kann, ist beim ROCE ein mittlerer Effekt festzustellen. Dieser Entwicklungsverlauf des **ROCE** deutet auf eine Renditeverbesserung des zinstragenden Kapitals bei den Familienunternehmen hin und kann darauf zurückzuführen sein, dass sich die Familienunternehmen im zweiten und dritten Jahr nach der Transaktion deutlich positiver als ihre Peer-Group entwickeln und sich somit maßgeblich von den Vergleichsunternehmen unterscheiden.

Grundsätzlich konnte im Zuge der ANOVA gezeigt werden, dass die einzelnen Indikatoren einen substantiellen Beitrag zur Erklärung der multivariaten Ergebnisse wie auch der Gesamtvarianz leisten. Insbesondere operatives EBIT und ROCE, jeweils eine Variabel aus den Performancekategorien Rentabilität und Effizienz, lassen eine positive Entwicklungstendenz der Familienunternehmen in Relation zu ihrer jeweiligen Branche erahnen. In der folgenden Interpretation zur Beurteilung der Untersuchungsergebnisse werden die Einzelresultate ausführlich diskutiert und auf ihre ökonomische wie finanzwirtschaftliche Relevanz hin überprüft.

Tabelle 29: Test der Innersubjektkontraste für den Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich
(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Zeitpunkte	Typ IV Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Sig.	Eta ²	f	Effektstärke
Umsatz	Niveau 1 vs. Niveau 2	3.39	1	3.39	0.05	0.84	0.01	0.10	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.79	1	0.79	0.32	0.60	0.06	0.25	mittel
	Niveau 3 vs. Niveau 4	3.90	1	3.90	17.29	0.01 ***	0.78	1.86	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	14.05	1	14.05	1.01	0.36	0.17	0.45	stark
EBITDA-Marge	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.08	1	0.08	0.14	0.73	0.03	0.17	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.01	1	0.01	0.02	0.90	0.00	0.05	schwach
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.15	1	0.15	0.91	0.38	0.15	0.43	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.00	1	0.00	0.10	0.76	0.02	0.14	schwach
EBIT-Marge	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.15	1	0.15	0.05	0.83	0.01	0.10	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.75	1	0.75	0.27	0.63	0.05	0.23	schwach
	Niveau 3 vs. Niveau 4	1.28	1	1.28	0.99	0.37	0.17	0.45	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	111.97	1	111.97	0.97	0.37	0.16	0.44	stark
FCF-Rendite	Niveau 1 vs. Niveau 2	2.81	1	2.81	1.60	0.26	0.24	0.57	stark
	Niveau 2 vs. Niveau 3	3.11	1	3.11	14.08	0.01 ***	0.74	1.68	stark
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.07	1	0.07	0.01	0.92	0.00	0.04	schwach
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.14	1	0.14	0.02	0.89	0.00	0.06	schwach
NetDeb/ EBITDA	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.00	1	0.00	0.00	0.95	0.00	0.03	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.13	1	0.13	0.50	0.51	0.09	0.32	mittel
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.13	1	0.13	0.49	0.51	0.09	0.31	mittel
	Niveau 4 vs. Niveau 5	38.42	1	38.42	0.78	0.42	0.14	0.40	mittel
EBIT/ Bilanzsumme	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.25	1	0.25	0.26	0.63	0.05	0.23	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.12	1	0.12	0.03	0.87	0.01	0.08	schwach
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.74	1	0.74	1.94	0.22	0.28	0.62	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.23	1	0.23	0.19	0.68	0.04	0.20	schwach
ROCE	Niveau 1 vs. Niveau 2	0.01	1	0.01	0.01	0.91	0.00	0.05	schwach
	Niveau 2 vs. Niveau 3	0.00	1	0.00	0.00	0.99	0.00	0.00	schwach
	Niveau 3 vs. Niveau 4	0.21	1	0.21	1.69	0.25	0.25	0.58	stark
	Niveau 4 vs. Niveau 5	0.00	1	0.00	0.01	0.93	0.00	0.03	schwach

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Der Test der Innersubjektkontraste gibt an, ob der Verlauf der wiederholt gemessenen Variablen einem linearen oder polynomen Trend folgt. Es werden Tests für Polynome der ‚Wiederholungs-Kontraste‘ und deren Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren geprüft und ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Im Unterschied zu den übrigen Tests ist hier die Reihenfolge der Variablen, welche die Faktorstufen definieren, von Bedeutung. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren $XT-2$ und $XT-1$ vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren $TX+1$, $TX+2$ und $TX+3$ nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Die Effektgrößen werden in die Kategorien *schwach*, *mittel* und *stark* eingeteilt, denen die folgenden f -Werte zugrunde liegen: *schwach* $f \geq 0.10$, *mittel* $f \geq 0.25$, *stark* $f \geq 0.40$.

6.3.2.4 Interpretation

Im vorliegenden Abschnitt werden die einzelnen Ergebnisse der empirischen Kontrastanalyse in Relation zur Peer-Group vorgestellt, erläutert und diskutiert. Die detaillierte Analyse sowie die ökonomische Einordnung der Untersuchungsergebnisse basiert auf den im vorherigen Abschnitt beschriebenen Unternehmensdaten. Mittels der bereinigten Untersuchungsergebnisse, die die tatsächliche Performance der Unternehmen im Zeitablauf widerspiegeln und somit einen Vergleich der Unternehmenszusammenschlüsse ermöglichen, werden im folgenden Kapitel die einzelnen Performanceindikatoren im Zeitablauf erörtert. Analog zu Kapitel 6.3.1.4 wird jede Variable isoliert beschrieben, indem zunächst auf das jeweilige *Signifikanzniveau* in Verbindung mit dem spezifischen *Erklärungswert der Effektstärke* eingegangen wird, bevor eine Beschreibung der *Performance-Mittelwerte* der Familienunternehmen im Vergleich zu ihren *Interquartilbereichen* erfolgt.⁷⁷⁹ Dies ermöglicht eine Beurteilung über die Dispersion der Untersuchungsergebnisse, um auf mögliche homogene bzw. heterogene Tendenzen der jährlichen Veränderungen hinzuweisen. Schließlich werden die gefunden Ergebnisse auf ihre ökonomische Aussagekraft hin analysiert, damit eine fundierte Bewertung hinsichtlich der finanzwirtschaftlichen wie ökonomischen Einordnung der Untersuchungsergebnisse geliefert werden kann.⁷⁸⁰

Die Analyse der univariaten Test hat ergeben, dass das **Umsatzwachstum** zwar Ausdruck einer Performanceveränderung ist, dieser aber wie alle folgenden Indikatoren einen deutlich schwächeren Beitrag zur Erklärung der Gesamtvarianz leistet, als es bei der Untersuchung im Selbstvergleich der Fall war. Der folgende Vergleich der Innersubjektkontraste und Performancemittelwerte soll ein tieferes Verständnis u.a. von dem Entwicklungsverlauf des Umsatzwachstums vermitteln. Aus Tabelle 30 geht hervor, dass das Umsatzwachstum im Zeitablauf ansteigende Effektstärken aufweist, die sich auf den letzten beiden Kontrastniveaus mit starken Effekten manifestieren. Eine signifikante Veränderung ($p < .01$) ist indes nur von Niveau 3 zu 4 festzustellen, konkret in den Jahren von TX+1 zu TX+2, die jedoch mit einem außerordentlich hohen negativen Mittelwert zusammenhängt und Ausdruck einer im Vergleich zu den Branchenunternehmen schlechteren Umsatzentwicklung der Familienunternehmen ist.⁷⁸¹ Die Folgejahre sind ebenfalls mit starken Effekten messbar, beschreiben aber eine umgekehrte Umsatzentwicklung bei der die Familienunter-

⁷⁷⁹ In dieser speziellen Untersuchungsform werden die einzelnen Messzeitpunkte als Niveaus beschrieben, wobei Niveau 1 und 2 den Jahren XT-2 und XT-1 entsprechen, Niveau 3 dem Transaktionsjahr XT-0 entspricht und Niveau 4, 5 und 6 mit TX+1, TX+2 und TX+3 gleichzusetzen ist.

⁷⁸⁰ Da es sich um einen vergleichsweise kleine Datensatz handelt, sollte darauf hingewiesen werden, dass sich die Ergebnisse durch die Aufnahme zusätzlicher Familienunternehmen durchaus verändern könnte. Grundsätzlich ist ein Stichprobenumfang von $n=53$ ausreichend, um valide und objektive Ergebnisse zu erhalten.

⁷⁸¹ Die angegebenen Werte erscheinen auf den ersten Blick äußerst abnorm, lassen sich aber bei eingehender Betrachtung leicht und aussagekräftig interpretieren. Dokumentiert ein Familienunternehmen beispielsweise eine EBITDA-Marge von 10%, während der durchschnittliche Branchen-

Tabelle 30: Umsatzwachstum Datensatz Familienunternehmen
im Peer-Group Vergleich*(Quelle: Eigene Auswertung)*

Umsatz	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.84	0.60	0.01 ***	0.36
<i>f</i> -Wert	0.10	0.25	1.86	0.45
Effektstärke	schwach	mittel	stark	stark
3. Quartil	80.27%	196.72%	73.63%	95.41%
Mean	21.04%	15.15%	(289.94%)	36.85%
1. Quartil	(69.04%)	(69.42%)	(127.94%)	(110.82%)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1* vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

nehmen abermals stärker wachsen als ihre Vergleichsunternehmen. In Bezug auf die vergleichbaren Unternehmen kann aber eindeutig geschlossen werden, dass das Wachstum der Peer-Group im Zeitablauf geringer war und daher eine überdurchschnittliches Wachstum der Familienunternehmen festzustellen ist. Die Analyse belegt, dass im Mittel fast ein Fünftel (19.4%) der familiengeführten Unternehmen eine höhere Wachstumsrate aufweisen als deren Vergleichsunternehmen.⁷⁸² Die Dispersion zeigt zu Beginn einen homogenen Verlauf, die zum Ende des Beobachtungszeitraums am unteren Ende der Interquartilsabstände zunimmt.

► Es gibt zwei *ökonomische Implikationen*, die Ursache für die diagnostizierte überdurchschnittliche Performance der Familienunternehmen sein können. Im Selbstvergleich wurde vorab beobachtet, dass sowohl Familien- als auch Vergleichsunternehmen in den Transaktionsfolgejahren einen massiven Umsatzeinbruch erleben.⁷⁸³ Offenbar sind Familienunternehmen trotz einer Akquisition in der Lage sich den Facetten einer dynamischen, sich schnell verändernden Wirtschaft zu stellen. Trotz dieses kurzzeitigen Wachstumseinbruchs können die meisten dieser Familienunternehmen im Beobachtungszeitraum beträchtlich zulegen, was in häufigem Widerspruch zur öffentlichen Wahrnehmung steht, insbesondere bei der Entwicklung deutscher Unternehmen. Hierbei sind Innovationen häufig der primäre Wachstumstreiber dieser Firmen, da viele von ihnen hochspezialisierte Produkte anbieten, in Nischenbereichen tätig sind oder ihre Märkte selbst begründet haben. Somit haben sie sich häufig über die gesamte Produktpalette und von Beginn an als nachhalti-

wert für die entsprechende Kennzahl nur 5% beträgt, so weisen die Familienunternehmen eine um 100% bessere Performance auf.

⁷⁸² In dieser Berechnung wurden sowohl das Transaktionsjahr als auch das Jahr *TX+2* nicht berücksichtigt.

⁷⁸³ Zur Gegenüberstellung von Stichprobendaten der Familien- und Peer-Group Unternehmen vgl. Kap. 6.2

Tabelle 31: Entwicklung EBITDA-Marge Datensatz Familienunternehmen
im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

EBITDA-Marge	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.73	0.90	0.38	0.76
<i>f</i> -Wert	0.17	0.05	0.43	0.14
Effektstärke	schwach	schwach	stark	schwach
3. Quartil	28.79%	38.53%	24.89%	57.98%
Mean	2.17%	5.04%	(5.68%)	16.15%
1. Quartil	(37.73%)	(29.79%)	(44.34%)	(15.84%)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjekt Faktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjekt Faktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1* vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. -10 % = (10%).

ge Marktführer mit relativ stabilen Umsätzen etabliert. Wie dargestellt, könnte eine weitere Begründung in der mittelständischen Prägung der Familienunternehmen liegen, deren Größe mit einer geringeren organisatorischen Komplexität verbunden ist. Durch diese vermutete, geringere organisatorische Komplexität, bedingt durch eine spezifische Eigentümerstruktur oder auch das Potential der Mitarbeiter, sind Familienunternehmen in der Lage, auch kurzfristige Veränderungen trotz Wachstumseinbruch schneller und einfacher umzusetzen. Diese Flexibilität und eingangs erwähnten Produktinnovationen der Familienunternehmen führen offenbar zur diagnostizierten höheren Umsatzentwicklung im Vergleich zu den Branchenunternehmen.

Der Beitrag der **EBITDA-Marge** zur Gesamtvarianz ist ebenfalls als aussagekräftig zu bewerten, da dieser bei beiden univariaten Untersuchungen mit einem eindeutigen Effekt belegt werden konnte. Aus den Signifikanzniveaus der Innersubjekt Kontraste geht hervor, dass der jährlichen Entwicklung kein signifikantes Ergebnis zu entnehmen ist. Die Effektstärken verlaufen keilförmig, mit schwachen Effekten zu Beginn wie auch am Ende des Betrachtungszeitraums. Die ermittelten Effekte untermalen den geringen Unterschied zwischen Familien- und Industrieunternehmen hinsichtlich der operativen Gewinnmarge vor Abschreibungen. Die Interquartilsabstände zeigen ebenfalls eine konstante Entwicklung auf und sprechen für eine homogene Verteilung der Performancemittelwerte.

► Der ökonomische Beitrag, der sich aus dem Verlauf der EBITDA-Marge ergibt, ist, dass die Familien- und Vergleichsunternehmen eine ähnliche Entwicklung aufweisen. Aus diesen Ergebnissen geht deutlich hervor, dass, trotz durchgeführter Unternehmensübernahme und massiver Umsatzeinbrüche im Beobachtungszeitraum, eine vergleichbare Entwicklung beider Unternehmensgruppen stattgefunden hat. Dieses Resultat ist nicht überraschend, da bereits der Test der Innersubjektkon-

Tabelle 32: Entwicklung EBIT-Marge Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

EBIT-Marge	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.83	0.63	0.37	0.37
<i>f</i> -Wert	0.10	0.23	0.45	0.44
Effektstärke	schwach	schwach	stark	stark
3. Quartil	27.88%	47.50%	48.25%	79.03%
Mean	10.65%	4.76%	80.83%	104.91%
1. Quartil	(43.53%)	(31.70%)	(53.78%)	(37.61%)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1* vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

traste im Selbstvergleich eine konstante und ausgeprägte Entwicklung ergeben hat. Dies findet sich in abgeschwächter Form auch im Industrievergleich wieder, was umso bedeutender ist, da dieser Vergleich illustriert, wie widerstandsfähig Familienunternehmen auf zwei in kurzer Zeit aufeinanderfolgende, substantielle exogene Veränderungen reagieren. Einerseits kann sich in dieser Entwicklung eine kurzfristige Optimierung der operativen Tätigkeiten verbergen. Andererseits kann die im Rahmen der Transaktion definierte, überwiegende Fokussierung auf Wachstumssynergien, also die Konzentration auf zuvor festgelegte Marketing- und Vertriebsziele beim Zusammenschluss sowie die damit verbundene Diversifikation, ein Grund für diese Widerstandsfähigkeit sein. Die Unternehmen scheinen von einem drastischeren Rückgang bewahrt worden zu sein, was zum Teil auch mit der in der Beschreibung der Transaktionen der Familienunternehmen ermittelten Konzentration auf vertikale Zusammenschlüsse wie z.B. die Akquisition von Vertriebsgesellschaften zusammenhängt.⁷⁸⁴ In der folgenden Analyse der EBIT-Marge wird sich zeigen, wie robust und nachhaltig dieses Ergebnis ist, wenn die operative Rendite um Investitionszyklen und Abschreibungen bereinigt wird.

Die **EBIT-Marge** nimmt im Rahmen der univariaten Untersuchung eine herausragende Stellung ein, da die gemessenen Effektgrößen einen starken Einfluss auf die Erklärung der Gesamtvarianz vermitteln und die Ergebnisse einen wesentlichen Treiber für die Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen identifizieren. Aus Tabelle 32 geht hervor, dass keine signifikanten Veränderungen im Zeitablauf vorliegen, aber ein deutlicher Anstieg der messbaren Effekte, bis hin zu starken Effektgrößen auf den letzten beiden Niveaus, zu verzeichnen ist. Verzeichnen beide Unternehmensgruppen vor der Transaktion noch ähnliche operative Gewinnmargen, so verändert sich dieser Eindruck in den Transaktions-

⁷⁸⁴ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 5.2.1.2 sowie Jansen/ Körner (2000), S. 26f.

folgejahren deutlich, und die Familienunternehmen erwirtschaften eine deutliche höhere und über dem Industriedurchschnitt liegende Gewinnmarge. Mit einer zunächst vergleichbaren EBIT-Marge der Familienunternehmen, nebst deutlich überdurchschnittlichen Werten in den Transaktionsfolgejahren, wird die herausragende Performance familiengeführter Unternehmen ein weiteres Mal hervorgehoben. Die Spanne der Interquartilsabstände bleibt am unteren Ende konstant, während die Werte im 1. Quartil im Zeitablauf ansteigen. Dies könnte ein Beleg dafür sein, dass die Familienunternehmen trotz Umsatzeinbruch ihre operative Marge relativ konstant halten konnten bzw. der Umsatzrückgang höher war als der des operativen Gewinns.

► Die finanzwirtschaftliche Relevanz ergibt sich aus dem Verlauf der Effekte, der illustriert, wie sich die EBIT-Marge in den Transaktionsfolgejahren offenbar verändert und gleichzeitig wie sich die familiengeführten Unternehmen von den Vergleichsunternehmen absetzen können. Analog zur bisherigen Argumentation in Bezug auf diesen Performanceindikator kann es hierzu zwei Gründe für dieses Ergebnis geben: Profitabilitätssteigerungen oder konjunkturabhängige Veränderung der Investitionsleistung. Einerseits können die Überrenditen darauf zurückzuführen sein, dass Familienunternehmen infolge der konjunkturbedingten negativen Umsatzentwicklung ihre Investitionen in das Anlagevermögen bzw. Personalaufwendungen zurückgefahren haben. Die folgende Analyse des FCF wird hierzu näheren Aufschluss geben.

Andererseits kann eine Profitabilitätssteigerung ebenfalls Anlass der überdurchschnittlichen Performance der Familienunternehmen sein. Diese Vermutung kann allerdings durch eine Gegenüberstellung mit der Entwicklung der EBITDA-Marge im Industrie- und der EBIT-Marge im Selbstvergleich teilweise widerlegt werden. Die EBIT-Marge zeigt einen minimalen Rückgang des operativen Gewinns, während die EBITDA-Marge im Industrievergleich über die Zeit nur einen leichten Anstieg vermelden kann, die aber nicht die hier diagnostizierten Überrenditen hervorrufen. Die Dominanz der Familienunternehmen ist vermutlich auf unterschiedliche Abschreibungs- und Investitionseffekte der Vergleichsunternehmen zurückzuführen. Ein niedriges EBIT der Nicht-Familienunternehmen führt somit indirekt zu einer höheren Performance der Stichprobenunternehmen und den ermittelten Überrenditen. Dennoch sollte man nicht außer Acht lassen, dass in den Transaktionsfolgejahren die durchschnittlichen Renditen auf Einzelunternehmensebene nur leicht zurückgegangen sind, während der Umsatz in den Jahren $TX+2$ und $TX+3$ im Mittel um mehr als 1% gesunken ist. Anscheinend hat auch die überwiegende Fokussierung auf Wachstumssynergien, also die Konzentration auf zuvor festgelegte Marketing- und Vertriebsziele beim Zusammenschluss, und die damit verbundene Diversifikation die Unternehmen vor einem drastischeren Rückgang bewahrt.

In diesem besonderen Fall scheinen beide Gründe ineinanderzugreifen und verantwortlich für eine auf den letzten beiden Niveaus überdurchschnittliche Performance der Familienunternehmen in Relation zu ihren Branchenunternehmen zu sein. Eine noch länger ausgelegte Betrachtung der hier untersuchten Familienunternehmen wäre wünschenswert.

Tabelle 33: Entwicklung FCF-Rendite Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

FCF-Rendite	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.26	0.01 ***	0.92	0.89
<i>f</i> -Wert	0.57	1.68	0.04	0.06
Effektstärke	stark	stark	schwach	schwach
3. Quartil	149.68%	133.44%	104.65%	146.42%
Mean	474.93%	(155.68%)	65.74%	(268.05%)
1. Quartil	(137.29%)	(72.65%)	(81.75%)	(133.21%)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1* vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

Die **FCF-Rendite** kann in der univariaten Untersuchung sowohl im Selbst- als auch im Peer-Group Vergleich als Ausdruck für die Performance identifiziert werden – *starke* Effektgrößen im Selbst- und *mittlere* Effektgrößen im Industrievergleich. Eine signifikante Veränderung des FCF ist hingegen nur zum Niveau 3 hin festzustellen. Bemerkenswert ist diese Veränderung, da sich zwischen diesen Messzeitpunkten das Transaktionsjahr befindet und auf eine substantielle Veränderung des Performanceindikators hindeutet. Diese spiegelt sich ebenfalls in den Effektstärken wider, die einen starken, aber im Zeitablauf abnehmenden Einfluss auf das Gesamtergebnis dokumentieren. Trotz der zuvor üblichen Bereinigung um Aufreisserdatensätze skizziert die FCF-Entwicklung ein heterogenes Bild der Familien- und Vergleichsunternehmen. Unterstützt wird dieser Eindruck durch Betrachtung der Interquartilsabstände, die hohe negative wie positive Schwankungen zeigen. Der Median stellt für diese Indikatoren die geeignetere Betrachtungsform dar und vermittelt eine leicht unterdurchschnittliche Performance der Familienunternehmen im Vergleich zu ihren Branchenunternehmen.

► Aus finanzwirtschaftlicher Sicht ist zum einen der gegensätzliche Verlauf mit der zuvor diskutierten EBIT-Marge auffällig. Bedingt durch die cashflownähe des EBIT wäre eine vergleichbare Entwicklung denkbar. Der direkte Vergleich mit den Branchenunternehmen führt jedoch zu den diagnostizierten Schwankungen der FCF-Rendite. Neben den exogenen Einflussfaktoren, wie Unternehmenszusammenschluss und globaler Rezession, können hier zahlreiche weitere Faktoren Anlass für diese Schwankungen sein. Eine eindeutige Einschätzung ist hier jedoch nicht möglich.

Zur weiteren Analyse und Abrundung der Rentabilitätskennzahlen des Peer-Group Vergleichs wird der **Nettoverschuldungsgrad** betrachtet, der analog zur FCF-Rendite einen aussagekräftigen Einfluss auf die Gesamtvarianz zwischen Familien-

Tabelle 34: Entwicklung NetDebt/ EBITDA Datensatz Familienunternehmen
im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

NetDebt/ EBITDA	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.95	0.51	0.51	0.42
<i>f</i> -Wert	0.03	0.32	0.31	0.40
Effektstärke	schwach	mittel	mittel	mittel
3. Quartil	0.11x	0.13x	0.78x	0.25x
Mean	(1.04x)	(0.22x)	25.75x	(1.37x)
1. Quartil	(1.11x)	(1.07x)	(1.03x)	(1.65x)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1* vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. -10 % = (10%).

und Nicht-Familienunternehmen ausübt.⁷⁸⁵ Nach Auswertung der Ergebnisse zur Nettoverschuldung können keine signifikanten Veränderungen der Fremdkapitalausstattung festgestellt werden, dafür aber mittlere Effektgrößen in den Jahren nach der Transaktion. Mit einem durchschnittlichen Faktor von (-0.6x) weisen familiengeführte Unternehmen einen z.T. deutlich niedrigeren Verschuldungsgrad auf. Die Interquartilsabstände dokumentieren eine leichte Zunahme der Spannbreite bzw. Scherenbildung der beobachteten Stichprobendaten.

► Die finanzwirtschaftlichen Implikationen für diese Kennzahl sind nicht so eindeutig wie bei den vorhergehenden Erläuterungen. Die Spannbreite zwischen Mittelwert und Median zum Niveau 3 sowie zum Niveau 4 sprechen für eine heterogene Entwicklung innerhalb der Stichprobenunternehmen. Auf Basis der Mediane vermitteln die Daten, als ob die Familienunternehmen über einen vergleichsweise niedrigeren Verschuldungsgrad und somit über eine geringere Schuldentilgungsdauer verfügen. Dies führt zu einem höheren Entscheidungsspielraum in Bezug auf die Innenfinanzierungsmöglichkeiten. Aus diesem Grund können familiengeführte Unternehmen, nicht zuletzt aufgrund des im Selbstvergleich ermittelten durchschnittlichen Verschuldungsfaktor von 1.4x, als relativ unabhängig und stabil eingestuft werden. Dies führt unweigerlich zu einer mehr als vorteilhaft einzustufenden Eigenständigkeit und Finanzkraft seitens der Familienunternehmen zur Bewältigung zukünftiger Herausforderungen.

Die Kennzahl **EBIT/ Bilanzsumme** zeigt im Zuge der univariaten Untersuchung ein schwaches Ergebnis. Auch bei der Analyse der Kontraste behält die Annahme eines geringen Beitrags dieser Kennzahl zur Erklärung der diagnostizierten Performanceunterschiede, ihre Gültigkeit. Eine eingehende Betrachtung der Messebenen

⁷⁸⁵ Vgl. hierzu die univariaten Testergebnisse mit annähernd starken Effektgrößen in Tabelle 28.

Tabelle 35: Entwicklung EBIT/ Bilanzsumme Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

EBIT/ Bilanzsumme	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.63	0.87	0.22	0.68
<i>f</i> -Wert	0.23	0.08	0.62	0.20
Effektstärke	schwach	schwach	stark	schwach
3. Quartil	73.42%	107.20%	105.78%	145.13%
Mean	41.37%	43.82%	96.86%	58.84%
1. Quartil	(18.19%)	2.45%	(38.12%)	(4.81%)

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$; Bei den Innersubjekt Faktoren handelt es sich um ‚Wiederholungs-Kontraste‘, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjekt Faktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige *f*-Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren *XT-2* und *XT-1* vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren *TX+1*, *TX+2* und *TX+3* nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

bringt ebenfalls zum Vorschein, dass keine signifikanten Ergebnisse für die Kontrastniveaus vorliegen. Aus Tabelle 35 geht bei keilförmigem Renditeverlauf hervor, dass für Niveau 3 vs. 4 eine aussagekräftige, starke Effektgröße vorliegt. Mit einem Durchschnittswert von 54% liegt der ROA von Familienunternehmen deutlich über dem Industriedurchschnitt, wobei die Spannweite der Interquartilsabstände im Zeitablauf leicht zugunsten der Familienunternehmen zunimmt.

► Aus finanzwirtschaftlicher Perspektive kann vermutet werden, dass das im Zeitablauf leicht ansteigende Verhältnis aus EBIT/ Bilanzsumme auf eine effizientere Nutzung der bestehenden Vermögensgegenstände hindeutet. Unterstützt wird diese These durch die bereits im Zuge der Kontrastanalyse im Selbstvergleich ermittelten konstanten ROA bei starken univariaten Effektgrößen im Beobachtungszeitraum. Zurückzuführen wäre dies darauf, dass Familienunternehmen trotz M&A und Umsatzrückgang ihre Rentabilität beibehalten konnten, während die Renditen bei den Vergleichsunternehmen zum Teil drastisch gesunken sind. Somit offenbaren sich die Familienunternehmen bei der Gesamtkapitalrendite im Vergleich zu ihren Branchenunternehmen als resistenter.

Die Kennzahl **Return on Capital Employed** (ROCE) dokumentiert ebenso wie der ROA ein schwaches Ergebnis für die univariate Untersuchung. Aus der detaillierten Betrachtung der Einzelergebnisse geht hervor, dass keine signifikanten Veränderungen bei den verschiedenen Kontrastniveaus vorliegen. Aussagekräftige Effektstärken sind bei dem ebenfalls keilförmigen Effektverlauf nur auf den letzten beiden Kontrastniveaus festzustellen, die unter Berücksichtigung des gesamten Messzeitraums für eine positive Trendentwicklung sprechen. Um den Transaktionszeitpunkt ist erwartungsgemäß eine Schwäche der mittleren Rendite zu erkennen, trotzdem liegt der ROCE familiengeführter Unternehmen im Durchschnitt um 56% über den der Vergleichsunternehmen. Der Median deutet ebenfalls auf einen stei-

Tabelle 36: Entwicklung ROCE Datensatz Familienunternehmen
im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

ROCE	Niveau 1 vs. 2	Niveau 2 vs. 3	Niveau 3 vs. 4	Niveau 4 vs. 5
Signifikanz	0.91	0.99	0.25	0.93
f-Wert	0.05	0.00	0.58	0.03
Effektstärke	schwach	schwach	stark	schwach
3. Quartil	101.87%	109.59%	124.54%	143.46%
Mean	90.97%	34.26%	92.08%	50.46%
Median	28.19%	34.71%	36.28%	64.37%
1. Quartil	(24.58%)	(13.90%)	(49.50%)	(27.53%)

Anmerkung: *** p < .01 ** p < .05 * p < .10; Bei den Innersubjektfaktoren handelt es sich um „Wiederholungs-Kontraste“, die Wechselwirkungen mit den Zwischensubjektfaktoren überprüfen und angeben, ob sich Stufe $n - 1$ von Stufe n signifikant unterscheidet. Pro Kontrast wurde eine zweiseitige f -Statistik berechnet. Niveau 1 und 2 entsprechen den Jahren $XT-2$ und $XT-1$ vor der Transaktion, während Niveau 3, 4 und 5 mit den Jahren $TX+1$, $TX+2$ und $TX+3$ nach der Transaktion gleichzusetzen sind. Im Gegensatz zur Analyse im Selbstvergleich wird in der vorliegenden Untersuchungsreihe das Transaktionsjahr nicht berücksichtigt. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n = 53$ Unternehmen, die Anzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n = 371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

genden Trend hin und bestärkt den Eindruck einer ansteigenden Rendite des eingesetzten Kapitals im Zeitverlauf, unterstützt durch die Entwicklung des 3. Quartils.

► Aus ökonomischer Sicht erweist sich die Gegenüberstellung der Kapitalrenditen der beiden Unternehmensformen als aufschlussreich. Anhand der Beurteilung des relativen Erfolgs aus der operativen Geschäftstätigkeit der Unternehmen wird ersichtlich, dass die Familienunternehmen sowohl vor als auch nach der Transaktion einen höheren ROCE im Vergleich zu ihren Branchenunternehmen ausweisen. Trotz des im Selbstvergleich diagnostizierten leichten Renditerückgangs von 20% auf 16%, scheint der ROCE bei den Vergleichsunternehmen ebenfalls gesunken zu sein. Folglich fällt die Abnahme der Kapitalrendite bei den Vergleichsunternehmen größer aus als die familiengeführter Unternehmen, da die Mediane einen Aufwärtstrend und somit eine Verbesserung der erzielten Rendite des eingesetzten Kapitals feststellen. Ungeachtet der simultanen Umsatz- und Profitabilitätsveränderungen, die zum Teil durch unternehmensexterne Effekte verursacht wurden, kann eine fortlaufende Verbesserung der Rendite des operativen Bereichs auf das Eigen- und das verzinsliche Fremdkapital im Rahmen eines Unternehmensvergleichs festgestellt werden.

6.3.2.5 Zwischenergebnis

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass die die komparative Objektanalyse valide und interpretierbare Ergebnisse hervorbringt. Auf Basis dieser Resultate lässt sich eine Evaluierung der langfristigen Performance zwischen Familienunternehmen und ihrer jeweiligen Vergleichsgruppe vornehmen. Die gesamten Untersuchungsergebnisse fallen im Vergleich zur ex ante/ ex post Analyse etwas schwächer

cher aus, da hier aggregierte Daten in die Untersuchung mit einfließen. Zudem sind bei der MANOVA bis auf einen der vier Signifikanztest keine statistisch aussagekräftigen Veränderungen festzustellen. Dennoch deuten die Ergebnisse durch die Verwendung von Effektgrößen – ein Maß für die Bedeutung von Veränderungen – sowie dem Bündel der sieben Performanceindikatoren darauf hin, dass eine Divergenz zwischen den beiden Unternehmensformen vorliegt. Sowohl die Werte für das Umsatzwachstum als auch die Ergebnisse für EBIT-Marge, ROA und ROCE dokumentieren eine über dem Industriedurchschnitt liegende Performance familiengeführter Unternehmen. Die Nettoverschuldung der Vergleichsunternehmen ist für den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich höher als die der Familienunternehmen. Zwar konnte ein kurzzeitiger Einbruch der Performancekennzahlen um den Transaktionszeitpunkt festgehalten werden, diese näherten sich in den Transaktionsfolgejahren aber wieder dem langfristigen Durchschnitt an oder konnten über diesen hinaus zulegen. Insbesondere bei den operativen Kennzahlen wie EBIT-Marge und ROCE ist eine kontinuierliche und zum Teil substantielle Performanceverbesserung in Relation zu den Vergleichsunternehmen zu registrieren.

6.3.3 Performancesimulation durch Indikatorenpermutation

Die vorhergehenden Analysen beruhten auf der Untersuchung des gesamten Kennzahlenbündels, bei dem sämtliche abhängigen Variablen zur Überprüfung der Transaktionsperformance herangezogen wurden. Dieses Untersuchungsdesign wird nun verändert. Zur Kontrolle der Stabilität der Resultate wird ein Modell zur Überprüfung der Robustheit der mit der multivariaten Testumgebung gewonnenen Ergebnisse eingesetzt. Daher findet in diesem Abschnitt die Analyse der Variablengruppen anhand einer Performancepermutation statt, bei der jeweils ein Indikator des Variablenbündels separiert wird und die verbliebenen Faktoren unabhängig voneinander analysiert werden. Hierbei wird jeweils eine Variable des Kennzahlenbündels von der Betrachtung ausgeschlossen, so dass nur noch jeweils sechs Variablen in der Untersuchung berücksichtigt werden. Diese Vorgehensweise wurde mit dem Ziel gewählt, sowohl die Robustheit des Variablenbündels als auch die Sensitivität einzelner Variablen zu überprüfen. Analog zu den vorherigen Abschnitten der multivariaten Testumgebung wird auch für die Indikatorenpermutation im Selbstvergleich eine Darstellung gewählt, die die Gegenüberstellung des inflationsbereinigten mit dem nicht-inflationsbereinigten Ergebnis der ex ante/ ex post-Analyse ermöglicht.

In Tabelle 37 sind die Ergebnisse der beiden Permutationen für die Familienunternehmen im Selbstvergleich abgebildet. Basierend auf den MANOVA-Ergebnissen, ergeben sich für die Indikatorenveränderung keine statistisch nachvollziehbaren Änderungen der Testergebnisse. Daraus ergibt sich, dass jede Variable des Kennzahlenbündels eliminiert werden könnte, ohne dass sich die Kernaussage der bislang

ermittelten Ergebnisse entscheidend verändert.⁷⁸⁶ Bis auf *Roy's Largest Root* der sowohl auf Basis des gesamten Variablenbündels als auch im Zuge der Permutation für jeden Untersuchungsschritt mindestens signifikante Ergebnisse ($p < .05$) diagnostiziert, kann für die verbliebenen Hypothesentests keine ausschlaggebende Veränderung der Indikatoren festgestellt werden. Insgesamt sind diese Resultate angesichts der Befunde für die univariate Untersuchung nicht überraschend.⁷⁸⁷

Analog verhalten sich die inflationsbereinigten Ergebnisse der Indikatorenpermutation, so dass auch bei Eliminierung einzelner Variablen keine wesentlichen Auswirkungen zu beobachten sind. Daraus kann gefolgert werden, dass die gewählten Größen die Performance der akquirierenden Familienunternehmen im Sinne des definierten Variablenbündels angemessen abbilden.

Bei Betrachtung der in Tabelle 38 dargestellten Ergebnisse des komparativen Objektvergleichs – die Gegenüberstellung der Familienunternehmen mit ihren jeweiligen Branchenunternehmen – ist abermals festzuhalten, dass die Resultate insgesamt schwächer ausfallen, als diejenigen des ex ante/ ex post- Vergleichs, sowohl die MANVOA-Ergebnisse für die Permutation mit sieben Variablen als auch die bei isolierter Variablenbetrachtung. Auch bei diesen schwachen Ergebnissen zeigt sich, dass nur ein Hypothesentest – *Roy's Largest Root* – signifikante Veränderungen hervorbringt und diese je nach Permutation von signifikant über schwach bis nicht signifikant variieren. Die univariate Untersuchung hat gezeigt, dass die EBIT-Marge einen Einfluss auf die Gesamtvarianz ausübt und mit einer starken Effektgröße belegt werden konnte.⁷⁸⁸ Bei Isolation dieser Variable wurde daher angenommen, dass eine Veränderung Einfluss auf das MANOVA-Ergebnis der Permutation ausübt. Diese Annahme wurde bestätigt. Alle vier Hypothesentests zeigen nicht signifikante Ergebnisse, woraus zu schließen ist, dass die überdurchschnittliche Performance der Familienunternehmen zu einem wesentlichen Teil von dem Erklärungsbeitrag der EBIT-Marge abhängt.

Zusammenfassend ist zu konstatieren, dass das definierte Variablenbündel der Performancekennzahlen für den Datensatz der Familienunternehmen vergleichsweise robust gegenüber Veränderungen ist und daher als aussagekräftig angesehen werden kann. Die Variablenpermutation belegt, dass sowohl für den Selbst- als auch den Branchenvergleich vereinzelte Indikatoren von der Betrachtung ausgeschlossen werden können ohne das Ergebnis insgesamt zu verzerren. Dieses Ergebnis belegt,

⁷⁸⁶ Gemäß der in Tabelle 37 abgebildeten Signifikanztests, ergeben sich für die einzelnen Tests abnehmende konservative Ergebnisse, vgl. *Olson* (1976), S. 580. Wenngleich der Test mit *Roy's Largest Root* am ehesten signifikante Ergebnisse liefert, stellt *Olson* fest, dass dieser, im Vergleich zu den anderen aufgeführten Tests, zu häufig fehlerhafte Werte aufweist, vgl. hierzu *Olson* (1976), S. 583f. Im Gegensatz dazu gilt *Pillai's Trace* als beinahe zu konservativ. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass kein signifikanter Unterschied zwischen den vier Tests festzustellen ist und die daraus resultierenden Ergebnisse als gleichwertig erachtet werden können. Vgl. hierzu *Olson* (1974, 1975) sowie Kapitel 5.4.1.

⁷⁸⁷ Vgl. hierzu Kap. 6.3.1.2.

⁷⁸⁸ Vgl. ebenfalls Kap. 6.3.2.2.

Tabelle 37: Indikatorenpermutation Datensatz Familienunternehmen
(Quelle: Eigene Auswertung)

Datensatz Familienunternehmen				
	Pillai-Spur	Wilks-Lambda	Hotelling-Spur	Roy's Largest Root
Innersubjekteffekte mit 7 Variablen				
F-Wert	0,68	0,72	0,76	3,31
Sig. von F	0,87 n.s.	0,83 n.s.	0,78 n.s.	0,02 **
Innersubjekteffekte mit 6 Variablen				
exkl. Umsatz	0,66	0,68	0,70	2,53
Sig. von F	0,88 n.s.	0,86 n.s.	0,85 n.s.	0,04 *
exkl. EBIT/ Bilanzsumme	0,59	0,60	0,61	2,57
Sig. von F	0,93 n.s.	0,92 n.s.	0,91 n.s.	0,06 *
exkl. EBITDA	0,72	0,79	0,86	3,88
Sig. von F	0,81 n.s.	0,74 n.s.	0,65 n.s.	0,01 **
exkl. EBIT	0,47	0,42	0,39	1,23
Sig. von F	0,98 n.s.	0,99 n.s.	0,99 n.s.	0,34 n.s.
exkl. NetDebt/ EBITDA	0,65	0,60	0,55	1,35
Sig. von F	0,89 n.s.	0,92 n.s.	0,95 n.s.	0,28 n.s.
exkl. FCF-Rendite	0,68	0,75	0,84	3,90
Sig. von F	0,86 n.s.	0,78 n.s.	0,68 n.s.	0,01 **
exkl. Roce	0,65	0,65	0,64	2,53
Sig. von F	0,88 n.s.	0,88 n.s.	0,89 n.s.	0,06 *
<hr/>				
inflationbereingt				
	Pillai-Spur	Wilks-Lambda	Hotelling-Spur	Roy's Largest Root
Innersubjekteffekte mit 7 Variablen				
F-Wert	1,21	1,22	1,22	4,20
Sig. von F	0,22	0,22	0,22	0,00 ***
Innersubjekteffekte mit 6 Variablen				
exkl. Umsatz	1,37	1,38	1,37	4,05
Sig. von F	0,10	0,10	0,11	0,00 ***
exkl. EBIT/ Bilanzsumme	1,21	1,24	1,24	4,33
Sig. von F	0,23	0,21	0,21	0,00 ***
exkl. EBITDA	1,16	1,16	1,14	4,00
Sig. von F	0,28	0,29	0,30	0,01 ***
exkl. EBIT	1,15	1,14	1,11	3,47
Sig. von F	0,29	0,31	0,33	0,01 **
exkl. NetDebt/ EBITDA	1,27	1,29	1,29	4,57
Sig. von F	0,18	0,17	0,17	0,00 ***
exkl. FCF-Rendite	1,09	1,05	1,00	3,00
Sig. von F	0,35	0,41	0,48	0,02 **
exkl. Roce	1,29	1,32	1,32	4,62
Sig. von F	0,16	0,15	0,15	0,00 ***

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$ Vergleich der durchschnittlichen Performance der Familienunternehmen in Relation der XT- mit den TX+Jahren anhand von t -Tests für gepaarte Stichproben. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n=53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n=371$.

dass auf Basis einer multivariaten Untersuchung im Rahmen der Indikatorenpermutation die beobachteten Familienunternehmen trotz Akquisition und Rezession eine vergleichbare Performanzenwicklung aufweisen wie die Gruppe der Vergleichsunternehmen. Die darüber hinaus in diesem Kapitel ermittelten Ergebnisse bzgl. einer überdurchschnittlichen Performance akquirierender Familienunternehmen bleiben davon unberührt.⁷⁸⁹

⁷⁸⁹ Vgl. hierzu ausführlich die Abschnitte 6.3.2.4 sowie 6.3.1.4.

Tabelle 38: Indikatorenpermutation Datensatz Familienunternehmen
im Peer-Group Vergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

Datensatz Familienunternehmen im Peer-Group Vergleich				
	Pillai-Spur	Wilks-Lambda	Hotelling-Spur	Roy's Largest Root
Innersubjekteffekte mit 7 Variablen				
F-Wert	0.68	0.72	0.76	3.31
Sig. von F	0.87 n.s.	0.83 n.s.	0.78 n.s.	0.02 **
Innersubjekteffekte mit 6 Variablen				
exkl. Umsatz	0.66	0.68	0.70	2.53
Sig. von F	0.88 n.s.	0.86 n.s.	0.85 n.s.	0.04 *
exkl. EBIT/ Bilanzsumme	0.59	0.60	0.61	2.57
Sig. von F	0.93 n.s.	0.92 n.s.	0.91 n.s.	0.06 *
exkl. EBITDA	0.72	0.79	0.86	3.88
Sig. von F	0.81 n.s.	0.74 n.s.	0.65 n.s.	0.01 **
exkl. EBIT	0.47	0.42	0.39	1.23
Sig. von F	0.98 n.s.	0.99 n.s.	0.99 n.s.	0.34 n.s.
exkl. NetDebt/ EBITDA	0.65	0.60	0.55	1.35
Sig. von F	0.89 n.s.	0.92 n.s.	0.95 n.s.	0.28 n.s.
exkl. FCF-Rendite	0.68	0.75	0.84	3.90
Sig. von F	0.86 n.s.	0.78 n.s.	0.68 n.s.	0.01 **
exkl. Roce	0.65	0.65	0.64	2.53
Sig. von F	0.88 n.s.	0.88 n.s.	0.89 n.s.	0.06 *

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$ Vergleich der durchschnittlichen Performance der Familienunternehmen in Relation der XT- mit den TX+-Jahren anhand von t -Tests für gepaarte Stichproben. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n=53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n=371$.

6.4 Empirische Auswertung der verbundenen Stichprobe

Das folgende Kapitel erweitert die Perspektive der bisher durchgeführten Analyse im Selbstvergleich und der komparativen Objektanalyse um den Blickwinkel der Methode der gepaarten Stichprobe. Diese Untersuchungsform erlaubt eine zusätzliche Sicht auf die erhobenen Daten und bietet neben einem zusätzlichen Informationsgewinn die Möglichkeit, die gefunden Ergebnisse mit anderen Untersuchungen zu vergleichen. Deshalb wird der Datensatz der Familienunternehmen einem Intra- sowie Interguppenvergleich anhand von t -Test für gepaarte Stichproben unterzogen. Zu diesem Zweck werden in einem nächsten Untersuchungsschritt die Unternehmensdaten wie folgt umgruppiert:

- ▶ Jede Variable wird separat untersucht.
- ▶ Es wird eine verbundene Stichproben generiert, indem jedes Beobachtungsobjekt wiederholt untersucht wird und die Untersuchungsobjekte einander paarweise zugeordnet werden.
- ▶ Die Daten werden in in zwei Gruppen aufgeteilt, wobei die XT-Jahre und die TX+Jahre zu zwei Zeitintervallen zusammengefasst und anschließend miteinander verglichen werden.

Grundsätzlich entspricht diese Vorgehensweise einer ANOVA und damit einem univariaten Varianztest. Die zugrunde liegenden Datensätze unterscheiden sich von den bisher untersuchten in Bezug auf deren Zusammensetzung. Dieser gewählte Ansatz verspricht einen Zusatz an Informationen, der als Ergänzung zur Methode der Va-

rianalyse zu interpretieren ist.⁷⁹⁰ Zu diesem Zweck werden die Variablen im Rahmen eines *t*-Tests einzeln betrachtet. Die Signifikanz der Veränderungen wird kumuliert im Zuge eines Vergleichs der Jahre vor und nach der Transaktion untersucht und sowohl für die komparative Objektanalyse als auch für den *ex ante/ex post* Vergleich vorgenommen.⁷⁹¹ Dazu werden *t*-Tests bei den abhängigen Vergleichsgruppen⁷⁹² durchgeführt und die Mittelwerte, die systematisch miteinander verbunden sind, mit der Stichprobe verglichen.⁷⁹³ Diese alternative Vorgehensweise ermöglicht einen detaillierten Einblick in einzelne Variablen, wobei die Korrelation der Variablen zueinander eine untergeordnete Rolle spielt und nicht herauspartialisiert wird. Die zugrundeliegende Annahme, dass der Erfolg von Familienunternehmen sowohl im Selbstvergleich als auch in Relation zu den Vergleichsunternehmen ansteigt, bleibt auch bei dieser Methode unverändert.

Tabelle 39: Empirische Auswertung der gepaarten Stichprobe im Selbst- und im Branchenvergleich

(Quelle: Eigene Auswertung)

Variable	Selbstvergleich		Branchenvergleich	
	<i>t</i> -Wert	Sig. (2-seitig)	<i>t</i> -Wert	Sig. (2-seitig)
Umsatz	2.12	0.04 **	0.50	0.62
EBITDA-Marge	1.62	0.11	(0.31)	0.76
EBIT-Marge	1.78	0.08 *	(1.62)	0.11
FCF-Rendite	0.16	0.88	1.98	0.05 *
NetDebt/ EBITDA	(1.83)	0.07 *	(1.03)	0.31
EBIT/ Bilanzsumme	1.37	0.18	(1.11)	0.27
ROCE	0.60	0.55	0.27	0.79

Anmerkung: *** $p < .01$ ** $p < .05$ * $p < .10$ Vergleich der durchschnittlichen Performance der Familienunternehmen in Relation der XT- mit den TX+Jahren anhand von *t*-Tests für gepaarte Stichproben. Die Anzahl der Familienunternehmen in der Stichprobe beträgt $n=53$, die Stichprobenanzahl der Peer-Group Unternehmen entspricht $n=371$. Negative Werte werden in Klammern dargestellt, z.B. $-10\% = (10\%)$.

Tabelle 39 gibt die Ergebnisse der *t*-Tests sowohl im Selbst- als auch im Industrievergleich wieder. Die Ergebnisse der Methode der verbundenen Stichprobe zeigen bzgl. des Umsatzwachstums im Selbstvergleich höchst signifikante Resultate (*p*

⁷⁹⁰ Anzumerken ist, dass ein Informationsverlust stattfinden kann, wenn Daten der verschiedenen Messzeitpunkte über die Zeit zusammengefasst werden. In diesem speziellen Fall werden die Daten vor und nach der Transaktion zu einem Datenpunkt zusammengefasst, was zwangsläufig zu einem höheren Aggregationsniveau führt, vgl. Stevens (2002), S. 512.

⁷⁹¹ Zur Erläuterung der Ergebnisse der *t*-Tests wird angemerkt, dass ein negativer *t*-Wert in diesem Zusammenhang einen größeren Absolutwert der Stichprobenunternehmen symbolisiert und damit der Messwert in den TX+Jahren größer als in den XT-Jahren ist.

⁷⁹² In der Literatur werden diese auch als Two-Paired Samples Tests bezeichnet.

⁷⁹³ Eine ANOVA, bei der eine einfaktorische Varianzanalyse und der *t*-Test für unabhängige Stichproben zu identischen Ergebnissen führt, ist hier nicht geeignet. Es handelt sich hierbei um zwei miteinander verbundene Stichproben, bei denen der *t*-Test für gepaarte Stichproben zu unterschiedlichen Ergebnissen führt und folglich zur Anwendung gelangen kann, vgl. hierzu Bortz/ Schuster (2010), S. 209f.

<.05), während im Industrievergleich keine signifikanten Änderungen diagnostiziert werden können. Die bisherige ökonomische Interpretation zur **Umsatzentwicklung** bezog sich primär auf den durch die Akquisition induzierten Anstieg des Wachstums, der durch exogene Faktoren, wie den globalen Konjunkturabschwung in den Jahren 2008/2009, konterkariert wurde und zu den beobachteten Umsatzeinbrüchen in den Folgejahren führte. Die Untersuchung mittels der *t*-Tests bestätigt die bereits festgestellte Entwicklung.⁷⁹⁴

Die **EBITDA-Marge** weist für keine der beiden Untersuchungsdesigns eine signifikante Veränderung nach. Für den Selbstvergleich kann bei einem *p*-Wert von .11 nur eine marginal signifikante Veränderung ($p < .10$) ermittelt werden, die auf eine niedrigere Rendite der Familienunternehmen in den Transaktionsfolgejahren hindeutet. Dieses Resultat bekräftigt die Ergebnisse der univariaten Kontrastanalyse.

Für die **EBIT-Marge** kann hingegen für den Selbstvergleich eine signifikante ($p < .10$) und für den Industrievergleich eine marginal signifikante Veränderung, bei einem *p*-Wert von .11 ($p < .10$), festgestellt werden. Dieses Ergebnis belegt die Konsistenz mit den Resultaten der EBITDA-Marge wie auch den durch die Kontrastanalyse vermittelten Eindruck einer verminderten operativen Gewinnmarge nach dem Zusammenschluss.

Im Zuge der Peer-Group Analyse ist in den Folgejahren des Zusammenschlusses hingegen eine leichte Performanceverbesserung durch die Familienunternehmen zu erkennen. Sie haben sich ex-post nicht nur günstiger als ihre Vergleichsunternehmen entwickelt, sondern konnten, wie die Kontrastanalyse der komparativen Objektanalyse unterstellt, einen relativ geringeren Rückgang der operativen Marge bewirken. Offenbar ist die EBIT-Marge der Vergleichsunternehmen stärker gesunken, als die der familiengeführten Unternehmen. Für die Peer-Group Analyse im univariaten Untersuchungsdesign wurde für die EBIT-Marge als einzige Variable starke Effektgrößen festgestellt. Dies bekräftigt den Eindruck, dass dieser Indikator als ein wesentlicher Ausdruck zur Performancebeschreibung in Relation zu einer Vergleichsgruppe angesehen werden kann.

Die **FCF-Rendite** weist für die Methode im Selbstvergleich keine Unterschiede nach, so dass die Resultate als nicht signifikant angesehen werden. Bei der Peer-Group Untersuchung ist eine signifikante Veränderung ($p < .10$) wahrzunehmen, bei der die Cashflows vor dem Zusammenschluss signifikant höher waren. Der univariaten Kontrastanalyse ist ebenfalls zu entnehmen, dass die Kapitalflüsse der Vergleichsgruppe im Beobachtungszeitraum großen Schwankungen unterliegen, während die Familienunternehmen eine konstante und leicht ansteigende FCF-Rendite zu verzeichnen haben. Offenbar konnten sich familiengeführte Unternehmen soweit diversifizieren, dass diese einen relativ stabilen Kapitalfluss sicherstellen konnten.

⁷⁹⁴ Zur ausführlichen Diskussion um den Wachstumsindikator vgl. die jeweiligen Abschnitte in Kap. und Kap. 6.3.2.

Die Verschuldungsrelation, mit dem Verhältnis aus **NetDebt/ EBITDA**, zeigt für beide Testumgebungen eine für die Transaktionsfolgejahre höhere Verschuldungsquote. Allerdings lassen sich nur für den Selbstvergleich statistisch signifikante Befunde diagnostizieren. Unvorhergesehen ist diese Entwicklung nicht, da diese Entwicklung die Folge transaktions- und konjunkturspezifischer Faktoren ist. Durch die Untersuchungsergebnisse kann ebenfalls belegt werden, dass Familienunternehmen eine zum Teil deutlich geringere Verschuldungsquote aufweisen. Grundsätzlich haben kapitalmarktorientierte Unternehmen einen weitaus höheren Leverage, der vielfach mit höheren Renditeerwartungen verbunden ist.

Die Ergebnisse auf Basis der **Effizienzkennzahlen** sind für sämtliche Indikatoren unspezifisch. Weder für die Relation aus EBIT/ Bilanzsumme noch für den ROCE sind signifikante Veränderungen in den Transaktionsfolgejahren nachzuweisen. Beide Gruppen berichten p -Werte, die deutlich über dem Niveau für statistisch relevante Ergebnisse liegen. Demnach kann davon ausgegangen werden, dass trotz Zusammenschluss und globaler Rezession keine signifikante Entwicklung und somit Verschlechterung der Effizienz stattgefunden hat. Die Daten induzieren für den Industrie und Mehrperiodenvergleich vielmehr einen leichten Anstieg der langfristigen Kapitalrendite der Familienunternehmen.

Zusammengefasst bringen sowohl das multi- und univariate Untersuchungsdesign als auch die Auswertung der verbundenen Stichprobe zum Ausdruck, dass die Performance im Selbstvergleich durch Kennzahlen der gesamten Performancekategorien beschrieben und getrieben wird. Zur nachhaltigen Realisierung der Wachstumsziele sind sowohl das Umsatzwachstum als auch die moderate Entwicklung profitabilitäts- und effizienzsteigernder Variablen verantwortlich. Zur eindeutigen Beschreibung der Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen sind neben EBIT-Marge und FCF-Rendite auch der Grad der Verschuldung, mit der Relation aus NetDebt/ EBITDA, als geeignet anzusehen. Vereinzelt kommt es, bedingt durch die hohe Aggregation der Daten, zu Ergebnisdifferenzen zwischen den beiden Untersuchungssystematiken. Insgesamt belegen die Resultate für den Selbstvergleich einen nicht durch die Transaktion bedingten signifikanten Rückgang der Performancekennzahlen, während im Peer-Group Vergleich statistisch gesehen keine signifikante Entwicklung nachzuweisen ist. Allerdings wird der Eindruck vermittelt, der ebenfalls im Einklang mit den Ergebnissen der multivariaten Untersuchung steht, dass die beobachteten Familienunternehmen im Zeitablauf eine vergleichsweise günstigere Entwicklung vorweisen.

6.5 Abschließende Betrachtung der Ergebnisse

Das Ziel dieses Kapitels war, erstmals die Performance privat gehaltener deutscher Familienunternehmen sowohl im Selbst- als auch im Branchenvergleich anhand ausgewählter jahresabschlussorientierter Kennzahlen zu untersuchen. Zu die-

sem Zweck wurde eine Stichprobe von 48 Familienunternehmen erhoben, die in einem Zeitfenster von 1997 bis 2008 mindestens eine Unternehmensakquisition aufzuweisen habe. Dieser sowie ein weiterer Datensatz mit speziell auf diese Familienunternehmen abgestimmten Vergleichsunternehmen, wurde anhand von zwei Untersuchungsverfahren analysiert. Ausgangspunkt war die grundsätzliche Erkenntnis bisheriger Untersuchungen, dass Familienunternehmen im Rahmen ihrer operativen Tätigkeiten eine langfristig höhere Performance ausweisen als ihre Pendants die Nicht-Familienunternehmen.⁷⁹⁵ Dies führte zu der Arbeitshypothese, dass die Performance von Familienunternehmen auch im Nachgang einer Akquisition höher als bei Nicht-Familienunternehmen sein sollte und zudem eine steigende Tendenz aufweist.⁷⁹⁶ Anhand von 53 Transaktionen wurde die Performanceveränderung der Familienunternehmen sowohl im Selbstvergleich – ex ante/ ex post-Analyse – als auch im Branchenvergleich – komparative Objektanalyse – untersucht. Ergänzend zur multivariaten Untersuchungsmethode wurde auf Basis der isolierten Performanceindikatoren eine empirische Analyse mittels verbundener Stichproben durchgeführt. Beide Verfahren weisen valide und konsistente Ergebnisse auf, die wie folgt zusammengefasst werden können.

Aus der Analyse im Selbstvergleich lässt sich festhalten, dass die Untersuchung ungeachtet der vergleichsweise kleinen Stichprobe von 53 Familienunternehmen zu validen und interpretierbaren Ergebnissen kommt, die als Basis für die Analyse der langfristige Entwicklung von Familienunternehmen nach einem Unternehmenszusammenschluss herangezogen werden können. Die Resultate des Selbstvergleichs konstatieren, dass die Performance der Unternehmen nach der Transaktion keine statistisch signifikanten Veränderungen vorweist. Die Unternehmen erwirtschaften nach einer Transaktion zwar keine höhere Rendite, weisen aber auch keine signifikant schlechteren Renditen aus, die als Beleg für eine missglückte Transaktion gewertet werden könnten. Die schwachen Effekte um den Transaktionszeitpunkt sind auf transaktionsbedingte Veränderungen zurückzuführen. Es kann belegt werden, dass die operativen Gewinnmargen trotz Akquisition und Umsatzrückgang stabil bleiben, die Nettoverschuldung nur einer leichten Schwankung unterliegt, und die Cashflow-Rendite im Beobachtungszeitraum kontinuierlich ansteigt. Es bleibt jedoch zu ergründen, auf welche Ursachen diese Stabilität und die substantiellen Umsatzrückgänge in den Transaktionsfolgejahren zurückzuführen sind, da der Umsatz einen wesentlichen Performance- und Vergleichsindikator darstellt und somit nennenswerten Einfluss auf die Interpretation der Gesamtergebnisse ausübt. Sind die Beobachtungen Folgeerscheinungen der Unternehmenszusammenführung oder

⁷⁹⁵ Vgl. *Dyer/ Sanchez* (1998); *Habbershon/ Williams* (1999); *La Porta et al.* (2000); *Klein* (2000b); *Schulze et al.* (2001); *Anderson/ Reeb* (2003b); *Dyer* (2006); *Astrachan/ Zellweger* (2008b).

⁷⁹⁶ Demgegenüber stehen die Ergebnisse historischer Studien zur Akquisitionsperformance von börsennotierten Unternehmen, die mehrheitlich auf eine negative Performance infolge eines Zusammenschlusses hinweisen, vgl. *Meeks* (1977); *Asquith et al.* (1983); *Ravenscraft/ Scherer* (1989); *Datta/ Puia* (1995); *Sudarsanam* (2003); *Conn et al.* (2005); *Martynova/ Renneboog* (2008).

Nachwirkung eines branchenübergreifenden Konjunkturrückgangs? Dieser Frage widmet sich der folgende Abschnitt, der sich mit der komparativen Objektanalyse auseinandersetzt und die Familienunternehmen im Vergleich zur jeweiligen Industrie untersucht.

Auch die komparative Objektanalyse lässt den Schluss zu, dass diese valide und interpretierbare Ergebnisse hervorbringt. Auf Basis dieser Resultate lässt sich eine Evaluierung der langfristigen Performance zwischen Familienunternehmen und ihrer jeweiligen Vergleichsgruppe vornehmen. Die gesamten Untersuchungsergebnisse fallen im Vergleich zur ex ante/ ex post Analyse etwas schwächer aus, da hier aggregierte Daten in die Untersuchung mit einfließen. Dennoch deuten die Ergebnisse durch die Verwendung von Effektgrößen – ein Maß für die Bedeutung von Veränderungen – sowie dem Bündel der sieben Performanceindikatoren darauf hin, dass eine Divergenz zwischen den beiden Unternehmensformen vorliegt. Sowohl die Werte für das Umsatzwachstum als auch die Ergebnisse für EBIT-Marge, ROA und ROCE dokumentieren eine über dem Industriedurchschnitt liegende Performance familiengeführter Unternehmen. Die Nettoverschuldung der Familienunternehmen ist für den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich geringer als die der Vergleichsunternehmen. Zwar konnte ein kurzzeitiger Einbruch der Performancekennzahlen um den Transaktionszeitpunkt festgehalten werden, diese näherten sich in den Transaktionsfolgejahren aber wieder dem langfristigen Durchschnitt an oder konnten teilweise über diesen hinaus zulegen. Insbesondere bei den operativen Kennzahlen, wie EBIT-Marge und ROCE, ist eine kontinuierliche und substantielle Performanceverbesserung in Relation zu den Vergleichsunternehmen zu registrieren.

Da beide Verfahren valide und konsistente Ergebnisse aufweisen, können diese wie folgt zusammengefasst werden:

- ▶ Die Entwicklung der Familienunternehmen, differenziert durch ein Bündel von sieben Performanceindikatoren, weist für den betrachteten Zeitraum von 6 Jahren weder im Selbst- noch im Branchenvergleich übergreifend signifikante Veränderungen auf.
- ▶ Ungeachtet der branchenweiten Umsatzeinbrüche dokumentieren erfolgreiche Familienunternehmen im Vergleich zu ihren Branchenunternehmen eine Widerstandsfähigkeit der Performanceindikatoren.
- ▶ Im Selbstvergleich zeigen Familienunternehmen absolute, robuste Profitabilitäts- und Effizienzentwicklungen, während die Indikatoren im Peer-Group Vergleich relative Profitabilitäts- und Effizienzsteigerungen ermitteln.
- ▶ Die Gesamtheit der ausgewählten Kennzahlen verschiedener Performancekategorien beschreiben valide das Kollektiv der Familienunternehmen, während im Branchenvergleich die Kennzahlen EBIT-Marge, Verschuldungsgrad (NetDebt/ EBITDA) und ROCE die wesentlichen Performanceindikatoren darstellen.

- ▶ Familienunternehmen dokumentieren bereits vor dem Zusammenschluss eine überdurchschnittliche Performance gegenüber ihren jeweiligen Branchenunternehmen und können trotz Akquisition und Rezession im Untersuchungszeitraum ihre vorteilhafte Position durch profitables Wachstum weiter ausbauen.
- ▶ Für die Mehrzahl der einzelnen Performanceindikatoren ist bei isolierter Betrachtung der Zeitintervalle XT-/ TX+Jahre keine signifikante Veränderung festzustellen.
- ▶ Die gefundenen Ergebnisse sind, hinsichtlich der Performanceunterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen, konsistent mit bestehenden Untersuchungen. In Bezug auf den Akquisitionserfolg, der in der vorliegenden Arbeit eindeutig als positiv zu bewerten ist, kommt diese Untersuchung damit zu kontroversen Ergebnissen, die mit der Mehrheit der bestehenden Untersuchungsergebnissen nicht zu vergleichen sind.⁷⁹⁷

Die gefundenen Ergebnisse mögen Anstoß für vielfältige und intensive Diskussionen geben, aus denen sich hoffentlich weiterer Forschungsbedarf ableiten lässt. Die fortschreitende Veröffentlichung von Jahresabschlüssen und die vermehrte Forschung zu familienbezogenen Themen lässt darauf hoffen, dass zukünftig der Zugang zu externen Rechnungslegungsdaten privat gehaltener Unternehmen erleichtert wird, um Antworten auf althergebrachte sowie neu aufgeworfene Fragen zu finden. Hier gilt es, weitere Forschungslücken zu schließen und den Stand der Akquisitionsforschung über Familienunternehmen dem der Groß- und kapitalmarkt-orientierten Unternehmen anzugleichen. Die vorliegende Untersuchung stellt einen ersten Schritt in diese Richtung dar.

Hinter der Mehrheit der zahlreichen Zusammenschlüsse bei familiengeführten Unternehmen, insbesondere vor dem Hintergrund der stets stärker werdenden Regionalisierung der Märkte, sind klare industrielle Logiken und Strategien erkennbar. Deren erfolgreiche Umsetzung hängt nicht zuletzt von einer erfolgreichen Vor- und Nachbereitung in Form einer ausgiebigen Identifikations- und Konzeptionsphase bzw. vom Post-Merger-Management ab und ist maßgeblich für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit.

Den Ergebnissen der Untersuchung zufolge sind deutsche Familienunternehmen in ihrem Handeln äußerst erfolgreich. Unter der Annahme, dass das ausgewählte Bündel an Performanceindikatoren den Erfolg eines Unternehmens wie auch den einer Transaktion valide beschreiben kann, zeigen familiengeführte Unternehmen bereits vor einem Zusammenschluss eine relativ bessere Performance als ihre direkten Vergleichsunternehmen. Die untersuchten Unternehmen konnten ihre dominante Position hierbei nicht nur historisch, sondern auch im Zeitablauf sowie in Relation zu ihrem jeweiligen Industriezweig beibehalten oder sogar teilweise steigern. Neben dem Zusammenschluss waren branchenweit Firmen von einem deutlichen Umsatzrückgang betroffen, doch die untersuchten Familienunternehmen konnten Maßnahmen

⁷⁹⁷ Vgl. hierzu ausführlich die Abschnitte zur Diskussion der Studienergebnissen in Kapitel 4.3.

implementieren und umsetzen, die nicht nur einen äquivalenten Renditerückgang verhinderten, sondern im Vergleich mit ihrer jeweiligen Branche ihre Überlegenheit weiter ausbauen. Offenbar haben nicht nur die bereits im Verlauf dieser Analyse diskutierten Maßnahmen, sondern auch die aktive Beteiligung und Kontrolle durch das Konstrukt Familie, zu der diagnostizierten Performanceentwicklung geführt.

Intuitiv stellt sich nun die Frage nach spezifischen Charakteristika potentiell erfolgreicher und akquirierender Familienunternehmen. Die Vorstellung, dass akquirierende Familienunternehmen im Industrievergleich stets überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften müssen, um langfristig Erfolg vorweisen zu können, ist zweifellos fragwürdig, dennoch scheint sich diese Auffassung für die hier untersuchte Stichprobe im Rahmen der Peer-Group Analyse im Wesentlichen zu bestätigen. Gleichzeitig deutet aber der Selbstvergleich darauf hin, dass eine konstante operative Rendite einhergehend mit stabilen Cashflows und einer angemessenen Nettoverschuldung die Basis für die hier ermittelten Performanceunterschiede bildet.

Dieses Resultat wirft schließlich die Frage nach den treibenden Faktoren einer erfolgreichen Übernahme durch familiengeführte Unternehmen auf, die jedoch mit den in dieser Arbeit zugrunde liegenden Informationen nicht zu beantworten ist. Gleichwohl kann aus der Präsenz des Kollektivs Familie im Unternehmen und deren Beteiligung am Eigenkapital eine erste Indikation abgeleitet werden, die den Rückschluss zulässt, dass die aktive oder passive Mitarbeit der Familie im Unternehmen einen grundsätzlich positiven Einfluss auf die Performanceentwicklung beschreibt.⁷⁹⁸

Aus dieser Mitarbeit bzw. Einfluss erwachsen die Eigenarten dieses spezifischen Unternehmenstyps und somit auch der positive Einfluss im Rahmen einer Unternehmensübernahme. Die spezielle Interaktion der Sozialsysteme Familie und Unternehmen führt offenbar zur Herstellung von Synergieeffekten und bestimmten Wettbewerbsvorteilen, die die Familienunternehmen im Zuge der Übernahmen und vorherrschenden Umsatzeinbrüche im Untersuchungszeitraum heben konnten.

Durch die langfristige Orientierung und die damit verbundenen Perspektiven für die Eigentümer machen sich Familienunternehmen frei von überhöhten Renditeerwartungen und sind auf diese Weise in der Lage, Zusammenschlüsse und die damit einhergehenden Strategien intelligent umzusetzen.⁷⁹⁹

Ungeachtet der organisationsökonomischen Besonderheiten, wie z.B. einer geringeren Nettoverschuldung und einem stärkerem Interesse an finanzieller Eigenständigkeit, sind familiengeführte Unternehmen durchaus in der Lage eine im Vergleich zur jeweiligen Industrie gleichwertige oder auch höhere langfristige Kapitalrendite

⁷⁹⁸ Diese Ergebnisse decken sich mit Ergebnissen anderer Studien, die einen positiven Effekt beobachten. Dazu zählen, wie in Kap. 4.3 aufgelistet, u.a. *Sachs* (2007), *Engelskirchen* (2007) sowie allgemein zu Familienunternehmen *Jaskiewicz* (2006) und *Maury* (2006).

⁷⁹⁹ Vgl. hierzu auch *Schlippe et al.* (2009), S. 11.

zu erwirtschaften.⁸⁰⁰

Zusätzlich schaffen es die Unternehmen, ihre spezifischen Ressourcen, wie z.B. Vertrauen und Loyalität, in ein einzigartiges Bündel von Ressourcen zu verwandeln und eine Verbindung von Familien und Unternehmen zu schaffen, die es den Familienunternehmen ermöglicht, Problemstellungen und Konflikte zu meistern und wechselseitige Interessen in Einklang zu bringen.⁸⁰¹ Neben diesen Ressourcen scheinen aber auch eine höhere Flexibilität und Geschwindigkeit in den Entscheidungsprozessen vorhanden zu sein, die zu verminderten Transaktionskosten, bzw. unter Berücksichtigung des Faktors Vertrauen, zu geringen Agency-Kosten führen.⁸⁰²

Die möglichen Ursachen für einen langfristig erfolgreichen Zusammenschluss sind noch bedeutend vielfältiger. Einen Anhaltspunkt über weitere aus den Untersuchungen ableitbare Erfolgsdeterminanten vermitteln die Abschnitte zur Beurteilung der verschiedenen Studien in Kapitel 4.3. Diesen ist eine Auswahl zusätzlicher potentieller Gründe für die positive Performance von Familienunternehmen zu entnehmen.

Auf Mikroebene scheinen die Ergebnisse zumindest ihre Gültigkeit zu bestätigen, aber wie sieht es mit Implikationen für den Gesamtmarkt aus? Die Daten dieser 53 Transaktionen liefern Evidenz dafür, dass bei Übernahmen Familieneinfluss einen positiven Effekt auf die finanzielle Performance private Familienunternehmen ausübt. Vor diesem Hintergrund stellt sich nun die Frage, inwiefern diese Erkenntnis einen allgemeinen Rückschluss auf die Wachstumsalternative M&A zulässt. Um auch künftig im globaler werdenden Wettbewerb um Innovationen, Absatzmärkte sowie Ressourcen handlungs- und wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen sich Unternehmen, wenn sie an ihre organischen Wachstumsgrenzen stoßen, über alternative Wachstumspfade Gedanken machen. Intensiv vorbereiteten Unternehmen, die einen substantiellen Fokus auf Identifikation und Auswahl der Transaktionspartner legen, - sei es durch eigene oder externe Recherche, die zudem finanziell stabil aufgestellt sind und strategischen Zielvorstellungen einer kurzfristigen Renditeorientierung den Vorrang geben - für die kann M&A eine sinnvolle und nachhaltige Wachstumsalternative darstellen. Gestützt wird diese These durch die Ergebnisse der hier vorliegenden empirischen Untersuchung familiengeführter Unternehmen, die M&A als ein Vehikel zur erfolgreichen Überwindung organischer Wachstumsdefizite identifiziert.

⁸⁰⁰ Zur Diskussion um den komparative Erfolg von Familienunternehmen siehe Abschn. 6.3.2.4.

⁸⁰¹ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 3.5.3 sowie *Chrisman et al.* (2009); *Levie/ Lerner* (2009) und *Chirico et al.* (2011).

⁸⁰² Vgl. hierzu ausführlich Kap. 3.5.2 sowie *Schlippe et al.* (2009).

Kapitel 7

Zusammenfassung und Beurteilung der Ergebnisse

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse dieser Forschungsarbeit zum Thema der langfristigen Entwicklung von Übernahmen bei Familienunternehmen abschließend zusammengefasst und beurteilt. Hierzu erfolgt zunächst eine kurze Resümee bevor eine Ergebnisdarstellung gemäß der im Kapitel Problemstellung und Zielsetzung aufgeworfenen Forschungsfragen erfolgt. Unterteilt nach einem spezifisch wissenschaftlichen Beitrag und der konkreten Bedeutung für die Praxis, findet eine abschließende Beurteilung der Ergebnisse statt. Daran schließen sich die Einschränkungen der Arbeit im Kontext zu erwartender Verzerrungen an sowie ein Ausblick für zukünftige Forschungsvorhaben.

7.1 Analyseergebnisse und ihr spezifischer Beitrag

7.1.1 Resümee

Die Akquisitionsperformance von Familienunternehmen in Deutschland wurde im Rahmen der vorliegenden Arbeit aus verschiedenen Perspektiven betrachtet. Sowohl aus theoretischer Sicht, als auch mithilfe einer empirischen Studie konnte belegt werden, welchen Stellenwert Familienunternehmen in Forschung und Praxis heute einnehmen und in Zukunft einnehmen sollten. Ungeachtet der breit gefächerten Literatur zu Charakteristika und dem Kontinuum aus Familie und Unternehmen, genoss die Familienunternehmensforschung zunächst ein Nischendasein. Erst die Diskussion um wertorientiertes und nachhaltiges Wirtschaften sowie die Abkehr von kurzfristigen Renditezielen, brachte zu Beginn des 21. Jahrhunderts Familienunternehmen und deren Forschung in den breiteren Fokus der Öffentlichkeit. Erste deutsche theoretische und empirische Studien verhalfen dem Forschungsgebiet zu vermehrter Anerkennung.⁸⁰³ Diese Untersuchungen lieferten zunächst wertvolle Informationen zu den beobachteten Performanceunterschieden zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Die empirische Forschung zu Familien-

⁸⁰³ Vgl. u.a. *Simon (1996); Hennerkes/ Kirchdörfer (1997); Klein (2000b); May (2000).*

unternehmen und deren Akquisitionstätigkeit ist hingegen unzureichend.⁸⁰⁴ Bislang basierte die einschlägige Forschung zumeist auf großen Publikumsgesellschaften und Studien aus dem US-amerikanischen Raum. Allerdings können die gefundenen wissenschaftstheoretischen Grundlagen sowie empirischen Ergebnisse der heterogenen und mittelständisch geprägten deutschen Firmenlandschaft nicht in Ansätzen gerecht werden. Mit einem Datensatz, der sich ausschließlich auf privat gehaltene Familienunternehmen bezieht, fokussiert sich die vorliegende Arbeit auf die Analyse der langfristigen Erfolgsmessung von Übernahmen durch familiengeführte Unternehmen.

Neben der theoretischen Aufarbeitung, die sich mit den zugrunde liegenden Konzepten wie der Agency-Theorie und der Disziplinierung von Agency-Konflikten bei Familienunternehmen und M&A auseinandersetzt, verbunden mit Überlegungen beruhend auf der Ressourcen-Theorie, die die spezifischen Ressourcenpräsenz und -übertragung diskutieren, bieten beide Theoriegerüste Ansatzpunkte zur Erklärung der beobachteten Performanceunterschiede. Bisherige empirische Untersuchungen zur Divergenz von Familien- und Nicht-Familienunternehmen kommen zu dem Ergebnis, dass Familienbezug offenbar einen positiven Einfluss auf den Erfolg bei Unternehmenszusammenschlüssen ausübt. Grundsätzlich bleibt festzuhalten, dass unabhängig von der Höhe des Anteilsbesitz gilt, solange eine Familienpräsenz im Unternehmen vorhanden ist und sich Familienmitglieder aktiv oder passiv im Geschäftsbetrieb engagieren, sorgt dies für eine gesteigert Performance.⁸⁰⁵ Unter der Annahme, dass das ausgewählte Bündel an Performanceindikatoren den Erfolg eines Unternehmens wie auch den einer Transaktion valide beschreibt, zeigen die hier betrachteten familiengeführten Unternehmen bereits vor einem Zusammenschluss eine relativ bessere Performance als ihre direkten Vergleichsunternehmen. Die untersuchten Unternehmen konnten ihre dominante Position hierbei nicht nur historisch, sondern auch im Zeitablauf sowie in Relation zu ihrem jeweiligen Industriezweig beibehalten oder sogar teilweise steigern. Der Gesamtvergleich zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen ergibt hinsichtlich der Akquisitionsfähigkeiten einen Performancevorsprung von Betrieben mit präsentem Familienbezug. In den folgenden Abschnitten werden die diagnostizierten Ergebnisse ausführlich dargestellt und hinsichtlich ihrer spezifischen wissenschaftlichen oder praktischen Relevanz erläutert, bevor sich der letzte Abschnitt kritisch mit der Transmission der Ergebnisse einer solchen Studie auseinandersetzt.

⁸⁰⁴ Vgl. hierzu Kapitel 4.4.

⁸⁰⁵ Vgl. *Jaskiewicz* (2006), *Leiber* (2008) aber auch *Zellweger* (2007), der in der Diskussion um den Familieneinfluss im Management, Verwaltungsrat und am Eigentum eines privat gehaltenen Unternehmens auf dessen Performance, zu differenzierten Ergebnissen kommt.

7.1.2 Spezifischer wissenschaftlicher Beitrag

Die vorliegende Arbeit orientierte sich an den im ersten Kapitel formulierten vier Teilfragen zur Beantwortung der vorliegenden Forschungsfrage.⁸⁰⁶ Das Ziel der ersten Frage war es, eine Arbeitsdefinition zu wählen, anhand derer eine Performanceuntersuchung akquirierender Familienunternehmen theoretisch wie praktisch sinnvoll und valide ist. Anhand der Vielfalt der verschiedenen Definitionen durch Wissenschaftler und Institutionen konnte belegt werden, wie heterogen Familienunternehmen in Wissenschaft und Wirtschaft in Erscheinung treten und unterschiedlich diskutiert werden. Zudem wurden mit der Agency-Theorie sowie des ressourcenbasierten Ansatzes zwei Forschungsrichtungen vorgestellt, die die dominante Position dieser Firmen in Bezug auf deren Unternehmens- und M&A-Performance zu erklären versuchen. Es konnte ebenfalls hervorgehoben werden, dass ein einheitlicher Theorierahmen zur Erklärung des Kontinuums aus Familie und Unternehmen noch nicht besteht.

Die zweite Teilfrage der vorliegenden Arbeit beschäftigte sich mit der Frage nach einer geeigneten Untersuchungsmethode, die den Autor in die Lage versetzt, die Performance von Akquisitionen bei privat gehaltenen Familienunternehmen ökonomisch sinnvoll zu untersuchen und die zugleich in Deutschland durchführbar ist. Anhand einer umfassenden Analyse nationaler wie internationaler Publikationen zur Performanceforschung bei Familienunternehmen konnten für Deutschland nur wenige Veröffentlichungen zu diesem Forschungsgegenstand identifiziert werden. Hierzu wurden die drei gängigsten Methoden ausführlich auf ihre Anwendbarkeit in Bezug auf den Forschungsgegenstand hin überprüft. Zusammenfassend kann konstatiert werden, dass die jahresabschlussorientierte Messmethode den Anforderungen der hier zugrunde gelegten Untersuchungszielen am ehesten gerecht wird. Trotz der mitunter schwierigen Datengewinnung bei privat gehaltenen Familienunternehmen kann diese als ein Verfahren identifiziert werden, das bei derzeitiger verfügbarer Datenlage zu objektiven und quantifizierbaren Ergebnissen hinsichtlich der Performanceentwicklung akquirierender Familienunternehmen gelangt und zudem auf Deutschland anwendbar ist. Aus diesem Grund ist dieser Ansatz zur Messung der langfristigen Entwicklung von Familienunternehmen infolge einer Akquisition eindeutig den anderen Messmethoden – der Erfolgsmessung durch Befragung wie auch der kapitalmarktorientierten Messmethode – vorzuziehen. Eine Anwendung dieser Methode fand bisher aufgrund einer mangelnden Datenbasis an privat gehaltenen Familienunternehmen nicht statt.

Die dritte Untersuchungsfrage bezog sich auf die Performance der Familienunternehmen im Selbstvergleich. Der verwendete Datensatz besteht aus 53 Akquisitionen, die in einem Zeitraum zwischen 1997–2008 durchgeführt wurden und anhand von sieben jahresabschlussbasierten Kennzahlen die Transaktionsperformance familiengeführter Unternehmen abbilden. Die Resultate des Selbstvergleichs konsta-

⁸⁰⁶ Vgl. ausführlich Kapitel 1.2.

tieren, dass die Performance der Unternehmen nach der Transaktion keine statistisch signifikanten Veränderungen vorweisen. Die Unternehmen erwirtschaften nach einer Transaktion zwar keine höheren Renditen, weisen aber auch keine signifikant schlechteren Renditen aus, die als Beleg für eine missglückte Transaktion gewertet werden könnten. Die schwachen Effekte um den Transaktionszeitpunkt sind auf transaktionsbedingte Veränderungen zurückzuführen. Es kann statistisch belegt werden, dass die operativen Gewinnmargen trotz Akquisition und Rezession konstant bleiben, die Nettoverschuldung einer leichten Schwankung unterliegt, während die Cashflow-Rendite im Beobachtungszeitraum kontinuierlich ansteigt.

Die Untersuchung der letzten Teilfrage, die die Performance der beobachteten Familienunternehmen im Industrievergleich thematisiert, kommt zu überraschenden Ergebnissen. Die Ergebnisse deuten auf eine Divergenz zwischen den Unternehmensformen der Familien- und Nicht-Familienunternehmen bei Akquisitionen hin. Sowohl die Werte für das Umsatzwachstum als auch die Ergebnisse für EBIT-Marge, ROA und ROCE dokumentieren eine über dem Industriedurchschnitt liegende Performance familiengeführter Unternehmen. Erwartungsgemäß ist die Nettoverschuldung der Familienunternehmen für den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich niedriger als die der Vergleichsunternehmen. Vielfach musste ein kurzzeitiger Einbruch der Performancekennzahlen um den Transaktionszeitpunkt festgehalten werden, der sich in den Folgejahren aber wieder dem langfristigen Mittel annäherte und über diesen hinaus zulegte. Insbesondere bei den operativen Kennzahlen wie EBIT und ROCE ist eine kontinuierliche und zum Teil substantielle Performanceverbesserung in Relation zu den Vergleichsunternehmen zu registrieren. Diese Erkenntnis stellt einen wesentlichen Unterschied zu bisherigen Studien dar, die zwar die dominante Performance von Familienunternehmen hervorheben, aber bzgl. der allgemeinen M&A-Performance zu eher negativen Ergebnissen kommen.⁸⁰⁷ Zu vergleichbaren Ergebnissen kommt diese Studie in Bezug auf akquirierende Familienunternehmen, die eine Dominanz von familiengeführten Unternehmen hinsichtlich der langfristigen Performanceentwicklung sowohl im Selbst- als auch im Industrievergleich erkennen lassen.⁸⁰⁸

7.1.3 Bedeutung für die Praxis

Die vorliegende Arbeit bietet auch aus praktischer Sicht äußerst interessante Ergebnisse. Wie die Performance-Analysen in Kapitel 6 belegen, zeigen Familienunternehmen sowohl im Selbst- als auch im Industrievergleich eine markante Performan-

⁸⁰⁷ Vgl. hierzu die empirischen Studien zur Performance von Familienunternehmen durch *Leiber* (2008), *Jaskiewicz* (2006) und *Zellweger* (2007) sowie zur M&A-Performance vgl. *Moeller et al.* (2004), *Conn et al.* (2005), *Gregory/ McCorriston* (2005), *Sudarsanam/ Mahate* (2006), *Tuch/ O'Sullivan* (2007), *Papadakis/ Thanos* (2010) und *Thanos/ Papadakis* (2012).

⁸⁰⁸ Vgl. hierzu *Ben-Amar/ André* (2006), *Engelskirchen* (2007), *Basu et al.* (2009) sowie *Feito-Ruiz/ Menéndez-Requejo* (2010).

ce. Basierend auf der vergleichenden Analyse von Jahresabschlüssen bei 48 privatgehaltenen Familienunternehmen mit börsennotierten Gesellschaften vergleichbarer Größe und Branche, kann für die untersuchten 53 Transaktionen ein positives Fazit gezogen werden. Zwar mussten die analysierten Familienunternehmen, ungeachtet ihrer zum Teil diversifizierten Geschäftsmodelle, zwischen den Jahren 2006 und 2010 drastische Umsatzeinbrüche hinnehmen, dennoch haben sie den zuvor getätigten Unternehmenszusammenschluss und die im Untersuchungszeitraum vorherrschende Rezession vergleichsweise gut überstanden.⁸⁰⁹ Die Resultate des Selbstvergleichs konstatieren, dass die Performance der Familienunternehmen im Nachgang der Transaktion keine statistisch signifikanten Veränderungen vorweisen. Die Unternehmen erwirtschaften nach einer Transaktion zwar keine höheren Renditen, weisen aber auch keine signifikant schlechteren Renditen aus, die als Beleg für eine missglückte Transaktion gewertet werden könnten. Die schwachen Effekte um den Transaktionszeitpunkt sind auf transaktionsbedingte Veränderungen zurückzuführen. Es kann belegt werden, dass die operativen Gewinnmargen trotz Akquisition und Rezession konstant bleiben, die Nettoverschuldung einer leichten Schwankung unterliegt, während die Cashflow-Rendite im Beobachtungszeitraum kontinuierlich ansteigt.

Offenbar konnte durch konsequentes Kosten- sowie Liquiditäts- und Bestände-management ein substantieller Umsatzrückgang zu einem wesentlichen Teil kompensiert werden, ohne dass dies zu Lasten des operativen Geschäfts, der Investitionen und laufender Entwicklungsvorhaben ging.⁸¹⁰ Zugleich lassen die Ergebnisse vermuten, dass nicht nur durch harte Einschnitte auf der Kostenseite sondern auch durch den Abbau von Forderungen und Vorräten ein Liquiditätsstock aufgebaut werden konnte, um nicht nur solide Kennzahlenrelationen aufrechtzuerhalten, sondern vergleichsweise unbeschadet wenn nicht sogar bestens gerüstet aus der Krise hervorzugehen.⁸¹¹ Maßvolle Ausschüttungsforderungen der Anteilseigner könnten hierzu ebenfalls einen wesentlichen Beitrag geleistet haben.

Der Abgleich der Familienunternehmen mit einer industriespezifischen Vergleichsgruppe deutet auf eine Ergebnisdivergenz zwischen den Unternehmensformen der Familien- und Nicht-Familienunternehmen bei Akquisitionen hin. Sowohl die Werte für das Umsatzwachstum als auch die Ergebnisse für EBIT, ROA und ROCE dokumentieren eine über dem Industriedurchschnitt liegende Performance familiengeführter Unternehmen. Erwartungsgemäß ist die Nettoverschuldung der Familienunternehmen für den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich niedriger als die der Vergleichsunternehmen. Vielfach musste ein kurzzeitiger Einbruch der Performancekennzahlen um den Transaktionszeitpunkt festgehalten werden, der sich in den Folgejahren aber wieder dem langfristigen Mittel annäherte und über diesen hinaus zulegte. Insbesondere bei den operativen Kennzahlen wie EBIT und ROCE

⁸⁰⁹ Vgl. hierzu ausführlich Kap. 6.5.

⁸¹⁰ Vgl. *Hauer/ Keese* (2011), S. 48-49; *Rödl & Partner* (2011), S. 3-19.

⁸¹¹ Diese Relationen werden in der Praxis vielfach als Financial Covenants bezeichnet und dienen sowohl der Transparenz als auch zur Risikoprävention, vgl. Kap. 6.3.1 sowie *Haghani et al.* (2008).

ist eine kontinuierliche und substantielle Performanceverbesserung in Relation zu den Vergleichsunternehmen zu registrieren.

Neben den Erkenntnissen aus dem Intra-Familienvergleich lassen die Ergebnisse zudem vermuten, dass die Familienunternehmen im Vergleich zu den Branchenunternehmen auch zu Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise nichts an ihrer Innovationskraft verloren haben. Sie investieren weiterhin einen deutlich höheren Anteil der Cashflows in den Ausbau und die Modernisierung der Produktionsanlagen, weisen mitunter eine höhere Eigenkapitalquote auf und halten eine höhere Liquidität vor.⁸¹² Die oft beschworenen Besonderheiten der nicht börsennotierten Familienunternehmen – zu denen insbesondere ein langfristig orientierter Planungshorizont, die Unabhängigkeit von kurzfristigen Renditevorgaben oder Berichtspflichten wie auch die hohe unternehmerische Verantwortung der Familie und nicht zuletzt die konservative Finanzierungsphilosophie zählen – manifestieren sich auch in der Phase der Krisenbewältigung und verhelfen zu einer guten Ausgangssituation für moderates Wachstum im Nachgang der Transaktion sowie des konjunkturellen Aufschwungs.⁸¹³

Auch in Bezug auf Nachwuchs- und Führungskräfte, die den Einstieg in einem Familienunternehmen in Erwägung ziehen, bietet diese Studie verschiedene Ansatzpunkte. Die Feststellungen im Rahmen der Diskussion um die Disziplinierung von Agency-Konflikten oder die besondere Förderung von Ressourcenspezifität, können Nachwuchskräfte in ihrer Entscheidungsfindung sinnvoll unterstützen.⁸¹⁴ Es konnte gezeigt werden, dass unabhängig von anorganischen Wachstumsstrategien und vorherrschender Rezession im Untersuchungszeitraum Familienunternehmen nichts an ihrer Entwicklungs- und Innovationsfreude eingebüßt haben. Sehen Bewerber genug Entwicklungspotential für eine motivierte Zusammenarbeit, können sie von einer langfristig ausgerichteten Firmenstrategie eines Familienunternehmens profitieren. Trotz einer gewissen Distanz zu den Kapitalmärkten zeigen familiengeführte Unternehmen – durch den Rückhalt der Familie als Groß- bzw. Ankeraktionär oder auch als Alleineigentümer –, dass sie in der Unternehmensführung sowohl erfolgreich und stabil als auch international und renditestark sein können.

7.2 Einschränkungen der Arbeit und Ausblick

Abschließend werden Einschränkungen der Studie angeführt, die möglicherweise die Aussagekraft oder die Transmission der Ergebnisse vermindern könnten. Zugleich bieten diese Einschränkungen aber auch neue Ansatzpunkte zur weiteren Erforschung der Charakteristika und Performance von Akquisitionen bei Familienun-

⁸¹² Vgl. hierzu Kap. 6.3.2 als auch Rödl & Partner (2011), S. 3-19; Wimmer et al. (2009), S. 26.

⁸¹³ Vgl. Wimmer et al. (2009), S. 5-6; Frey et al. (2010), S. 37-40; Roland Berger Consulting (2010), S. 10-24; sowie Handelsblatt (2012b).

⁸¹⁴ Vgl. hierzu Kap. 3.5.

ternehmen. Der untersuchte Datensatz generiert sich aus einer Stichprobe von Familienunternehmen, die im Untersuchungszeitraum maximal eine Transaktion durchgeführt haben, und die über verschiedene Quellen zusammengestellt wurde.⁸¹⁵ Bei Auswahl der Unternehmen könnte ein systematischer Fehler aufgetreten sein, der zur Verzerrung der Untersuchungsergebnisse führt. Der Selektionsbias, der durch eine ungewollte Selektion von Unternehmen bereits vor Erhebungsbeginn induziert wird, kann zu systematischen Unterschieden zwischen den Gruppen, die miteinander verglichen werden, führen. So kann der festgestellte Unterschied zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen lediglich darauf beruhen, dass in der Stichprobe der Familienunternehmen nur Unternehmen vorhanden sind, die ohnehin schon eine gute Marktposition und Rentabilität aufweisen. Der gemessene Unterschied ist dann lediglich ein scheinbarer Unterschied und beschreibt eine systematische Verzerrung, durch mangelnde Berücksichtigung einer das Resultat der Studie beeinflussenden Unternehmen.⁸¹⁶

Ebenfalls kritisch kann der branchenübergreifende Ansatz der vorliegenden Studie gesehen werden. Zwar befinden sich vorrangig Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in dem Datensatz, dennoch können die Ergebnisse nur bedingt auf Unternehmen einzelner Sektoren übertragen werden. Hier wäre eine isolierte Betrachtung der Transaktionsperformance einzelner Branchen vorteilhaft. Die Auswirkungen von familienspezifischen Charakteristika gepaart mit Sektorspezifika, wie unterschiedliche Kapitalintensität und Planungshorizonte, könnten sich verschieden auf Betriebe im Dienstleistungssektor oder dem Handel auswirken.

Auch die Konzentration auf ausschließlich deutsche Unternehmen kann als limitierender Faktor angesehen werden. Zwar rechtfertigt die hohe Zahl nicht-börsennotierter Unternehmen und die damit bedingten geringen Auskunfts- und Publikationspflichten, die wiederum zu einer erhöhten Komplexität bei der Datenerhebung führen, diesen Fokus. Dennoch wäre für die Zukunft ein auf europäischer Ebene angestrebter Performancevergleich von Akquisitionen bei privaten Familienunternehmen wünschenswert. Forschungsbeiträge, die diesen Ländervergleich bei kapitalmarktorientierten Familienunternehmen durchgeführt haben und zugleich die zukünftige Forschungsrichtung aufweisen, finden sich bei *Jaskiewicz* (2006) wie auch bei *Homburg/Bucerius* (2006) und *Feito-Ruiz/Menédez-Requejo* (2010).

Des Weiteren kann es bei Performance-Analysen zwangsläufig zu Messungenauigkeiten kommen. Trotz verschärfter Rechnungslegungsvorschriften, die weiterhin Spielräume für eine vorausschauende Unternehmensführung zulassen, sowie manueller und sorgfältiger Berechnung der Performanceindikatoren mittels eines einheit-

⁸¹⁵ Als Grundlage dieser Erhebung dienten neben persönlichen Kontakten die 650 größten Familiengesellschaften in Deutschland, ferner wurden zur Überprüfung von Anteilseignerstrukturen und Transaktionshäufigkeit neben allgemeinen Presseinformationen auf Datenbanken wie Bloomberg, Datastream, Compustat, FactSet Mergerstat Review oder LexisNexis und regionale Datendienstleister wie Creditreform, die Hoppenstaedt Firmendatenbank oder Markus-BvD zurückgegriffen.

⁸¹⁶ Vgl. hierzu den Abschnitt *Verzerrungen im Auswahlprozess* in Kap. 6.2.1.

lichen Erfassungsschemas, können Unschärfen bei der Ermittlung auftreten. Eine Möglichkeit Bilanzierungswahlrechte und somit Ansatz- sowie Bewertungswahlrechte zu nutzen wäre, dass u.U. wesentliche Reparaturen in der Bilanz nicht aktiviert oder Lagerbestände zurückhaltend oder überbewertet bewertet werden.⁸¹⁷ Familiengeführte Unternehmen neigen weder dazu, eine zu gute noch eine zu schlechte Unternehmensbilanz zu präsentieren, sie genießen ihren Ruhm allzu oft lieber in der Stille und bilden Puffer für den stets nahenden Abschwung.⁸¹⁸

Neben Fragen nach geeigneteren quantifizierbaren Performanceindikatoren zur Beschreibung der Transaktionsaktivitäten von Familienunternehmen wäre es ebenfalls interessant zu erfahren, ob finanzierungsbedingte oder auch managementinduzierte Faktoren existieren, die zu einer positiven Transaktionsperformance dieser Unternehmensgattung führen. Auch eine Betrachtung verschiedener Typen von Familienunternehmen unter Berücksichtigung der Transaktionsperformance wäre denkbar.⁸¹⁹ Darüber hinaus wäre der Aspekt der in diesem Zusammenhang verwendeten operativen Steuerungsinstrumente in Verbindung mit der realisierten Unternehmensperformance überprüfenswert. Neben der Vielfalt von weiteren quantitativen Fragen können auch zahlreiche qualitative Fragen aufgeworfen werden. Für die Zukunft wäre daher der Versuch empfehlenswert, qualitative und quantitative Faktoren gemeinsam zu überprüfen.

Die vorliegende Arbeit widmete sich einem heiklen Thema und der Schleier der Verborgenheit, mit dem sich Familienunternehmen häufig umgeben, ist schwerlich zu lüften. Hier spielen eine ganze Reihe von Gründen eine Rolle. Neben der Identifikation von Familienunternehmen und deren Transaktionen, die vielfach nur mittelbar durch ihre Produkte in Erscheinung treten, spielt auch die Verschwiegenheit eine außerordentliche Rolle bei der Suche nach geeigneten Untersuchungspartnern.⁸²⁰ Ein Vorzug dieser Distanz gegenüber der Öffentlichkeit aber auch der Wissenschaft sollte nicht unterschätzt werden, da diese Haltung nicht zuletzt eine vollkommene Konzentration auf das operative Geschäft und die Kunden ermöglicht.

In den letzten Jahren ist aber eine zunehmende Öffnung dieses Unternehmertyps festzustellen.⁸²¹ Das starke nationale wie internationale Wachstum bewirkt automatisch eine erhöhte Visibilität. Aber auch die Herausforderungen des demo-

⁸¹⁷ Vgl. hierzu auch Baetge et al. (2004), S. 33-34; Coenenberg (2005), S. 87-89 und Hennerkes (2012), S. 48.

⁸¹⁸ Hierzu ein Zitat von Brun-Hagen Hennerkes, Vorstand Stiftung Familienunternehmen: „[...] Eine gute Bilanz ist immer besser, als sie aussieht, eine schlechte noch schlechter, als sie auf den ersten Blick erscheint. [...]“

⁸¹⁹ Vgl. Hausch (2004), S. 202-204 hinsichtlich des Performanceeinflusses veränderter Corporate-Governance Richtlinien bei verschiedenen Typen von Familienunternehmen.

⁸²⁰ So bemerkte der persönlich haftende Geschäftsführer eines Automobilzulieferers in einem vertraulichen Gespräch: „[...] So sehr ich Ihren Forschungsschwerpunkt aus eigenem Interesse auch begrüße, so wenig verspürt ein Familienunternehmer einem Außenstehenden Einblick in die Finanzsituation des Unternehmens zu gewähren. Jahrelang konnten wir an unserer Anonymität festhalten und unsere Erfolgskonzepte diskret behandeln. [...]“

⁸²¹ Vgl. u.a. Hausch (2004).

graphischen Wandels, mit einem verschärften Mangel an Fach- und Führungskräften, bewirken eine notwendige größere Sichtbarkeit der Familienunternehmen und tragen zur fortschreitenden wissenschaftlichen Entwicklung dieses Forschungsbereichs bei.⁸²² Diese Entwicklung lässt hoffen, dass zukünftig mehr Unternehmen beabsichtigen, quantitative Informationen zugänglich zu machen, um eine Klärung der aufgeworfenen Fragen zu erwirken. Darüber hinaus kann die Diskussion über die Vorzüge der oft unterschätzten Familienunternehmen durchaus positive Folgeerscheinungen hervorrufen, die zu einem größeren gesellschaftlichen oder politischen Stellenwert führen.

7.3 Fazit der Arbeit

Unternehmenszusammenschlüsse versagen aus vielen verschiedenen Gründen. In der grundlegenden Unzufriedenheit mit dem derzeitigen Erfolg der Transaktionen zeigen sich aber zugleich die strukturellen Defizite dieses Systems, die mitunter Ursache dieses schlechten Abschneidens so zahlreicher Zusammenschlüsse sein kann. Ursachen, die aber durch eine intensivere Vorbereitung und einer kritischeren Auseinandersetzung mit den vorhandenen Ressourcen und tatsächlichen Potentialen einer Transaktion behoben werden können. Die im Volksmund häufig transportierte These, dass Unternehmensübernahmen ausschließlich Werte und Arbeitsplätze vernichten, konnte durch diese Forschungsarbeit widerlegt werden. Vielmehr wurde durch die ermittelten Performanceunterschiede untermauert, dass sich Familienunternehmen nicht nur bedachter und vorbereiteter an ebensolche Transaktionen heranzuwagen sondern zugleich verantwortungsbewusster und zielorientierter die Verwaltung des Gesellschaftsvermögens übernehmen. Die durchgeführte empirische Untersuchung, begleitet durch persönliche Gespräche mit zahlreichen Familienunternehmen, zeigt, dass eine klare Renditeorientierung im Vordergrund steht. Unabhängig davon aber bei den untersuchten Familienunternehmen eine ausgeprägte hohe Verantwortung den Mitarbeitern gegenüber zu bemerken ist, die zu einer mehr oder minder ausgeprägten regionalen Verankerung führt oder geführt hat. Nicht zuletzt tragen auch Akquisitionen dazu bei, die Produktion und somit Arbeitsplätze am Heimatstandort Deutschland zu sichern. Daher ist die kritische Haltung der breiten Öffentlichkeit infolge missglückter Übernahmen oder Heuschrecken-Debatten bei Unternehmenszusammenschlüssen zumindest in Bezug auf Familienunternehmen unberechtigt.⁸²³ Die Ironie dieser Debatte ist, dass insbesondere große Unternehmen trotz eigener M&A-Abteilungen und zahlreicher Berater nicht in der Lage zu sein scheinen, Unternehmenszusammenschlüsse langfristig erfolgreich zu realisie-

⁸²² Hierfür sprechen neben zahlreichen wissenschaftlichen Veröffentlichungen und Lehrstuhlneugründungen auch immer präsenter werdende Verbände wie z.B die *Stiftung Familienunternehmen* bzw. *Die Familienunternehmer* oder speziell auf familiengeführte Unternehmen ausgerichtete Recruiting- und Kontaktmessen.

⁸²³ Vgl. u.a. *Handelsblatt* (2012a) sowie *Handelsblatt* (2012d).

ren.⁸²⁴ Liegt es nun an überhöhten Renditeforderungen seitens der Kapitalmärkte und Anteilseigner oder der Überbewertung von strategischen Wachstums- und Synergiepotentialen. Die diagnostizierten Ergebnisse belegen, dass Familienunternehmen neben der zu bewältigenden Akquisition auch die Finanz- und Weltwirtschaftskrise in den Jahren nach der Transaktion erfolgreich meistern konnten, flexibel auf Produktions- und Absatzschwankungen reagiert haben und zugleich vielversprechende Unternehmensergebnisse erzielen konnten.

⁸²⁴ Vgl. *Bauer* (2012) sowie *Handelsblatt* (2012d).

Literaturverzeichnis

- Achleitner, AK (1999):** Handbuch Investmentbanking, Gabler Verlag.
- Achleitner, AK/ Kaserer, C/ Kauf, T/ Günther, N / Ampenberger, A (2009a):** Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Achleitner, AK/ Kaserer, C/ Kauf, T/ Günther, N / Ampenberger, M (2009b):** Listed Family Firms in Germany (German), *SSRN eLibrary* .
- Achleitner, AK/ Kaserer, C/ Kauf, T / Volk, S (2010):** DAXplus Family - Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen.
- Achleitner, AK/ Kaserer, C/ Günther, N / Volk, S (2011):** Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen - Unternehmensfinanzierung über Schuldschein, Anleihe und Börsengang (Capital Market Financing of Family Firms), Stiftung Familienunternehmen, München.
- Adolph, G/ Mainardi, C / Neely, J (2012):** The Capabilities Premium in M&A, *Strategy and Business* 66.
- Agrawal, A/ Jaffe, JF / Mandelker, GN (1992):** The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly, *The Journal of Finance* 47(4), S. 1605–1621.
- Albrecht, S (1994):** Erfolgreiche Zusammenschlussstrategien: Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden.
- Alchian, AA / Demsetz, H (1972):** Production, Information Costs and Economic Organization, *The American Economic Review* 62(5), S. 777–795.
- Algina, J/ Keselman, HJ / Penfield, RD (2005):** An Alternative to Cohen's Standardized Mean Difference Effect Size: A Robust Parameter and Confidence Interval in the Two Independent Groups Case, *Psychological Methods* 10(3), S. 317–328.
- Amit, R / Schoemaker, PJH (1995):** Strategic Assets and Organizational Rent, *Strategic Management Journal* 14(1), S. 33–46.
- Ampenberger, M (2010):** Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen: Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturrentscheidungen: (Entrepreneurial and Financial Studies), Gabler Verlag.

- Anderson, RC / Reeb, DM (2003a):** Founding-Family Ownership, Corporate Diversification and Firm Leverage, *Journal of Law and Economics* 46(2), S. 653–684.
- Anderson, RC / Reeb, DM (2003b):** Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance* 58(3), S. 1301–1327.
- Anderson, RC/ Mansi, SA / Reeb, DM (2003):** Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt, *Journal of Financial Economics* 68(2), S. 263–285.
- Andrade, GMM/ Mitchell, ML / Stafford, E (2001):** New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives* (15), S. 103–120.
- Andres, C (2008):** Large Shareholders and Firm Performance - An Empirical Examination of Founding-Family Ownership, *Journal of Corporate Finance* 14, S. 431–445.
- Angwin, D (2004):** Speed in M&A Integration, *European Management Journal* 22(4), S. 418–430.
- Angwin, D (2007):** Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): the implications of a configurational approach to performance, *Advances in Mergers & Acquisitions* 6, S. 77–105.
- Ansoff, HI / Weston, JF (1962):** Merger Objectives and Organization Structure, *Quarterly Review of Economics and Business* 2(3), S. 49–58.
- Argyris, C / Schon, DA (1974):** Theory in Practice: Increasing Professional Effectiveness, Jossey-Bass Publishers.
- Asquith, P/ Bruner, RF / Mullins, DWJ (1983):** The Gains to Bidding Firms from Merger, *Journal of Financial Economics* 11(1–4), S. 121–139.
- Astrachan, JH (2010):** Strategy in Family Business: Toward a Multidimensional Research Agenda, *Journal of Family Business Strategy* 1(1), S. 6–14.
- Astrachan, JH / Shanker, MC (2003):** Family Businesses' Contribution to the US Economy: A Closer Look, *Family Business Review* 16(3), S. 211–219.
- Astrachan, JH / Zellweger, TM (2008a):** Die Performance von Familienunternehmen: Literaturübersicht und Orientierungshilfe für künftige Forschungsarbeiten, *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship* 56(1/2), S. 83–108.
- Astrachan, JH / Zellweger, TM (2008b):** Performance of family firms: A literature review and guidance for future research, *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship* 56(1/2), S. 1–22.
- Astrachan, JH/ Klein, SB / Smyrnios, KX (2002):** The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem, *Family Business Review* 15(1), S. 45–58.
- Backhaus, K/ Erichson, B/ Plinke, W / Weiber, R (2000):** Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung, Springer Verlag, Berlin, 9. Aufl.
- Baetge, J/ Huss, M / Niehaus, H (1988):** Die Beurteilung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens mit Hilfe der statistischen Jahresabschlussanalyse, in: W Lücke (Hg.), Betriebswirtschaftliche Steuerungs- und Kontrollprobleme, S. 19–31, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Baetge, J/ Kirsch, HJ / Thiele, S (2004):** Bilanzanalyse, IDW-Verl., Düsseldorf, 2. Aufl.

- Baetge, J/ Schewe, G/ Schulz, R / Solmecke, H (2007):** Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg: Stand der empirischen Forschung und Konsequenzen für die Entwicklung eines Messkonzeptes, *Journal für Betriebswirtschaft* 57(3-4), S. 183–219.
- Baghai, M/ Smit, S / Viguerie, SP (2008):** M&A strategies in a down market, *The McKinsey Quarterly* (4), S. 97–99.
- Baker, G (1986):** Compensation and Hierarchies, *Harvard Business School*.
- Bamberger, B (1994):** Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland: Eine theoretische und empirische Untersuchung, Eul, Bergisch Gladbach u.a.
- Bamberger, I / Wrona, T (1996a):** Der Ressourcenansatz im Rahmen des Strategischen Managements, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt)* 25(8), S. 386–391.
- Bamberger, I / Wrona, T (1996b):** Der Ressourcenansatz und seine Bedeutung für die strategische Unternehmensführung, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 48(2), S. 130–153.
- Barney, JB (1988):** Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis, *Strategic Management Journal* 9(S1), S. 71–78.
- Barney, JB (1991):** Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management* 17(1), S. 99–120.
- Barney, JB (2001):** Is the Resource-Based "View" a Useful Perspective for Strategic Management Research? Yes, *Academy of Management Review* 26(1), S. 41–56.
- Barontini, R / Caprio, L (2006):** The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management* 12(5), S. 689–723.
- Bartholomeusz, S/ Tanewski, GA (2006):** The Relationship between Family Firms and Corporate Governance, *Journal of Small Business Management* 44(2), S. 245–267.
- Bartussek, D (1970):** Eine Methode zur Bestimmung von Moderatoreffekten, *Diagnostica* 16(2), S. 57–76.
- Basu, N/ Dimitrova, L / Paeglis, I (2009):** Family Control and Dilution in Mergers, *Journal of Banking & Finance* 33(5), S. 829–841.
- Bauer, FA (2012):** Integratives M&A-Management, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Baus, K (2010):** Die Familienstrategie: Wie Familien ihr Unternehmen über Generationen sichern, Gabler Verlag, Wiesbaden, 3. Aufl.
- Bea, FX / Haas, J (2005):** Strategisches Management, UTB, Stuttgart, 4. Aufl.
- Bea, FX / Haas, J (2009):** Strategisches Management, UTB, Stuttgart, 5. Aufl.
- Becker, DR (2005):** Ressourcen-Fit bei M&A-Transaktionen : Konzeptionalisierung, Operationalisierung und Erfolgswirkung auf Basis des Resource-Based View, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden, 1. Aufl.
- Beitel, P / Schiereck, D (2003):** Zum Erfolg von Akquisitionen und Zusammenschlüssen zwischen Banken: Eine Bestandsaufnahme der empirischen Forschung, *ÖBA - Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen* (51), S. 501–515.
- Beitel, P/ Mußhoff, J / Uhlaner, R (01/2010):** Erfolg in M&A - so geht's.

- Ben-Amar, W / André, P (2006):** Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance & Accounting* 33(3-4), S. 517–543.
- Berens, W (2011):** Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 6. Aufl.
- Berle, AA / Means, GC (1932):** The Modern Corporation and Private Property, Harcourt, Brace & World, New York.
- Bernanke, BS / Reinhart, VR (2004):** Conduction Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rate, *The American Economic Review* 94(2), S. 85–90.
- Blask, T/ Hansmann, T / Funk, B (2012):** The advertiser's perspective in sponsored search: A systematic literature review.
- Böcker, GC (2011):** Synergieeffekte und Integration bei Mergers & Acquisitions: Fallbeispiele aus der Automobilindustrie, Diplomica-Verl, Hamburg.
- Boehnke, K (1983):** Der Einfluss verschiedener Stichprobencharakteristika auf die Effizienz der parametrischen und nichtparametrischen Varianzanalyse, Springer Verlag, Berlin and New York.
- Boehnke, K/ Bortz, J / Lienert, GA (2008):** Verteilungsfreie Methoden in der Biostatistik: Mit 247 Tabellen, Springer Verlag, Heidelberg, 3. Aufl.
- Booz&Co. (2012):** Bis zu 12 Prozentpunkte höhere Rendite bei Fusionen mit Ausrichtung an Unternehmensstärken, *Corporate Finance biz* (3), S. 118–118.
- Bortz, J (1999):** Statistik für Sozialwissenschaftler, Springer Verlag, Berlin.
- Bortz, J / Döring, N (2002):** Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler, Springer Verlag, Berlin.
- Bortz, J / Döring, N (2006):** Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler: Mit 156 Abbildungen und 87 Tabellen, Springer Verlag, Berlin and Heidelberg and New York and Barcelona and Hongkong and London and Mailand and Paris and Tokio, 4. Aufl.
- Bortz, J / Schuster, C (2010):** Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler, *Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler* .
- Boschat, J/ Rothenbücher, J / Hoyningen-Huene, Jv (2010):** Who dares Wins! - Leveraging Downturns to Make Acquisitions.
- Boston Consulting Group (BCG) (2010):** Accelerating Out of the Great Recession: Seize the Opportunities in M&A.
- Boston Consulting Group (BCG) (2011):** M&A - Using Uncertainty to Your Advantage.
- Bouncken, RB (2000):** Dem Kern des Erfolges auf der Spur? State of the Art zur Identifikation von Kernkompetenzen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 70(7/8), S. 865–886.
- Bouncken, RB / Kahle, E (2003):** Management von KMU und Gründungsunternehmen: Festschrift für Egbert Kahle zum 60. Geburtstag, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden, 1. Aufl.
- Brand, M (1990):** Kauf und Verkauf von Unternehmen: Wie man "Mergers and Acquisitions" erfolgreich realisiert : Eine Wegleitung, Verlag Industrielle Organisation, Zürich, 3. Aufl.

- Bresser, RKF (2001):** Ressourcentheorie, in: R Bühner (Hg.), Management-Lexikon, S. 668–670, Oldenbourg, München.
- Brockhaus, RH (1994):** Entrepreneurship and Family Business Research: Comparisons, Critique, and Lessons, *Entrepreneurship Theory and Practice* 19, S. 25–38.
- Broer, E/ Ernst, C/ Huber, S/ Kirchdörfer, R/ Peters, B/ Rotfuß, W/ Schmidt, S/ Schröder, M / Westerheide, P (2008):** Wirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen, Gutachten für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie.
- Brown, SJ / Warner, JB (1980):** Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics* 8, S. 205–258.
- Brown, SJ / Warner, JB (1985):** Using Daily Stock Returns, *Journal of Financial Economics* 14, S. 3–31.
- Bruner, RF (2002):** Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, *Journal of Applied Finance* 12(1), S. 48–68.
- Bruner, RF (2004):** Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, Hoboken and N.J.
- Bucher, M (2011):** Der deutsche M&A-Markt aus der Makro-Perspektive: Eine empirische Analyse der Wellentheorie, *M&A Review* (11), S. 484–492.
- Bühner, R (1990a):** Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Poeschel, Stuttgart.
- Bühner, R (1990b):** Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Analysen, Poeschel, Stuttgart.
- Bühner, R (1991):** Grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse deutscher Unternehmen, Poeschel, Stuttgart.
- Bull, I (1989):** Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis, *Journal of Business Venturing* 4(4), S. 263–279.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2007):** Der Mittelstand in der Bundesrepublik Deutschland: Eine volkswirtschaftliche Bestandsaufnahme.
- Buono, AF / Bowditch, JL (1989):** The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations, Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 1. Aufl.
- Buono, AF/ Bowditch, JL / Lewis, JW (1985):** When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger, *Human Relations* 38(5), S. 477–500.
- Burch, T/ Nanda, V / Narayanan, MP (2003):** Industry Structure and Value-Motivated Conglomeration, Dissertation, University of Michigan Business School.
- Burkart, M/ Panunzi, F / Shleifer, A (2003):** Family Firms, *The Journal of Finance* 58(5), S. 2167–2202.
- Busija, EC/ O’Neill, HM / Zeithaml, CP (1997):** Diversification Strategy, Entry Mode and Performance: Evidence of Choice and Constraints, *Strategic Management Journal* 18(4), S. 321–327.
- Cabrera-Suárez, K/ Saá-Pérez, Pd / García-Almeida, D (2001):** The Succession Process from a Resource- and Knowledge-Based View of the Family Firm, *Family Business Review* 14(1), S. 37–46.

- Cannella, AA / Hambrick, DC (1993):** Effects of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms, *Strategic Management Journal* 14(S1), S. 137–152.
- Caprio, L/ Croci, E / Del Giudice, A (2011):** Ownership Structure, Family Control and Acquisition Decisions, *Journal of Corporate Finance* 17(5), S. 1636–1657.
- Capron, L / Mitchell, W (1998):** Bilateral Resource Redeployment and Capabilities Improvement Following Horizontal Acquisitions, *Industrial and Corporate Change* 7(3), S. 453–484.
- Capron, L / Pistre, N (2002):** When do Acquirers Earn Abnormal Returns?, *Strategic Management Journal* 23(9), S. 781–794.
- Carlock, RS / Ward, JL (2001):** Strategic planning for the family business: Parallel planning to unify the family and business, Palgrave, Houndmills and Basingstoke and Hampshire and New York.
- Carney, M (2005):** Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(3), S. 249–265.
- Cartwright, S (2005):** Mergers and Acquisitions: An Update and Appraisal, in: GP Hodgkinson / JK Ford (Hg.), *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, Bd. 20, S. 1–38, John Wiley & Sons.
- Cartwright, S / Cooper, CL (1992):** Mergers and Acquisitions: The Human Factor, Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Cartwright, S / Cooper, CL (1995):** Organizational marriage: “hard” versus “soft” issues?, *Personnel Review* 24(3), S. 32–42.
- Chakrabarti, AK (1990):** Organizational factors in post-acquisition performance, *Engineering Management, IEEE Transactions on* 37(4), S. 259–268.
- Chatterjee, R / Meeks, G (1996):** The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation, *Journal of Business Finance & Accounting* 23(5-6), S. 851–868.
- Chatterjee, S / Lubatkin, MH (1990):** Corporate Mergers, Stockholder Diversification and changes in Systematic Risk, *Strategic Management Journal* 11(4), S. 255–268.
- Chatterjee, S/ Lubatkin, MH/ Schweiger, DM / Weber, Y (1992):** Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital, *Strategic Management Journal* 13(5), S. 319–334.
- Chirico, F/ Sirmon, DG/ Sciascia, S / Mazzola, P (2011):** Resource orchestration in family firms: Investigating how entrepreneurial orientation, generational involvement, and participative strategy affect performance, *Strategic Entrepreneurship Journal* 5(4), S. 307–326.
- Chrisman, JJ/ Chua, JH / Litz, RA (2003a):** A unified systems perspective of family firm performance: an extension and integration: Theories of Family Business, *Journal of Business Venturing* 18(4), S. 467–472.
- Chrisman, JJ/ Chua, JH / Sharma, P (2003b):** Current Trends and Future Directions in Family Business Management Studies: Toward a Theory of the Family Firm, *Coleman White Paper Series* 4, S. 1–63.

- Chrisman, JJ/ Chua, JH / Zahra, SA (2003c):** Creating Wealth in Family Firms through Managing Resources: Comments and Extensions, *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(4), S. 359–365.
- Chrisman, JJ/ Chua, JH / Sharma, P (2005):** Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm, *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(5), S. 555–576.
- Chrisman, JJ/ Chua, JH/ Kellermanns, FW / Chang, EPC (2007):** Are Family Managers Agents or Stewards? An Exploratory Study in Privately Held Family Firms: Family Influences on Firms, *Journal of Business Research* 60(10), S. 1030–1038.
- Chrisman, JJ/ Chua, JH / Kellermanns, FW (2009):** Priorities, Resource Stocks, and Performance in Family and Nonfamily Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice* 33(3), S. 739–760.
- Chrisman, JJ/ Kellermanns, FW/ Chan, KC / Liano, K (2010):** Intellectual Foundations of Current Research in Family Business: An Identification and Review of 25 Influential Articles, *Family Business Review* 23(1), S. 9–26.
- Chrisman, JJ/ Chua, JH/ Pearson, AW / Barnett, T (2012):** Family Involvement, Family Influence and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice* 36(2), S. 267–293.
- Christensen, CR (1953):** Management Succession in Small and Growing Enterprises, Harvard University.
- Chua, JH/ Chrisman, JJ / Sharma, P (1999):** Defining the Family Business by Behavior, *Entrepreneurship Theory and Practice* 23(4), S. 19–39.
- Claessens, S/ Djankov, S/ Fan, JPH / Lang, LHP (2002):** Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *The Journal of Finance* 57(6), S. 2741–2771.
- Coenenberg, AG (2005):** Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse: Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze; HGB, IFRS und US-GAAP, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 20. Aufl.
- Coenenberg, AG / Jakoby, S (2000):** Akquisition und Unternehmensbewertung, in: W Busse v Colbe (Hg.), Betriebswirtschaft für Führungskräfte, Bd. 30, S. 177–206, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Cohen, J (1962):** The Statistical Power of Abnormal-Social Psychological Research: A Review, *Journal of Abnormal and Social Psychology* 65(3), S. 145–153.
- Cohen, J (1988):** Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences, L. Erlbaum Associates, Hillsdale and N.J., 2. Aufl.
- Cohen, J (1990):** Things I have learned (so far), *American Psychologist* 45(12), S. 1304–1312.
- Cole, DA/ Maxwell, SE/ Arvey, R / Salas, E (1994):** How the power of MANOVA can both increase and decrease as a function of the intercorrelations among the dependent variables, *Psychological Bulletin* 115, S. 465–474.
- Coles, JL/ Lemmon, ML / Felix Meschke, J (2012):** Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance, *Journal of Financial Economics* 103(1), S. 149–168.

- Collis, DJ / Montgomery, CA (1995):** Competing on Resources: Strategy in the 1990s, *Harvard Business Review* 73(4), S. 118–128.
- Conn, RL/ Cosh, A/ Guest, PM / Hughes, A (2005):** The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions, *Journal of Business Finance & Accounting* 32(5-6), S. 815–870.
- Copeland, TE / Weston, JF (2005):** Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley, Reading and Mass, 4. Aufl.
- Cording, M/ Christmann, P / Bourgeois, LJ (2002):** A Focus on Resources in M&A Success: A Literature Review and Research Agenda to Resolve Two Paradoxes.
- Cording, M/ Christmann, P / King, DR (2008):** Reducing Causal Ambiguity in Acquisition Integration: Intermediate Goals as Mediators of Integration Decisions and Acquisition Performance, *The Academy of Management Journal* 51(4), S. 744–767.
- Cording, M/ Christmann, P / Weigelt, C (2010):** Measuring Theoretically Complex Constructs: The Case of Acquisition Performance, *Strategic Organization* 8(1), S. 11–41.
- Daily, CM/ Dollinger, MJ (1992):** An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms, *Family Business Review* 5(2), S. 117–136.
- Daniel, TA / Metcalf, GS (2001):** The Management of People in Mergers and Acquisitions, Greenwood Publishing Group, Westwood.
- Datta, DK (1991):** Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration, *Strategic Management Journal* 12(4), S. 281–297.
- Datta, DK / Grant, JH (1990):** Relationships Between Type of Acquisition, The Autonomy Given to the Acquired Firm, and Acquisition Success: An Empirical Analysis, *Journal of Management* 16(1), S. 29–44.
- Datta, DK / Puia, G (1995):** Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in US Acquiring Firms, *Management International Review* 35(4), S. 337–359.
- David, K / Singh, H (1994):** Sources of Acquisition Cultural Risk, in: Gv Krogh/ A Sinatra / H Singh (Hg.), *The Management of Corporate Acquisitions: International Perspectives*, S. 251–292, Macmillan Press, London.
- Debicki, BJ/ Matherne, CF/ Kellermanns, FW / Chrisman, JJ (2009):** Family Business Research in the New Millennium, *Family Business Review* 22(2), S. 151–166.
- DeLong, GL (2003):** Does Long-Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry, *Financial Management* 32(2), S. 5.
- Dess, GG / Robinson, RB (1984):** Measuring organizational performance in the absence of objective measures: The case of the privately-held firm and conglomerate business unit, *Strategic Management Journal* 5(3), S. 265–273.
- Dewing, AS (1921):** A Statistical Test of the Success of Consolidations, *The Quarterly Journal of Economics* 36(1), S. 84–101.

- Deyhle, A (2008):** Controller-Handbuch, Management-Service-Verl., Gauting b. München, 6. Aufl.
- Dickerson, AP/ Gibson, HD / Tsakalotos, E (1997):** The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a large panel of UK Firms, *Oxford Economic Papers* 49(3), S. 344–361.
- Dickmann, T (2010):** Controllingintegration nach M&A-Transaktionen : Eine empirische Analyse, Lang, Frankfurt.
- Dodd, P / Ruback, RS (1977):** Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 5(3), S. 351–373.
- Dodd, P / Warner, JB (1983):** On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests, *Journal of Financial Economics* 11(1-4), S. 401–438.
- Donaldson, G (1984):** Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System, Praeger, New York.
- Dong, M/ Hirshleifer, D/ Richardson, S / Teoh, SH (2006):** Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?, *The Journal of Finance* 61(2), S. 725–762.
- Dyer, WG (2006):** Examining the “Family Effect” on Firm Performance, *Family Business Review* 19(4), S. 253.
- Dyer, WG / Sanchez, M (1998):** Current State of Family Business Theory and Practice as Reflected in Family Business Review 1988 - 1997, *Family Business Review* 11(4), S. 287–295.
- Ebneth, OJ (2006):** Internationalisierung und Unternehmenserfolg börsennotierter Braukonzerne, Niedersächsische Staats-und Universitätsbibliothek Göttingen.
- Ehrhardt, O / Nowak, E (2003):** The Effect of IPOs on German Family-Owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure, and Performance, *Journal of Small Business Management* 41(2), S. 222–232.
- Eiben, J (2007):** M&A in deutschen Familienunternehmen Ergebnisse einer empirischen Erhebung, WHU, Vallendar.
- Eisenhardt, KM (1989a):** Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review* 14(1), S. 57–74.
- Eisenhardt, KM (1989b):** Making fast strategic decisions in high-velocity environments, *Academy of Management Journal* S. 543–576.
- Engelskirchen, C (2007):** The Role of Family Influence in M&A-Transactions an Empirical, Capital Market oriented Study on Pattern and Performance of Public German Family Businesses acting as Bidders, Dissertation, Eul.
- Erlei, M/ Sauerland, D / Leschke, M (2007):** Neue Institutionenökonomik, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2. Aufl.
- Ernst&Young / IMA (2003):** M&A-Strategien und Übernahmewellen: Die Zukunft des M&A-Marktes.
- Eschen, E (2002):** Der Erfolg von Mergers & Acquisitions: Unternehmenszusammenschlüsse aus der Sicht des ressourcenbasierten Ansatzes, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden.
- European Commission (2009):** Overview of Family-Business-Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies.
- Evans, FC / Bishop, DM (2001):** Valuation for M&A : Building value in private companies, John Wiley & Sons, New York.

- Everitt, BS (1995):** The Analysis of Repeated Measures: A Practical Review with Examples, *Journal of the Royal Statistical Society. Series D (The Statistician)* 44(1), S. 113–135.
- Faccio, M / Lang, LHP (2002):** The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics* 65(3), S. 365–395.
- Faccio, M / Masulis, RW (2005):** The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions, *The Journal of Finance* 60(3), S. 1345–1388.
- FactSet Mergerstat (2012):** Mergerstat Review 2011.
- Fairburn, J / Geroski, P (1993):** The Empirical Analysis of Market Structure and Performance, in: DM Bishop / J Kay (Hg.), *European Mergers and Merger Policy*, S. 217–239, Oxford University Press.
- Fama, EF (1970):** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* 25(2), S. 383–417.
- Fama, EF (1980):** Agency Problems and the Theory of the Firm, *The Journal of Political Economy* 88, S. 288–307.
- Fama, EF (1991):** Efficient Capital Markets II, *The Journal of Finance* 46(5), S. 1575–1617.
- Fama, EF / French, KR (1992):** The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance* 47(2), S. 427–465.
- Fama, EF / Jensen, MC (1983):** Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26(2), S. 301–325.
- Fama, EF / Jensen, MC (1983a):** Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26(2), S. 301–325.
- Fama, EF / Jensen, MC (1983b):** Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26(2), S. 327–349.
- Fama, EF / Fisher, L / Jensen, MC / Roll, RW (1969):** The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review* 10(1), S. 1–21.
- Favero, CA / Giglio, S / Honorati, M / Panunzi, F (2006):** The Performance of Italian Family Firms: CEPR Discussion Paper No. 5786: Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=933143> .
- Feito-Ruiz, I / Menéndez-Requejo, S (2010):** Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments, *Family Business Review* 23(1), S. 60–75.
- Fettke, P (2006):** State-of-the-Art des State-of-the-Art: Eine Untersuchung der Forschungsmethode „Review“, innerhalb der Wirtschaftsinformatik, *Wirtschaftsinformatik* 48(4), S. 257–266.
- Frank, R (1985):** *Choosing the Right Pond: Human Behavior and the Quest for Status*, Oxford University Press.
- Fraser, J / Oppenheim, J (1997):** Whats new about Globalization, *McKinsey Quarterly* 2, S. 168–179.
- Freund, W (2004):** Unternehmensnachfolgen in Deutschland, in: IfM Bonn (Hg.), *Jahrbuch zur Mittelstandsforschung*, Bd. 1, S. 57–88, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden and.
- Frey, U / Sieger, P / Zellweger, TM (2010):** Wie Familienunternehmen die Wirtschaftskrise meistern, *IO New Management* 11(78), S. 37–40.

- Fried, Y/ Tieg, RB/ Naughton, TJ / Ashforth, BE (1996):** Managers' reactions to a corporate acquisition: A test of an integrative model, *Journal of Organizational Behavior* 17(5), S. 401–427.
- Frommann, H / Dahmann, A (2003):** Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity und Venture Capital, *BVK Publication. Berlin* .
- Gallo, M / Vilaseca, A (1998):** A Financial Perspective on Structure, Conduct, and Performance in the Family Firm: An Empirical Study, *Family Business Review* 11(1).
- Garcia-Castro, R / Casasola, MJ (2011):** A Set-Theoretic Analysis of the Components of Family Involvement in Publicly Listed and Major Unlisted Firms, *Journal of Family Business Strategy* 2(1), S. 15–25.
- Gaughan, PA (1996):** Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, John Wiley & Sons, New York, 1. Aufl.
- Gaughan, PA (2007):** Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, John Wiley & Sons, New York, 4. Aufl.
- Geisser, S / Greenhouse, SW (1958):** An Extension of Box's Results on the Use of the "F"-Distribution in Multivariate Analysis, *The Annals of Mathematical Statistics* 29(3), S. 885–891.
- Gerds, J (2004):** Post Merger Integration: Unternehmenserfolg durch Integration Excellence, Springer Verlag, Berlin.
- Gerhart, S (1985):** Theorie und Praxis inflationsbereinigter Jahresabschlüsse im angelsächsischen Bereich, Diss., Thun.
- Geringer, JM / Hébert, L (1989):** Control and Performance of International Joint Ventures, *Journal of International Business Studies* 20(2), S. 235–254.
- Gerpott, TJ (1993):** Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Ghosh, A (2001):** Does Operating Performance really Improve Following Corporate Acquisitions?, *Journal of Corporate Finance* 7(2), S. 151–178.
- Gigerenzer, G (1993):** The Superego, the Ego, and the Id in Statistical Reasoning, in: G Keren / C Lewis (Hg.), *A Handbook for Data Analysis in the Behavioural Sciences*, S. 311–339, Lawrence Erlbaum Associates, Hillsdale.
- Glass, GV/ Peckham, PD / Sanders, JR (1972):** Consequences of Failure to Meet Assumptions Underlying the Fixed Effects Analyses of Variance and Covariance, *Review of Educational Research* 42(3), S. 237–288.
- Glaum, M (1996):** Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Bd. 162 von *Neue betriebswirtschaftliche Forschung*, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Glaum, M / Hutzschenreuter, T (2010):** Mergers & Acquisitions : Management des externen Unternehmenswachstums, Kohlhammer, Stuttgart.
- Goehler, AW (1993):** Der Erfolg großer Familienunternehmen im fortgeschrittenen Marktzyklus: Dargestellt am Beispiel der deutschen Brauwirtschaft, HSG St. Gallen, St. Gallen.
- Golbe, DL / White, LJ (1993):** Catch a Wave: The Time Series Behavior of Mergers, *The Review of Economics and Statistics* 75(3), S. 493–499.
- Goldman Sachs (2011):** A Progress Report on the Building of the BRICs.

- Gómez-Mejía, LR/ Nunez-Nickel, M / Gutierrez, I (2001):** The Role of Family Ties in Agency Contracts, *Academy of Management Journal* 44, S. 81–95.
- Górriz, CG / Fumás, VS (1996):** Ownership structure and firm performance: Some empirical evidence from Spain, *Managerial and Decision Economics* 17(6), S. 575–586.
- Gort, M (1969):** An Economic Disturbance Theory of Mergers, *The Quarterly Journal of Economics* 83(4), S. 624–642.
- Gorton, G/ Kahl, M / Rosen, RJ (2009):** Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size, *The Journal of Finance* 64(3), S. 1291–1344.
- Görtz, B (2006):** Due Dilligence als Schlüssel zum Erfolg von Mergers & Acquisitions - Erfolgsfaktoren von Due Diligence-Untersuchungen, in: BW Wirtz (Hg.), *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*, S. 520–532, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Gottschalk, S/ Niefert, M/ Licht, G/ Hauer, A / Keese, D (2011):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.
- Grant, RM (1991):** The Resource-Based Theory of Competitive Advantage, *California Management Review* 33(3), S. 114–135.
- Grant, RM (1998):** Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications, Blackwell Business, Malden and MA and Oxford, 3. Aufl.
- Gregoriou, GN / Renneboog, L (2007):** International Mergers and Acquisitions Activity since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis, Elsevier, London.
- Gregory, A / McCorrison, S (2005):** Foreign Acquisitions by UK Limited Companies: Short- and Long-Run Performance, *Journal of Empirical Finance* 12(1), S. 99–125.
- Griffin, C (1960):** Their Brothers' Keepers, Rutgers University Press, New Brunswick.
- Grosse-Hornke, S / Gurk, S (2010):** Im Tandem zum Integrationserfolg: Im Tandem zum Integrationserfolg: Aus Mitarbeiter- und Kundensicht die Kulturintegration gestalten, in: G Müller-Stewens (Hg.), *Mergers & Acquisitions*, S. 325–340, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Grossman, SJ / Hart, OD (1980):** Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics* 11, S. 42–64.
- Guest, PM/ Bild, M / Runsten, M (2010):** The Effect of Takeovers on the Fundamental Value of Acquirers: Accounting and Business Research, *Accounting and Business Research* 40(4), S. 333–352.
- Günterberg, B / Wolter, HJ (2003):** Unternehmensgrößenstatistik 2001/2002 - Daten und Fakten, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hg.), IfM-Materialien Nr. 157, Bonn.
- Gupta, A / Misra, L (2007):** Deal Size, Bid Premium and Gains in Bank Mergers: The Impact of Managerial Motivations, *Financial Review* 42(3), S. 373–400.
- Gut-Villa, C (1997):** Human Resource Management bei Mergers & Acquisitions, P. Haupt, Bern.
- Gutenberg, E (1962):** Unternehmensführung, Organisation und Entscheidungen, Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden.

- Habbershon, TG / Pistrui, J (2002):** Enterprising Families Domain: Family-Influenced Ownership Groups in Pursuit of Transgenerational Wealth, *Family Business Review* 15(3), S. 223–237.
- Habbershon, TG / Williams, ML (1999):** A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms, *Family Business Review* 12(1), S. 1–25.
- Habbershon, TG/ Williams, ML / MacMillan, IC (2003):** A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance: Theories of Family Business, *Journal of Business Venturing* 18(4), S. 451–465.
- Habeck, MM/ Kröger, F / Träm, M (2002):** Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, Gabler Verlag, Wiesbaden, 2. Aufl.
- Hack, A (2009):** Sind Familienunternehmen anders? Eine kritische Bestandsaufnahme des aktuellen Forschungsstands, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 79, S. 1–29.
- Haghani, S/ Voll, S / Holzamer, M (2008):** Bedeutung und Management von Financial Covenants.
- Halpern, PJ (1973):** Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers, *The Journal of Business* 46(4), S. 554–575.
- Halpern, PJ (1983):** Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions, *The Journal of Finance* 38(2), S. 297–317.
- Hamel, G / Prahalad, CK (1995):** Wettlauf um die Zukunft: Wie Sie mit bahnbrechenden Strategien die Kontrolle über Ihre Branche gewinnen und die Märkte von morgen schaffen, Ueberreuter, Wien.
- Handelsblatt (2012a):** Bei Übernahmeschlachten gewinnt der Verlierer, *Handelsblatt* (26.05.2012).
- Handelsblatt (2012b):** Familienunternehmen - Starkes Fundament, dünne Rendite, *Handelsblatt* (24.09.2012).
- Handelsblatt (2012c):** Mittelstand auf Expansionskurs: Der weite Weg Richtung Wachstum, *Handelsblatt* (23.09.2012).
- Handelsblatt (2012d):** Operation Größenwahn, *Handelsblatt* 09.11.2012(218).
- Handelsblatt (2012e):** Rhön-Klinik-Übernahme ist geplatzt, *Handelsblatt* (29.06.2012)(109).
- Handler, WC (1989):** Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses, *Family Business Review* 2(3), S. 257–276.
- Harhoff, D / Stahl, K (1995):** Unternehmens- und Beschäftigungsdynamik in Westdeutschland: Zum Einfluss von Haftungsregeln und Eigentümerstruktur, in: K Oppenländer (Hg.), *Industrieökonomik und Finanzmärkte*, Bd. 41, S. 17–50.
- Harrison, JS / Freeman, RE (1999):** Stakeholders, Social Responsibility and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives, *The Academy of Management Journal* 42(5), S. 479–485.
- Harrison, JS/ Hitt, MA/ Hoskisson, RE / Ireland, RD (1991):** Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations, *Journal of Management* 17(1), S. 173–190.

- Hartung, J / Elpelt, B (1995):** Multivariate Statistik: Lehr- und Handbuch der angewandten Statistik, Oldenbourg, München, 5. Aufl.
- Haspeslagh, PC / Farquhar, AB (1994):** The Acquisition Integration Process: A Contingent Framework, in: Gv Krogh/ A Sinatra / H Singh (Hg.), The Management of Corporate Acquisitions: International Perspectives, S. 414–447, Macmillan Press, London.
- Haspeslagh, PC / Jemison, DB (1991):** Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal, Free Press and Collier Macmillan and Maxwell Macmillan International, New York and Toronto.
- Hatlapa, HM (2008):** Erfolgsfaktoren bei Übernahmen nicht börsenorientierter Unternehmen: Empirische und modelltheoretische Analysen zum Erwerb und zur Veräußerung von nicht an Börsen gehandelten Wirtschaftsunternehmen, Unternehmer-Medien-GmbH, Bonn.
- Hauer, A / Keese, D (2011):** Gewichtszunahme - Eine Studie zu Deutschlands größten Familienunternehmen läßt die DAX-Konzerne schlecht aussehen, *Impulse-Wissen* Winter 2011/12, S. 48–57.
- Haun, B (1996):** Fusionseffekte bei Sparkassen: Empirische Analyse der Zielerreichung, Dt. Univ.-Verl. and Gabler Verlag, Wiesbaden and Wiesbaden.
- Haunschild, L / Wolter, HJ (2010):** Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familien- und Frauenunternehmen.
- Hausch, KT (2004):** Corporate Governance im deutschen Mittelstand: Veränderungen externer Rahmenbedingungen und interner Elemente, Entscheidungs- und Organisationstheorie, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden, 1. Aufl.
- Hayward, MLA (2003):** Professional Influence: The Effects of Investment Banks on Clients' Acquisition Financing and Performance, *Strategic Management Journal* 24(9), S. 783–801.
- Hayward, MLA / Hambrick, DC (1997):** Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris, *Administrative Science Quarterly* 42(1), S. 103–127.
- Healy, PM/ Palepu, KG / Ruback, RS (1992):** Does Corporate Performance Improve after Mergers?, *Journal of Financial Economics* 31(2), S. 135–175.
- Healy, PM/ Palepu, KG / Ruback, RS (1997):** Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?, *Sloan Management Review* 38(4), S. 45–57.
- Hengstmann, W (1935):** Die Familiengesellschaft, Triltsch & Huther, Berlin.
- Hennerkes, BH (2012):** Die stillen Champions - Vorzüge der oft unterschätzten Familienunternehmen, *Handelsblatt* (02.10.2012).
- Hennerkes, BH / Kirchdörfer, R (1997):** Unternehmenshandbuch Familiengesellschaften: Sicherung von Unternehmen, Vermögen und Familie, Heymann, Köln.
- Henseler, N (2006):** Beiräte in Familienunternehmen: Eine kritische Betrachtung der Ausgestaltung der Beiratsarbeit, Bielefeld.
- Herrmann, V (2002):** Marktpreisschätzung mit kontrollierten Multiplikatoren, Eul, Lohmar.
- Hershon, SA (1975):** The Problem of Management Succession in Family Businesses, Dissertation, Harvard University.

- Higson, C / Elliott, J (1998):** Post-Takeover Returns: The UK Evidence, *Journal of Empirical Finance* 5(1), S. 27–46.
- Hinne, C (2008):** Mergers & Acquisitions Management: Bedeutung und Erfolgsbeitrag unternehmensinterner M&A-Dienstleister.
- Hitt, MA/ Hoskisson, RE/ Johnson, RA / Moesel, DD (1996):** The Market for Corporate Control and Firm Innovation, *Academy of Management Journal* 39(5), S. 1084–1119.
- Hitt, MA/ Harrison, JS / Ireland, RD (2001):** Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Holmstrom, B / Milgrom, P (1991):** Multi-Task Principal Agent Analyses, *Journal of Law, Economics, and Organization* S. 24–51.
- Holmstrom, B / Tirole, J (1989):** The theory of the firm, in: R Schmalensee / RD Willig (Hg.), Handbook of industrial organization, Bd. 1 von *Handbooks in Economics*, S. 61–133, North-Holland, Amsterdam.
- Homburg, C / Bucerius, M (2006):** Is Speed of Integration really a Success Factor of Mergers and Acquisitions? An Analysis of the Role of Internal and External Relatedness, *Strategic Management Journal* 27(4), S. 347–367.
- Hommel, U / Grass, G (2008):** Unternehmensbewertung, in: G Picot (Hg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, S. 374–399, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Hooke, JC (1997):** M&A - A Practical Guide to Doing the Deal, Wiley, New York.
- Houston, JF/ James, CM / Ryngaert, MD (2001):** Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders, *Journal of Financial Economics* 60(2–3), S. 285–331.
- Hovakimian, A/ Opler, T / Titman, S (2001):** The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(01), S. 1–24.
- Howorth, C/ Westhead, P/ Rose, M / Hamilton, E (2010):** Family Firm Diversity and Development: An Introduction, *International Small Business Journal* .
- Huberty, CJ/ Morris, JD (1989):** Multivariate Analysis versus Multiple Univariate Analyses, *Psychological Bulletin* 105(2), S. 302–308.
- Hughes, A / Singh, A (1980):** Mergers, Concentration and Competition in Advanced Capitalist Economies: An International Perspective, in: DC Mueller (Hg.), The Determinants and Effects of Mergers, S. 1–26, Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge (Mass.).
- Hunt, JW (1990):** Changing Pattern of Acquisition Behaviour in Takeovers and the Consequences for Acquisition Processes, *Strategic Management Journal* 11(1), S. 69–77.
- Huynh, H / Feldt, LS (1976):** Estimation of the Box Correction for Degrees of Freedom from Sample Data in Randomized Block and Split-Plot Designs, *Journal of Educational and Behavioral Statistics* 1(1), S. 69–82.
- IfM Bonn (2001):** Unternehmensnachfolge in Deutschland - Sonderdruck aus Anlass der zentralen Auftaktveranstaltung zur Initiative Unternehmensnachfolge des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie.
- IfM Bonn (2007):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.
- IfM Bonn (2010):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.

- ifm Mannheim (2009):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.
- ifm Mannheim (2011):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.
- Ijiri, Y / Simon, HA (1971):** Effects of Mergers and Acquisitions on Business Firm Concentration, *Journal of Political Economy* 79(2), S. 314–322.
- Ingham, H/ Kran, I / Lovestam, A (1992):** Mergers and Profitability: A Managerial Success Story?, *Journal of Management Studies* 29(2), S. 195–208.
- Jacquemin, A / Jong, HWd (1977):** European industrial organisation, Macmillan Press.
- Jakoby, S (2000):** Erfolgsfaktoren von Management Buyouts in Deutschland: Eine empirische Untersuchung, Dissertation, Eul, Lohmar.
- James, AD (2002):** The Strategic Management of Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical Industry: Developing a Resource-Based Perspective, *Technology Analysis & Strategic Management* 14(3), S. 299–313.
- James, HS (1999):** Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm: International Journal of the Economics of Business, *International Journal of the Economics of Business* 6(1), S. 41–55.
- Jansen, SA (2000):** Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Jansen, SA (2008):** Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, Gabler Verlag, Wiesbaden, 5. Aufl.
- Jansen, SA / Körner, K (2000):** Fusionsmanagement in Deutschland: Eine empirische Analyse von 103 Zusammenschlüssen mit deutscher Beteiligung zwischen 1994 und 1998 unter spezifischer Auswertung der Erfolgswirkungen des Typus der Fusion, der (Inter-)Nationalität, der Branche und der Unternehmensgröße, Univ., Fak. für Wirtschaftswiss., Witten/Herdecke, 2000. Aufl.
- Janssen, J / Laatz, W (2007):** Statistische Datenanalyse mit SPSS für Windows: Eine anwendungsorientierte Einführung in das Basissystem und das Modul Exakte Tests, *Statistische Datenanalyse mit SPSS für Windows* .
- Jaskiewicz, P (2006):** Performance-Studie börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland, Frankreich und Spanien, Dissertation, Eul, Lohmar.
- Jaskiewicz, P/ González, VM/ Menéndez-Requejo, S / Schiereck, D (2005):** Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses, *Family Business Review* 18(3), S. 179–202.
- Jemison, DB / Sitkin, SB (1986):** Corporate Acquisitions: A Process Perspective, *The Academy of Management Review* 11(1), S. 145–163.
- Jensen, MC (1986):** Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *The American Economic Review* 76(2), S. 323–329.
- Jensen, MC / Meckling, WH (1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), S. 305–360.

- Jensen, MC / Ruback, RS (1983):** The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11(1-4), S. 5–50.
- Jung, W (1983):** Praxis des Unternehmenskaufs: Eine systematische Darstellung der Planung und Durchführung einer Akquisition, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 1. Aufl.
- Jung, W (1993):** Praxis des Unternehmenskaufs: Eine systematische Darstellung der Planung und Durchführung einer Akquisition, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2. Aufl.
- Kalmlage, O / Seuring, S (2003):** Kernkompetenzen erfolgreich ausbauen durch Mergers & Acquisitions?
- Kaplan, SN (1983):** Measuring Manufacturing Performance: A New Challenge for Managerial Accounting Research, *The Accounting Review* 58(4), S. 686–705.
- Kaplan, SN (1989):** The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics* 24(2), S. 217–254.
- Kaplan, SN (2006):** Mergers and Acquisitions: A financial Economics Perspective, *Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Enforcement*.
- Kaplan, SN / Stein, JC (1993):** The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s, *The Quarterly Journal of Economics* 108(2), S. 313–357.
- Kaplan, SN / Weisbach, MS (1992):** The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures, *Journal of Finance* 47(1), S. 107–138.
- Keller, M / Marquardt, O (2010):** Deutscher Small Cap M&A-Markt : Jahresrückblick 2009 und Ausblick 2010, *M&A Review* (3), S. 139–143.
- Kengelbach, J/ Klemmer, DC/ Schwetzler, B / Sperling, MO (2012):** An Anatomy of Serial Acquirers, M&A Learning and the Role of Post-Merger Integration, *SSRN Electronic Journal*.
- Kepner, E (1991):** The Family and the Firm: A Coevolutionary Perspective, *Family Business Review* 4(4), S. 445–461.
- King, DR/ Dalton, DR/ Daily, CM / Covin, JG (2004):** Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators, *Strategic Management Journal* 25(2), S. 187–200.
- King, MR / Santor, E (2008):** Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, *Journal of Banking & Finance* 32(11), S. 2423–2432.
- Kirchner, M (1991):** Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern, Bd. 76 von *Neue betriebswirtschaftliche Forschung*, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Kitching, J (1967):** Why do Mergers Miscarry?, *Harvard Business Review* 45(6), S. 84–101.
- Kitching, J (1974):** Winning and Losing with European Acquisitions, *Harvard Business Review* 52(2), S. 124–136.
- Kitzmann, J (2005):** Private Equity in Deutschland: Zur Performance von Management Buyouts, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden, 1. Aufl.
- Klein, SB (2000a):** Familienunternehmen: Theoretische und empirische Grundlagen, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1. Aufl.

- Klein, SB (2000b):** Family Businesses in Germany: Significance and Structure, *Family Business Review* 13(3), S. 157–182.
- Klein, SB (2004):** Familienunternehmen: theoretische und empirische Grundlagen, Gabler Verlag.
- Klein, SB (2010):** Familienunternehmen: Theoretische und empirische Grundlagen, Bd. 1 von *Family Business*, Eul, Lohmar and Köln, 3. Aufl.
- Klein, SB/ Astrachan, JH / Smyrnios, KX (2005):** The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation and Further Implication for Theory, *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(3), S. 321–339.
- Klößner, O (2009):** Buy-Outs in Family Businesses: Changes in Corporate Governance, Instruments of Managerial Control and Financial Practices, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Koerberle-Schmid, A/ Fahrion, HJ / Witt, P (2012):** Family Business Governance: Erfolgreiche Führung von Familienunternehmen, Erich Schmidt, Berlin, 2. Aufl.
- König, D (1986):** Die mittelgroße Familienunternehmung in der Rechtsform der Aktiengesellschaft: Eine Analyse unter dem Gesichtspunkt der Property Rights Theorie, J. Eul, Bergisch Gladbach.
- Krempel, K / Weizsäcker, Rv (2007):** Familienunternehmen: Auf lange Sicht erfolgreich?, in: I Hausladen (Hg.), *Management am Puls der Zeit*, Bd. 1, S. 71–83, TCW.
- Krishnan, HA/ Miller, A / Judge, WQ (1997):** Diversification and top management team complementarity: Is performance improved by merging similar or dissimilar teams?, *Strategic Management Journal* 18(5), S. 361–374.
- Kunisch, S (2009):** Der deutsche M&A-Markt 2008 – Im Zeichen der Finanzkrise, *M&A Review* 2, S. 47–55.
- Kunisch, S / Wahler, C (2010):** Deutscher M&A-Markt im „Tal der Tränen“, *M&A Review* (2), S. 53–62.
- Kurandt, D (1972):** Fusionen deutscher Aktiengesellschaften in den Jahren 1957–1970: Eine empirische Untersuchung über Gründe und Wirkungen, Diss., Saarbrücken.
- Küting, K (2000a):** Möglichkeiten und Grenzen der Bilanzanalyse am Neuen Markt (Teil I), *Finanz Betrieb* 2(10), S. 597–605.
- Küting, K (2000b):** Möglichkeiten und Grenzen der Bilanzanalyse am Neuen Markt (Teil II), *Finanz Betrieb* 2(11), S. 674–683.
- Küting, K / Weber, CP (2004):** Die Bilanzanalyse: Lehrbuch zur Beurteilung von Einzel- und Konzernabschlüssen, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 7. Aufl.
- Küting, K / Weber, CP (2012):** Die Bilanzanalyse: Beurteilung von Abschlüssen nach HGB und IFRS, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 10. Aufl.
- La Porta, R/ López Silanes, Fd / Shleifer, A (1999):** Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54(2), S. 471–517.
- La Porta, R/ López Silanes, Fd/ Shleifer, A / Vishny, RW (2000):** Investor Protection and Corporate Governance: Special Issue on International Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58(1–2), S. 3–27.
- Lansberg, I/ Perrow, EL / Rogolsky, S (1988):** Family Business as an Emerging Field, *Family Business Review* 1(1), S. 1–8.

- Lehn, K / Poulsen, A (1989):** Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *The Journal of Finance* 44(3), S. 771–787.
- Leiber, MK (2008):** Performance-Studie deutscher Familienunternehmen, Diss., Augsburg.
- Leighton, CM / Tod, GR (1969):** After the Acquisition: Continuing Challenge, *Harvard Business Review* 47(2), S. 90–102.
- Leonhart, R (2004):** Lehrbuch Statistik: Einstieg und Vertiefung, Huber, Bern.
- Leonhart, R (2009):** Lehrbuch Statistik: Einstieg und Vertiefung, Huber, Bern, 2. Aufl.
- Levie, J / Lerner, M (2009):** Resource Mobilization and Performance in Family and Nonfamily Businesses in the United Kingdom, *Family Business Review* 22(1), S. 25–38.
- Leyherr, M (2000):** Die Situation von Familienunternehmen in Österreich unter besonderer Berücksichtigung der Finanzierung und Unternehmensnachfolge, Diss., Stuttgart.
- Lin, WT (2012):** Family Ownership and Internationalization Processes: Internationalization Pace, Internationalization Scope and Internationalization Rhythm, *European Management Journal* 30(1), S. 47–56.
- Litz, RA (1995):** The Family Business: Toward Definitional Clarity, *Family Business Review* 8(2), S. 71–81.
- Livermore, S (1935):** The Success of Industrial Mergers, *The Quarterly Journal of Economics* 50(1), S. 68–96.
- Lorenz, JT (2006):** European Banking M&A: Die Kapitalmarktperspektive, Dissertation, Dt. Univ.-Verl, Wiesbaden.
- Lu, Q (2004):** Do Mergers Destroy Value? Evidence from Failed Bids.
- Lubatkin, MH (1983):** Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, *Academy of Management Review* 8(2), S. 218–225.
- Lubatkin, MH / Srinivasan, N / Merchant, H (1997):** Merger Strategies and Shareholder Value During Times of Relaxed Antitrust Enforcement: The Case of Large Mergers During the 1980s, *Journal of Management* 23(1), S. 59–81.
- Lucks, K (2005):** Management komplexer M&A-Projekte, *M&A Review* 4, S. 159–169.
- Lucks, K (2009):** Die Rückkehr von M&A, in: Bundesverband Mergers & Acquisitions (Hg.), *Mergers & Acquisitions - Gute Chancen in schwierigen Zeiten*, Mediaplanet, Berlin.
- Lucks, K / Meckl, R (2002):** Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz, Springer Verlag, Berlin.
- Machelett, DW / Simmert, DB (2011):** Unternehmenskrisen vermeiden und auflösen durch Distressed M&A, *Jahrbuch accounting, taxation & law (ATL) : aktuelle Fragestellungen aus Bilanz-, Steuer- und Wirtschaftsrecht für mittelständische Unternehmen. - Münster : Monsenstein und Vannerdat, ZDB-ID 22789637. - 2011, p. 195-242.*
- Malatesta, PH (1983):** The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms, *Journal of Financial Economics* 11(1–4), S. 155–181.

- Mankiw, NG / Taylor, MP (2012):** Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 5. Aufl.
- Manne, HG (1965):** Mergers and the Market for Corporate Control, *The Journal of Political Economy* 73(2), S. 110–120.
- Martynova, M / Renneboog, L (2008):** A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?, *Journal of Banking & Finance* 32(10), S. 2148–2177.
- Massey, FJJ (1951):** The Kolmogorov-Smirnov Test for Goodness of Fit, *Journal of the American Statistical Association* 46(253), S. 68–78.
- Matser, I / Kraus, S / Märk, S (2011):** Securing post-succession continuity in family firms through knowledge transfer, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business* 14(4), S. 478–496.
- Mauchly, JW (1940):** Significance Test for Sphericity of a Normal n-Variate Distribution, *The Annals of Mathematical Statistics* 11(2), S. 204–209.
- Maury, B (2006):** Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations, *Journal of Corporate Finance* 12(2), S. 321–341.
- May, P (2000):** Unternehmensnachfolge leicht gemacht: Tipps, Erfahrungsberichte und Checklisten für Unternehmer, Frankfurter Allg. Buch, Frankfurt am Main.
- May, P / Koeberle-Schmid, A (2011):** Governance Kodex für Familienunternehmen.
- May, P / Rieder, G / Ewe, J (2004):** Wie sich deutsche Familienunternehmer ihre Nachfolge wünschen: Ergebnisse, INTES, Bad Godesberg.
- McGrath, RG / MacMillan, IC / Venkataraman, S (1995):** Defining and Developing Competence: A strategic Process Paradigm, *Strategic Management Journal* 16(4), S. 251–275.
- McKinsey (2010):** Erfolg in M&A – so geht’s.
- Meckl, R (2011):** M&A 2011: Der Deal-Stau löst sich - Die M&A-Party geht weiter?, *Corporate Finance biz* (4), S. 1–3.
- Meckl, R / Lucks, K (2002):** Strukturierung von M&A-Projekten – Der Prozessorientierte Ansatz, *M&A Review* (10), S. 494–501.
- Meckl, R / Theuerkorn, K (2013):** Corporate Social Responsibility als Erfolgsfaktor bei M&A?, *M&A Review* (04), S. 152.
- Meckl, R / Weusthoff, S (2008):** Internationale Unternehmenszusammenschlüsse, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt)* (11), S. 578–584.
- Meeks, G (1977):** Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger, Cambridge University Press, Cambridge and New York.
- Meglio, O / Risberg, A (2011):** The (mis)measurement of M&A Performance: A Systematic Narrative Literature Review, *Scandinavian Journal of Management* 27(4), S. 418–433.
- Memili, E / Eddleston, KA / Zellweger, TM / Kellermanns, FW / Barnett, T (2010):** The Critical Path to Family Firm Success through Entrepreneurial Risk Taking and Image, *Journal of Family Business Strategy* 5(2), S. 1–37.
- MergerMarket (2011):** M&A and Corporate Development Outlook.

- Metz, M (2002):** Controlling des Integrationsprozesses bei Mergers & Acquisitions, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden, 1. Aufl.
- Miller, D / Le Breton-Miller, I (2006):** Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship and Capabilities, *Family Business Review* 19(1), S. 73–87.
- Miller, D / Shamsie, J (1996):** The Resource-Based View of the Firm in two Environments: The Hollywood Film Studios from 1936 to 1965, *Academy of Management Journal* 39(3), S. 519–543.
- Miller, D/ Le Breton-Miller, I/ Lester, RH / Cannella, AA (2007):** Are Family Firms really Superior Performers?, *Journal of Corporate Finance* 13(5), S. 829–858.
- Miller, D/ Le Breton-Miller, I / Lester, RH (2010):** Family Ownership and Acquisition behavior in Publicly-Traded Companies, *Strategic Management Journal* 31(2), S. 201–223.
- Mishra, CS/ Randøy, T / Jenssen, JI (2001):** The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance, *Journal of International Financial Management & Accounting* 12(3), S. 235–259.
- Mitchell, ML / Lehn, K (1990):** Do Bad Bidders become Good Targets?, *Journal of Political Economy* 98(2), S. 372–398.
- Moeller, SB/ Schlingemann, FP / Stulz, RM (2004):** Firm Size and the Gains from Acquisitions, *Journal of Financial Economics* 73(2), S. 201–228.
- Möller, WP (1983):** Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen: Eine empirische Untersuchung, Minerva Publikation, München.
- Morck, R / Yeung, B (2003):** Agency Problems in Large Family Business Groups, *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(4), S. 367–382.
- Morck, R/ Shleifer, A / Vishny, RW (1988):** Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis: The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, *Journal of Financial Economics* 20(0), S. 293–315.
- Mroczkowski, NA / Tanewski, GA (2004):** Using Accounting Standards to Delineate Family and Non-Family Controlled Firms, *Monash University Working Paper*.
- Mroczkowski, NA / Tanewski, GA (2007):** Delineating Publicly Listed Family and Nonfamily Controlled Firms: An Approach for Capital Market Research in Australia*, *Journal of Small Business Management* 45(3), S. 320–332.
- Mueller, DC (1969):** A Theory of Conglomerate Mergers, *The Quarterly Journal of Economics* 83(4), S. 643–659.
- Mueller, DC (1995):** Mergers: Theory and Evidence, in: G Mussati (Hg.), *Mergers, Markets and Public Policy*, S. 9–44, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht and Boston.
- Mueller, DC (1997):** Merger Policy in the United States: A Reconsideration, *Review of Industrial Organization* 12(5), S. 655–685.
- Müller-Stewens, G (1991):** Personalwirtschaftliche und organisationstheoretische Problemfelder bei Mergers & Acquisitions, in: KF Ackermann / H Scholz (Hg.), *Personalmanagement für die 90er Jahre*, S. 157–171, C.E. Poeschel, Stuttgart.

- Müller-Stewens, G (2009):** Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise für den Markt der Unternehmenskontrolle, in: Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise, S. 32–36, HSG St. Gallen, St. Gallen.
- Müller-Stewens, G (2010a):** M&A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz, in: G Müller-Stewens (Hg.), *Mergers & Acquisitions*, S. 14–44, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Müller-Stewens, G (2010b):** *Mergers & Acquisitions : Eine Einführung*, in: G Müller-Stewens (Hg.), *Mergers & Acquisitions*, S. 3–13, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Müller-Stewens, G (Hg.) (2010c):** *Mergers & Acquisitions: Analysen, Trends und Best Practices*, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Müller-Stewens, G / Lechner, C (2001):** Strategisches Management: Wie strategische Initiativen zum Wandel führen: Der St. Galler Management Navigator, Schäffer-Poeschel.
- Murphy, GB/ Trailer, JW / Hill, RC (1996):** Measuring performance in entrepreneurship research, *Entrepreneurship and New Firm Development* 36(1), S. 15–23.
- Murphy, KJ (1985):** Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7(1), S. 11–42.
- Napier, NK/ Simmons, G / Stratton, K (1989):** Communication during a Merger: The Experience of two Banks, *Human Resource Planning* 12(2), S. 105–122.
- National Industrial Conference Board (1929):** *Mergers in Industry - A Study of Certain Economic Aspects of Industrial Consolidation*.
- Nelson, RL (1959):** *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, Princeton University Press, Princeton.
- Ng, CYM (2005):** An Empirical Study on the Relationship between Ownership and Performance in a Family-Based Corporate Environment, *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 20(2), S. 121–146.
- Nickerson, RS (2000):** Null Hypothesis Significance Testing: A Review of an Old and Continuing Controversy, *Psychological Methods* 5(2), S. 241–301.
- Norušis, MJ (2007):** *SPSS 16.0 Advanced Models*, Prentice Hall, Upper Saddle River and NJ.
- Offenberg, D (2009):** Firm Size and the Effectiveness of the Market for Corporate Control: Special Issue on Corporate Control, Mergers, and Acquisitions, *Journal of Corporate Finance* 15(1), S. 66–79.
- Olson, CL (1976):** On Choosing a Test Statistic in Multivariate Analysis of Variance, *Psychological Bulletin* 83(4), S. 579–586.
- Papadakis, VM / Thanos, IC (2010):** Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria, *British Journal of Management* 21(4), S. 859–873.
- Parkinson, CN (1956):** Parkinson's Law, *Operations Research* 4(3), S. 404–405.
- Parkinson, CN (1957):** *Parkinson's law, and other studies in administration*, Houghton Mifflin, Boston.
- Peemöller, VH (2008):** Corporate Governance in Familienunternehmen: Notwendigkeit oder Modeerscheinung, in: P Kirchhof / W Reiss (Hg.), *Festschrift für Wolfram Reiss zum 65. Geburtstag*, S. 721–736, O. Schmidt, Köln.

- Penrose, E (1959):** The Theory of the Growth of the Firm, John Wiley & Sons, New York.
- Perin, S (1996):** Synergien bei Unternehmensakquisitionen: Empirische Untersuchung von Finanz-, Markt- und Leistungssynergien, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden.
- Perridon, L / Steiner, M (2004):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, Vahlen, München, 13. Aufl.
- Pfohl, HC / Kellerwessel, R (1990):** Abgrenzung der Klein- und Mittelbetriebe von Großbetrieben, in: HC Pfohl (Hg.), Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, Erich Schmidt, Berlin.
- Picot, G (Hg.) (1998):** Handbuch Mergers & Acquisitions : Planung, Durchführung, Integration, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Picot, G (2005):** Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Parameter bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in: E Bartels / G Picot (Hg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, S. 1–40, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Porter, ME (1980):** Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors, Free Press, New York.
- Porter, ME (1985):** Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance, Free Press and Collier Macmillan, New York and London.
- Porter, ME (1987):** Diversifikation - Konzerne ohne Konzept, *Harvard Manager* 9(4), S. 30–49.
- Powell, RG / Stark, AW (2005):** Does Operating Performance increase Post-Takeover for UK Takeovers? A comparison of Performance Measures and Benchmarks, *Journal of Corporate Finance* 11(1–2), S. 293–317.
- Prahalad, CK / Hamel, G (1990):** The Core Competence of the Corporation, *Harvard Business Review* 68(3), S. 79–91.
- Pribilla, P (2000):** Personelle und kulturelle Integration, in: G Picot (Hg.), Handbuch Mergers & Acquisitions : Planung, Durchführung, Integration, S. 377–418, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Prosteder, J / Hiltner, E (2011):** Erwerb eines Unternehmens in Krise und Insolvenz, *M&A Review* (3), S. 114–118.
- PWC (2012):** Markenstudie 2012: Der monetäre Wert einer Marke.
- Rajan, RG / Zingales, L (1995):** What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance* 50(5), S. 1421–1460.
- Ramaswamy, K (1997):** The Performance Impact of Strategic Similarity in Horizontal Mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry, *The Academy of Management Journal* 40(3), S. 697–715.
- Rappaport, A (1986):** Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, The Free Press.
- Rappaport, A (1999):** Shareholder-Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2. Aufl.
- Rappaport, A (2006):** 10 Ways to Create Shareholder Value. (cover story), *Harvard Business Review* 84(9), S. 66–77.
- Rasche, C / Wolfrum, B (1994):** Ressourcenorientierte Unternehmensführung, *Die Betriebswirtschaft* 54(4), S. 501–517.

- Ravenscraft, DJ / Scherer, FM (1987a):** Life After Takeover, *The Journal of Industrial Economics* 36(2), S. 147–156.
- Ravenscraft, DJ / Scherer, FM (1987b):** Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency, Brookings Institution, Washington and D.C.
- Ravenscraft, DJ / Scherer, FM (1989):** The Profitability of Mergers: Special Issue on 'Mergers', *International Journal of Industrial Organization* 7(1), S. 101–116.
- Reed, R / DeFillippi, RJ (1990):** Causal Ambiguity, Barriers to Imitation and Sustainable Competitive Advantage, *Academy of Management Review* 15(1), S. 88–102.
- Reed, SF / Lajoux, AR (1999):** The Art of M&A : A Merger/Acquisition Buyout Guide, McGraw-Hill, New York, 3. Aufl.
- Richter, F (2000):** Unternehmensbewertung, in: G Picot (Hg.), *Handbuch Mergers & Acquisitions : Planung, Durchführung, Integration*, S. 255–287, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Richter, R / Furubotn, EG (2003):** Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung, Mohr Siebeck, Tübingen, 3. Aufl.
- Rödl & Partner (2011):** Finanzkraft Familienunternehmen - Studie zur Entwicklung von Eigenkapitalquote und Liquidität in Krisenzeiten.
- Roland Berger Consulting (2010):** Offenheit in der Krise: Geschäftsberichte von Familienunternehmen gewinnen an Transparenz.
- Rosen, RJ (2006):** Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements, *The Journal of Business* 79(2), S. 987–1017.
- Rutherford, MW/ Kuratko, DF / Holt, DT (2008):** Examining the Link Between "Faminess" and Performance: Can the F-PEC Untangle the Family Business Theory Jungle?, *Entrepreneurship Theory and Practice* 32(6), S. 1089–1109.
- Sachs, AF (2007):** Internationale Wachstumsstrategien Produzierender Familienunternehmen durch Mergers & Acquisitions, Dissertation, Leiden University.
- Samuelson, PA / Nordhaus, WD (2010):** Economics, McGraw-Hill, Boston, 19. Aufl.
- Schäfer, M (2001):** Integrationscontrolling : Bausteine zur Beobachtung der Integration von Akquisitionen, Univ., St. Gallen.
- Schaper-Rinkel, W (1998):** Akquisitionen und strategische Allianzen - Alternative, externe Wachstumswege, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden.
- Schermelleh-Engel, K / Werner, C (2007):** Computergestützte Einführung in multivariate statistische Analyseverfahren, Dissertation, Goethe-Universität Frankfurt.
- Schierreck, D / Wagner, C (2001):** IPO-Erfolg und Konsortialführer, in: BW Wirtz (Hg.), *IPO-Management*, S. 307–332, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Schlippe, Av (2009):** Bewusst mit Risiken umgehen - Paradoxienmanagement in Familienunternehmen, in: TA Rösen (Hg.), *Familienunternehmen*, Bd. 2 von *Schriften zu Familienunternehmen*, S. 47–72, Eul, Lohmar and Köln.
- Schlippe, Av/ Buberti, C/ Groth, T / Plate, M (2009):** Die zehn Wittener Thesen - Familienunternehmen - Chancen und Risiken einer besonderen Unternehmensform.

- Schmalz, S (2009):** Die Bedeutung emotionaler Markenverbundenheit im Falle unmoralischen Unternehmensverhaltens: Univ., Diss.–Kiel, 2009., Cuvillier, Göttingen, 1. Aufl.
- Schmidt, DR / Fowler, KL (1990):** Post-acquisition financial performance and executive compensation, *Strategic Management Journal* 11(7), S. 559–569.
- Schmidt, S/ Rotfuß, W / Westerheide, P (2010):** Definition und quantitative Erfassung von Familienunternehmen, in: ZEW (Hg.), *Wirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen*, Mannheim.
- Schmusch, M (1998):** Unternehmensakquisitionen und Shareholder-Value, Dt. Univ.-Verl. and Gabler Verlag, Wiesbaden and Wiesbaden.
- Schraml, SC (2010):** Finanzierung von Familienunternehmen: Eine Analyse spezifischer Determinanten des Entscheidungsverhaltens, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Schulze, WS/ Lubatkin, MH/ Dino, RN / Buchholtz, AK (2001):** Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence, *Organization Science* 12(2), S. 99–116.
- Schulze, WS/ Lubatkin, MH / Dino, RN (2003):** Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms: Theories of Family Business, *Journal of Business Venturing* 18(4), S. 473–490.
- Schumpeter, JA (1912):** Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Duncker & Humblot, Leipzig.
- Schumpeter, JA (1946):** Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, Francke, Bern.
- Schützeichel, R / Brüsemeister, T (2004):** Die beratene Gesellschaft: Zur gesellschaftlichen Bedeutung von Beratung, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, 1. Aufl.
- Seth, A (1990a):** Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation, *Strategic Management Journal* 11(6), S. 431–446.
- Seth, A (1990b):** Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues, *Strategic Management Journal* 11(2), S. 99–115.
- Settnik, U (2006):** Mergers & Acquisitions auf dem deutschen Versicherungsmarkt, Dt. Univ.-Verl.
- Shapiro, SP (2005):** Agency Theory, *Annual Review of Sociology* 31, S. 263–284.
- Sharma, P (2002):** Stakeholder Mapping Technique: Toward the Development of a Family Firm Typology, in: 62nd meeting of the Academy of Management, Denver.
- Sharma, P (2004):** An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future, *Family Business Review* 17(1), S. 1–36.
- Sharma, P / Nordqvist, M (2007):** A Typology for Capturing the Heterogeneity of Family Firms, *Academy of Management Proceedings* S. 1–6.
- Sharma, P/ Chrisman, JJ / Chua, JH (1996):** A Review and Annotated Bibliography of Family Business Studies, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Sharma, P/ Chrisman, JJ / Chua, JH (1997):** Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges, *Family Business Review* 10(1), S. 1–35.

- Sharpe, WF (1963):** A Simplified Model for Portfolio Analysis, *Management Science* (9), S. 277–293.
- Shleifer, A / Vishny, RW (1989):** Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics* 25(1), S. 123–139.
- Shleifer, A / Vishny, RW (1997):** A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance* 52, S. 737–783.
- Shrivastava, P (1986):** Postmerger Integration, *Journal of Business Strategy* 7(1), S. 65–76.
- Shyam-Sunder, L / Myers, SC (1999):** Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics* 51(2), S. 219–244.
- Siebels, JF / Knyphausen-Aufseß, Dz (2012):** A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance, *International Journal of Management Reviews* 14(3), S. 280–304.
- Sieger, P/ Zellweger, TM/ Nason, RS / Clinton, E (2011):** Portfolio entrepreneurship in family firms: a resource-based perspective, *Strategic Entrepreneurship Journal* 5(4), S. 327–351.
- Simon, H (1996):** Die heimlichen Gewinner, Campus Verlag, Frankfurt/Main and New York.
- Simon, H (2007):** Hidden Champions des 21. Jahrhunderts: Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Campus Verlag, Frankfurt and New York.
- Sirmon, DG / Hitt, MA (2003):** Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(4), S. 339–358.
- Slovin, M / Sushka, M (1993):** Ownership concentration, corporate control activity, and firm value: evidence from the death of inside blockholders, *Journal of Finance* 48, S. 1293–1321.
- Smith, A (1796):** An Inquiry into the Nature and Causes of Wealth of Nations, Thomas Dobson, Philadelphia.
- Smith, CWJ / Warner, JB (1979):** On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics* 7(2), S. 117–161.
- Smyrnios, KX/ Tanewski, GA / Romano, C (1998):** Development of a Measure of the Characteristics of Family Business, *Family Business Review* 11(1), S. 49–60.
- Stafford, K/ Duncan, KA/ Dane, S / Winter, M (1999):** A Research Model of Sustainable Family Businesses, *Family Business Review* 12(3), S. 197–208.
- Stegmann, R (2002):** Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen: Kritische Faktoren und Handlungsempfehlungen, Dt. Univ.-Verl., Wiesbaden, 1. Aufl.
- Stevens, J (2002):** Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences, Lawrence Erlbaum Associates, Mahwah and N.J., 4. Aufl.
- Stewart, A (2008):** Who Could Best Complement a Team of Family Business Researchers—Scholars Down the Hall or in Another Building?, *Family Business Review* 21(4), S. 279–293.
- Stiftung Familienunternehmen (2009):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.

- Stiftung Familienunternehmen (2011):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.
- Stigler, GJ (1950):** Monopoly and Oligopoly by Merger, *The American Economic Review* 40(2), S. 23–34.
- Storck, J (1993):** Mergers & Acquisitions: Marktentwicklung und bankpolitische Konsequenzen, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Sudarsanam, S (2003):** Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges : An integrated and international perspective, FT Prentice Hall, Harlow.
- Sudarsanam, S / Mahate, AA (2003):** Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting* 30(1-2), S. 299–342.
- Sudarsanam, S / Mahate, AA (2006):** Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers, *British Journal of Management* 17(S1), S. S7–S30.
- Sudarsanam, S/ Holl, P / Salami, A (1996):** Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure, *Journal of Business Finance & Accounting* 23(5-6), S. 673–698.
- Thanos, IC / Papadakis, VM (2012):** The Use of Accounting-Based Measures in Measuring M&A Performance: A Review of Five Decades of Research, in: CL Cooper / S Finkelstein (Hg.), *Advances in Mergers and Acquisitions*, Bd. 10, S. 103–120, Emerald Group Publishing Limited, Bingley.
- Thompson, T (1960):** Stewardship in Contemporary Theology, Association Press, New York.
- Thomson Reuters / Merrill DataSite (2013):** M&A Financing Trends 2013: Accessing takeover financing in the year ahead.
- Town, RJ (1992):** Merger Waves and the Structure of Merger and Acquisition Time-Series, *Journal of Applied Econometrics* 7(S1), S. 83–100.
- Trautwein, F (1990):** Merger motives and merger prescriptions, *Strategic Management Journal* 11(4), S. 283–295.
- Tschöke, K / Klemen, B (2011):** In der Krise oder vor der Krise?, *M&A Review* 22(10), S. 446–450.
- Tsui, AS (1990):** A Multiple-Constituency Model of Effectiveness: An Empirical Examination at the Human Resource Subunit Level, *Administrative Science Quarterly* 35(3), S. 458–483.
- Tuch, C / O’Sullivan, N (2007):** The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence, *International Journal of Management Reviews* 9(2), S. 141–170.
- Uhlenbruck, K/ Hitt, MA / Semadeni, M (2006):** Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis, *Strategic Management Journal* 27(10), S. 899–913.
- Ulrich, P (2011):** Corporate Governance in mittelständischen Familienunternehmen: Theoretische und empirische Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Wechselwirkungen zwischen Corporate Governance und Controlling, Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden, 1. Aufl.

- Venohr, B (2007):** Unternehmensstrategie - Mergers & Acquisitions, *Working Paper* S. 1–33.
- Verlag Bundesanzeiger (15.2.2012):** Enormes Interesse am Abruf von Jahresabschlüssen.
- Very, P/ Lubatkin, MH/ Calori, R/ Veiga, J (1997):** Relative Standing and the Performance of Recently Acquired European Firms, *Strategic Management Journal* 18(8), S. 593–614.
- Vestring, T/ Rouse, T/ Rovit, S (2004):** Integrate where it matters, *Sloan Management Review* 46(1), S. 15–18.
- Villalonga, B / Amit, R (2006):** How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics* 80(2), S. 385–417.
- Villalonga, B / Amit, R (2010):** Family Control of Firms and Industries, *Financial Management* 39(3), S. 863–904.
- Vogel, DH (2002):** M & A - Ideal und Wirklichkeit, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Walker, MM (2000):** Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth, *Financial Management* 29(1), S. 53–66.
- Wallau, F (2005):** Mittelstand in Deutschland: Vielzitiert, aber wenig bekannt, *Mittelstand in Lehre und Praxis-Beiträge zur mittelständischen Unternehmensführung und zur Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen, Schriftenreihe der FHDW* S. 1–15.
- Ward, JL (2011):** Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership, Palgrave Macmillan, New York.
- Weissman, A / Schultheiss, B (2006):** Familienunternehmen-Auslaufmodelle oder Hoffnungsträger?, in: W Krüger (Hg.), *Praxishandbuch des Mittelstands*, S. 71–87, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Wenzel, A (2006):** Kapitalstrukturpolitik in Wachstumsunternehmen: Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen auf Basis von Jahresabschlussinformationen, Uhlenbruch, Bad Soden/Ts.
- Wernerfelt, B (1984):** A Resource-Based View of the Firm, *Strategic Management Journal* 5(2), S. 171–180.
- Westhead, P / Cowling, M (1998):** Family Firm Research: The need for a Methodological Rethink, *Entrepreneurship Theory and Practice* 23(1), S. 31–56.
- Westhead, P / Howorth, C (2007):** ‘Types’ of private family firms: an exploratory conceptual and empirical analysis, *Entrepreneurship & Regional Development* 19(5), S. 405–431.
- Weston, JF/ Chung, KS / Siu, JA (1998):** Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, Prentice Hall, Upper Saddle River and N.J.
- Williamson, OE (1964):** The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm, Dissertation, Prentice-Hall, Englewood Cliffs and N.J.
- Williamson, OE (1967):** Hierarchical Control and Optimum Firm Size, *Journal of Political Economy* 75(2), S. 123–138.
- Williamson, OE (1968):** Economies as an antitrust defense: The welfare tradeoffs, *The American Economic Review* 58(1), S. 18–36.

- Williamson, OE (1975):** Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization, Free Press, New York.
- Williamson, OE (1985):** The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting, Free Press and Collier Macmillan, New York and London.
- Wimmer, R/ Kolbeck, C/ Rüsen, TA / Bauer, T (2009):** Familienunternehmen und die aktuelle Weltwirtschaftskrise: Eine empirische Bestandsaufnahme.
- Wirtz, BW (2003):** Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Wöhe, G / Döring, U (2002):** Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 21, Vahlen, München.
- Wolter, HJ / Hauser, HE (2001):** Die Bedeutung des Eigentümerunternehmens in Deutschland: Eine Auseinandersetzung mit der qualitativen und quantitativen Definition des Mittelstands, in: IfM Bonn (Hg.), Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001, S. 27–78, Wiesbaden.
- Wortman, MS (1994):** Theoretical Foundations for Family-Owned Business: A Conceptual and Research-Based Paradigm, *Family Business Review* 7(1), S. 3–27.
- Wortman, MS (1995):** Critical Issues in Family Business: An international Perspective of Practice and Research, in: Proceedings of the ICSB 40th World Conference, S. 53–76, Institute of Industrial Economics.
- Wright, P/ Mukherji, A / Kroll, MJ (2001):** A Reexamination of Agency Theory Assumptions: Extensions and Extrapolations, *Journal of Socio-Economics* 30(5), S. 413–429.
- Zaheer, A / Zaheer, S (1997):** Catching the Wave: Alertness, Responsiveness, and Market Influence in Global Electronic Networks, *Management Science* 43(1), S. 1493–1509.
- Zahra, SA / Sharma, P (2004):** Family Business Research: A Strategic Reflection, *Family Business Review* 17(4), S. 331–346.
- Zellweger, TM (2007):** Familieneinfluss und Performance privat gehaltener Unternehmen, *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship* 55(2), S. 77.
- Zellweger, TM/ Meister, R / Fueglistaller, U (2007):** The Outperformance of Family Firms: The Role of Variance in Earnings per Share and Analyst Forecast Dispersion on the Swiss Market, *Financial Markets and Portfolio Management* 21(2), S. 203–220.
- ZEW (04/2013):** M&A-Report : Berichte und Analysen zu weltweiten Fusionen und Übernahmen (April 2013).
- ZEW (2008):** Wirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen: Abschlussbericht an das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi).
- ZEW (2009):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.
- ZEW (Hg.) (2010):** Wirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen, Mannheim.
- ZEW (2011):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen.

- Zollo, M / Meier, D (2008):** What is M&A performance?, *The Academy of Management Perspectives (formerly The Academy of Management Executive)(AMP)* 22(3), S. 55–77.
- Zollo, M / Singh, H (2004):** Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers, *Strategic Management Journal* 25(13), S. 1233–1256.