

**Capital Structure and Tax Policies in German Family
Firms: Empirical Focus on Bank Debt and Tax Avoidance**

Von der Fakultät Wirtschaftswissenschaften
der Leuphana Universität Lüneburg

zur Erlangung des Grades

Doktor der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

(Dr. rer. pol.)

genehmigte Dissertation von

Martin Wendt

aus

Sangerhausen

Eingereicht am: 08.05.2019

Mündliche Verteidigung (Disputation): 17.09.2019

Erstbetreuer und Erstgutachter: Prof. Dr. Patrick Velte
Zweitgutachter: Prof. Dr. Stefan Prigge
Drittgutachter: Prof. Dr. Reinhard Schulte

Die einzelnen Beiträge des kumulativen Dissertationsvorhabens sind wie folgt veröffentlicht:

Autoren	Titel	Zeitschrift	Doi
Thiele, Felix K.; Wendt, Martin (2017)	Family firm identity and capital structure decisions	Journal of Family Business Management 7(2): 221-239	10.1108/JFBM-05-2017- 0012
Kovermann, J.; Wendt, Martin (2019)	Tax avoidance in family firms: Evidence from large private firms	Journal of Contemporary Accounting & Economics 15(2):145-157	10.1016/j.jcae.2019.04.003

Veröffentlichungsjahr: 2019

Veröffentlicht im Onlineangebot der Universitätsbibliothek unter der URL:
<http://www.leuphana.de/ub>

Meiner Familie

Danksagung

Die vorliegende Dissertation wurde im September 2019 von der Fakultät Wirtschaftswissenschaften der Leuphana Universität angenommen.

Ohne die Unterstützung zahlreicher Personen und Institutionen hätte sie in dieser Form nicht realisiert werden können. Für die vielfältig erfahrene Hilfe möchte ich mich an dieser Stelle sehr herzlich bedanken.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinen Doktorvätern Prof. Dr. Patrick Velte und Prof. Dr. Stefan Prigge, die meine Arbeit stets mit viel Verständnis und hohem persönlichem Engagement unterstützt haben. Mein weiterer Dank gilt auch meinem Drittgutachter Prof. Dr. Reinhard Schulte.

Für vielfältige Unterstützung bedanke ich mich ebenfalls bei den Unternehmen Euler Hermes und Roland Berger, welche mir Zugang zu den richtunggebenden Daten gewährt haben und mit fachlichem Rat zur Verfügung standen. Darüber hinaus gilt mein Dank dem Claussen-Simon Graduate Center an der Hamburg School of Business Administration (HSBA). Im Zusammenspiel haben mich die Claussen-Simon-Stiftung und die HSBA sowohl inhaltlich als auch finanziell bei meinem Dissertationsprojekt unterstützt. Der HSBA bin und bleibe ich in besonderem Maße verbunden, da ich hier meine gesamte akademische Laufbahn absolviert habe.

Mein persönlicher Dank gilt schließlich neben vielen Freunden und Bandkollegen meinen Eltern Ingrid und Wolfgang sowie meiner Freundin Kerstin, die meine Arbeit mit großem Engagement unterstützt haben. Der größte Dank gebührt Kerstin. Ihr unermüdlicher Optimismus, ihr Sinn für die vermeintlich kleinen Dinge des Lebens und ihr Verständnis für meine Situation waren ein wesentlicher Treiber für den erfolgreichen Abschluss meiner Dissertation.

Es war nicht immer einfach, aber am Ende einfach schön.

Hamburg, im September 2019
Martin Wendt

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis.....	IV
Abbildungsverzeichnis	V
1 Einleitung	6
1.1 Problemstellung und Relevanz.....	6
1.2 Gang der Untersuchung.....	12
2 Bezugsrahmen für die Analyse des Finanzierungsverhaltens von Familienunternehmen	16
2.1 Definitionsansätze von Familienunternehmen.....	16
2.2 Zusammenhang von Kapitalstruktur und Steuervermeidung.....	21
2.3 Institutioneller Bezugsrahmen	22
3 Theoretische Fundierung	24
3.1 Prinzipal-Agenten-Theorie und Trade-off-Theorie.....	24
3.2 Pecking-Order-Theorie (POT)	30
3.3 Ressourcenbasierter Ansatz.....	32
3.4 Kritische Würdigung.....	34
4 Empirischer Forschungsüberblick	36
4.1 Finanzierungsstrukturen in Familienunternehmen	36
4.2 Steuervermeidungspolitik bei Familienunternehmen.....	50
4.3 Identifizierte Forschungslücken	57
5 Zusammenfassung der Artikel	60
5.1 Family Firm Identity and Capital Structure Decisions	60
5.2 Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale.....	63
5.3 Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms.....	65
5.4 Gesamtbetrachtung der Artikel	67
6 Zusammenfassende Implikationen.....	73
6.1 Forschung.....	73
6.2 Unternehmenspraxis.....	78
6.3 Regulatorik.....	80
7 Fazit.....	84
Literaturverzeichnis.....	87

Artikel 1: Family Firm Identity and Capital Structure Decisions	104
Artikel 2: Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale	133
Artikel 3: Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms ...	174

Abkürzungsverzeichnis

EIASM	European Institute for Advanced Studies in Management
EU	Europäische Union
F-PEC	Family-Power-Experience-Culture
IFERA	International Family Enterprise Research Academy
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLS	Ordinary Least Squares
POT	Pecking-Order-Theorie
SME	Small and Medium-Sized Enterprise
VHB	Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Zusammenfassung der Artikel	15
Tabelle 2: Relevante Kapitalstrukturstudien	47
Tabelle 3: Relevante aggressive Steuervermeidungsstudien	53
Tabelle 4: Übersicht identifizierter Forschungslücken	60
Tabelle 5: Zusammenfassung der Inhalte je Artikel	72

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Konzeptioneller Rahmen	21
Abbildung 2: Überblick über verwendete Theorien.....	25
Abbildung 3: Prinzipal-Agenten-Beziehungen in Familienunternehmen	28

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Relevanz

Die Wertschöpfung von Unternehmen unterliegt dem fortwährenden Einsatz von Kapital, das im Allgemeinen durch den Gesellschafterkreis und Fremdkapitalgeber zur Verfügung gestellt werden kann. Folglich ist die ausreichende **Bereitstellung von finanziellen Mitteln** kritisch für die Existenz von Betrieben und damit eine Kernaufgabe der Geschäftsleitung (Schraml, 2010; Molly et al., 2012; Koropp et al., 2014). Neben den beiden genannten Finanzierungsquellen kann der Kapitalbedarf auch anhand interner Finanzierungselemente gedeckt werden. Voraussetzung dafür ist die sog. Innenfinanzierungskraft des Unternehmens. Ertragreiche Unternehmen können sich dementsprechend ‘aus eigener Kraft‘ anhand thesaurierter Gewinne, Abschreibungen und über Rückstellungen finanzieren (Molly et al., 2012). In der Praxis ergeben sich demnach je nach individuellen Finanzierungspräferenzen und -möglichkeiten unterschiedliche Kapitalstrukturen bei den Unternehmen (Frank & Goyal, 2009).

Insbesondere bei Familienunternehmen lassen sich unterschiedliche Merkmale in den Finanzierungsstrukturen erkennen (Michiels & Molly, 2017). Die **Überschneidung der Sphären Familie und Unternehmen** führt im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen zu **spezifischen Zielsystemen und Präferenzen** (Gómez-Mejía et al., 2007; Chrisman et al., 2010). Diese müssen zum einen familiäre Ziele und zum anderen unternehmerische Ziele berücksichtigen (Molly et al., 2018). Überdies ergeben sich mangels typischer Trennung von Gesellschafter, Management und Kontrollorgan **spezielle Prinzipal-Agenten-Beziehungen** für diese Organisationsform (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Villalonga & Amit, 2006). Ursächlich dafür ist die mangelnde Trennschärfe von Familie, Eigentum und dem Familienunternehmen selbst. Im Dreikreismodell von Tagiuri & Davis (1996) wird ersichtlich, dass die Rollen Familienmitglied, Gesellschafter, Manager und Mitarbeiter im Extremfall auf eine Person fallen können.

Laut einer Bekanntmachung der Europäischen Kommission im Jahr 2015 nehmen Familienunternehmen mit 60 % aller Unternehmen eine zentrale Bedeutung im europäischen Wirtschaftsraum ein (Europäische Kommission, 2015a). In Deutschland kommt den Familienunternehmen eine noch größere Rolle zu. Abhängig von der

zugrundeliegenden Definition und Stichprobe liegen die Anteile der Familienunternehmen zwischen 87 % (Stiftung Familienunternehmen, 2017) und 94 % (Wolter & Sauer, 2017) aller Unternehmen in Deutschland. Sie stellen damit 57 % aller Arbeitsplätze, erwirtschaften ca. 55 % des Gesamtumsatzes (Stiftung Familienunternehmen, 2017) und bilden somit das oft zitierte „Rückgrat der deutschen Wirtschaft“ (Fohlin, 2007). Von 2009 bis 2013 zahlten deutsche Familienunternehmen jährlich im Durchschnitt 46,81 Milliarden Euro an Ertragsteuern, was einem Anteil von 41,7 % des gesamten Ertragssteueraufkommens in Deutschland entspricht (Stiftung Familienunternehmen, 2016).

Familiengeschafter werden in der bis dato vorliegenden Literatur mangels ausreichender Diversifikation ihres Privatvermögens im Allgemeinen als tendenziell **risikoscheu** erachtet (Mishra & McConaughy, 1999). Während sich Nichtfamilienunternehmen durch meritokratische Kultur auszeichnen, setzen Familienunternehmen nicht ausschließlich auf eine durch ökonomische Ziele getriebene Leistungskultur (Steward & Hitt, 2012; Vandemaele & Vancauteran, 2015). Es werden ebenfalls nichtfinanzielle Ziele verfolgt, wie die Sicherstellung der Übergabe an die nächste Generation oder den Erhalt der Familienkontrolle (Berrone et al., 2012). Dies äußert sich in einer im Allgemeinen eher konservativen Geschäftsausrichtung (van Essen et al., 2015). Exemplarisch dafür sind die **Vermeidung von Fremdkapital** (Ampenberger et al., 2013; Lappalainen & Niskanen, 2013; Schmid, 2013) sowie der **Verzicht auf eine aggressive Steuervermeidungspolitik** (Chen et al., 2010; Landry et al., 2013; Mafrolla & D’Amico, 2016). Unter Steuervermeidung werden generell alle Maßnahmen subsumiert, die den Steueraufwand im Vergleich zum Vorsteuergewinn eines Unternehmens reduzieren (Dyregang et al., 2010). Beispielhaft hierfür können Investition in immaterielle Vermögensgüter, Sitzverlegung in Niedrigsteuerländer, Gewinntransfer oder Leasing-Transaktionen angeführt werden (Brune et al., 2019). In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass Steuern mit ca. einem Drittel des Vorsteuergewinns einen erheblichen Liquiditätsabfluss ausmachen und somit direkt den Finanzierungsbedarf beeinflussen (Shackelford & Shevlin, 2001; Chen et al., 2010).

Im Hinblick auf die **Überscheidung zwischen Familie und Unternehmen** stellt sich zudem die Frage, ob es die eine typische Kombination beider Sphären gibt. Existiert das ‚klassische‘ Familienunternehmen? Familiengeprägte Ziele und Präferenzen sind so unterschiedlich wie die Rollen und damit verbunden die Einflussnahme der

Familienmitglieder (Romano et al., 2001). Beispielsweise gibt es Familien mit Familienmitgliedern, die aktiv im Unternehmen tätig sind, und wiederum passive Familiengesellschafter. Ein anderer Fall ist gegeben, wenn alle Gesellschafter zusammen die Geschäftsleitung stellen. Je nach Konstellation und Einbindung familienexterner Personen führt dies zu harmonisierten bzw. divergenten Interessen sowie zur Dominanz oder zur untergeordneten Ausprägung rein betriebswirtschaftlicher Überlegungen (Gómez-Mejía et al., 2007; Stockmans et al., 2010). Insofern entstehen durch Unterschiede bei der Trennung von Eigentum, Management und Kontrolle individuelle Agency-Konstellationen bei Familienunternehmen (Villalonga et al., 2015). Folglich können Familienunternehmen **nicht als homogene Gruppe** bezeichnet werden. Gerade die Unterschiede zwischen Familienunternehmen werden in der Forschungsliteratur betont und treiben die gegenwärtige Heterogenitätsdebatte in der Familienunternehmensforschung an (Chua et al., 2012; Michiels & Molly, 2017; Brune et al., 2019). Bei einem maßgeblichen Einfluss der Familie auf die Unternehmenslenkung (Pearson et al., 2008) müssten zentrale Unternehmensentscheidungen wie die Finanzierung auch durch die heterogenen Ziele, Interessen und Präferenzen geprägt sein (Kimhi, 1997).

Empirische Studien zum Thema Familienunternehmen verwenden dennoch überwiegend vereinfachte Definitionsansätze, die die aufgezeigte Heterogenität nicht abbilden. Seit Beginn der Familienunternehmensforschung besteht eine große Herausforderung darin, einen einheitlichen Begriff und eine schlüssige Operationalisierung für die Empirie zu etablieren (Astrachan et al., 2002; Harms et al., 2014; Steiger et al., 2015; Rau et al., 2018). So wird oftmals eine **Dichotomisierung** auf Basis unterschiedlicher Definitionen und der abgeleiteten ‚familienunternehmenstypischen‘ Kriterien wie Eigentums- und Managementstruktur vorgenommen. Eine nachträgliche Änderung der Kriterien kann die Ergebnisse dabei im Extremfall sogar umkehren (Villalonga & Amit, 2006, S. 413). Die unterschiedliche Ausprägung der Wirkungskanäle von Familieneinfluss wie Macht, Erfahrung und Kultur (Astrachan et al., 2002) sowie die dadurch existierende **Mannigfaltigkeit** von Familienunternehmen bleiben dabei gänzlich unberücksichtigt. Die bloße Betrachtung von Eigentums- und Managementstrukturen erfasst dabei keine Unterschiede im Verhalten, das heißt die **Essenz** des Familienunternehmens. Mit der F-PEC-Skala (Family-Power-Experience-Culture) existiert eine differenzierende Operationalisierung, die jedoch in der Empirie sehr selten Anwendung fand.

Bei einer Vielzahl existierender Studien ist kritisch zu bemerken, dass sich die verwendeten Stichproben aufgrund der besseren Datenlage **überwiegend auf börsennotierte Unternehmen beziehen**. Je nach Segment sind börsennotierte Unternehmen mit umfassenden Publizitätspflichten wie der Veröffentlichung von Quartalsberichten und Ad-hoc-Mitteilungen konfrontiert. Darüber hinaus sind sie den Renditeerwartungen und der Kontrolle des Kapitalmarktes ausgesetzt (Chen et al., 2010; Badertscher et al., 2018). In der Familienunternehmensforschung wird zugleich eine zurückhaltende Publizitätspolitik und eine nicht rein monetär geprägte Entscheidungsfindung mit Familienunternehmen in Verbindung gebracht (Berrone et al., 2012). Es stellt sich daher die Frage, inwiefern die im Börsenkontext gewonnenen Ergebnisse auf nichtbörsennotierte Familienunternehmen übertragbar sind. Laut einer Studie der Stiftung Familienunternehmen handelt es sich bei ca. 200 der 450 CDAX-Unternehmen um Familienunternehmen (Stiftung Familienunternehmen, 2009). Bezogen auf den Unternehmensbestand von ca. 3,5 Millionen in Deutschland (Statistisches Bundesamt, 2018) wurde hier nur ein kleiner Ausschnitt beleuchtet. Ferner besteht ein Zweifel, ob die bisherigen Finanzstudien die speziellen und **heterogenen** Zielsysteme der mehrheitlich kapitalmarktfernen Familienunternehmen abbilden (Klein, 2000; Botero et al., 2015).

Die Analyse von Familienunternehmen als recht junge Forschungsdisziplin verzeichnete in den letzten beiden Dekaden einen rasanten Anstieg wissenschaftlicher Beiträge in führenden internationalen Journals (Gómez-Mejía et al., 2011; Xi et al., 2015; Jimenez-Castillo & Hoy, 2019). Die publizierten Studien liefern zwar einen ersten Beitrag zum Verständnis der Finanzierungsentscheidungen, konzentrieren sich aber überwiegend auf generelle Unterschiede zwischen Familien- und Nichtfamilienunternehmen (Williams et al., 2018). Ferner ist in den Studien häufig **keine Verbindung zwischen klassischen Finanztheorien** wie der Trade-off-Theorie **und theoretischen Ansätzen aus der Familienunternehmensforschung** wie dem Familiness-Ansatz zu finden (Voordeckers et al., 2014). Eine theoretische Fundierung identifizierter Unterschiede ist daher nur begrenzt möglich. Der Fokus auf börsennotierte Unternehmen sowie die Vernachlässigung der Heterogenität und verschiedener Dimensionen von Familieneinfluss lassen überdies zahlreiche Fragen offen wie z.B. ob nichtbörsennotierte Familienunternehmen per se risikoscheuer agieren oder ob Familienwerte eine tragende Rolle bei der Wahrnehmung externer Stakeholder spielen. In der Gesamtbetrachtung wird die bestehende Forschung der

wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen daher nicht vollumfänglich gerecht (Michiels & Molly, 2017).

Folglich ist ein tiefgreifendes Verständnis der Auswirkungen spezifischer Eigenschaften auf die **Finanzierung von Familienunternehmen** notwendig, um Finanzierungspräferenzen ableiten und gegebenenfalls regulatorisch sowie angebotsseitig auf Rahmenbedingungen einwirken zu können. Damit einhergehend kann zum einen ein wichtiges Wissen zum besseren Verständnis von Familienunternehmen gewonnen werden. Zum anderen kann damit ein Beitrag zum Fortbestand der wirtschaftlich und gesellschaftlich wichtigen Familienunternehmen in Deutschland geleistet werden.

Ziel der vorliegenden kumulativen Dissertation ist es daher, existierende Forschungslücken in Bezug auf die Finanzierung von Familienunternehmen zu schließen. Zur Klassifizierung von Familienunternehmen wird folgende gängige Definition verwendet: die Mehrheit der Gesellschafteranteile wird durch eine oder durch mehrere Familien gehalten; ein maßgeblicher Einfluss der Familie liegt vor und eine transgenerationale Orientierung ist gegeben (Stiftung Familienunternehmen, 2017).

Die eingebrachten Forschungsartikel widmen sich dem Zusammenhang mehrdimensionalen Familieneinflusses und dessen Auswirkungen auf die Kapitalstruktur und Steuervermeidung. Die vorliegende Arbeit analysiert Finanzierungsdeterminanten in großen, nichtbörsennotierten Familienunternehmen in Deutschland und erweitert die gegenwärtige Forschung um die Perspektive der kapitalmarktfernen Unternehmen. Darüber hinaus soll durch Analyse angebotsseitiger Faktoren ein besseres Verständnis für die Interaktion mit Banken als wichtigste Kapitalgeber für deutsche Unternehmen erreicht werden (Lehmann & Neuberger, 2001; Behr & Güttler, 2007; D'Aurizio et al., 2015). Zudem wird neben der traditionellen Bankenfinanzierung auch eine alternative Finanzierung über Lieferantenkredite einbezogen. Im Sinne einer gesamtheitlichen Betrachtung des Finanzmanagements wird die Vermeidung von Steuern als Teil der Innenfinanzierung in die empirischen Analysen dieser Arbeit einbezogen. Die Kapitalstruktur ist ein Ergebnis verschiedener nachfrageseitiger und angebotsseitiger Faktoren, die von dem Familienunternehmen selbst ausgehen bzw. auf dieses einwirken. Mit der Verbindung von klassischen Finanztheorien (Prinzipal-Agenten-Theorie, Pecking-Order-Theorie)

und Theorien aus der Familienunternehmensliteratur (ressourcenbasierter Ansatz ‚Familiness‘) wird ferner ein wissenschaftlicher Beitrag geleistet, der eine kontextbasierte Hypothesenableitung ermöglicht und damit eine fundierte Wertung der gewonnenen Ergebnisse zulässt.

Die zuvor genannten Forschungslücken werden im Rahmen der einzelnen Artikel dieser Arbeit aufgegriffen. Im **ersten Artikel** wird ein typologischer Vergleich von Familien- und Nichtfamilienunternehmen hinsichtlich der Kapitalstruktur durchgeführt. Die Stichprobe umfasst große, nichtbörsennotierte Familienunternehmen. Ziel des ersten Beitrages ist die Identifikation von zentralen Unterschieden bei der Aufnahme von Fremdkapital und der Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten. Es wird überdies ein möglicher Zusammenhang zwischen der Identität des Familienunternehmens und dem Zugang zu Fremdkapital aufgezeigt.

Der **zweite Artikel** legt den Fokus auf die Erklärung von Unterschieden innerhalb von Familienunternehmen und ihre Auswirkungen auf die Kapitalstruktur. Er setzt auf dem simplifizierten Messkonzept des ersten Artikels auf und richtet den Blick auf Unterschiede innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen. Anhand selbst erhobener Umfragedaten mit korrespondierenden Finanzdaten wird die Heterogenität von Familienunternehmen berücksichtigt. Erstmals fließen Aspekte wie Werte, Normen und Kultur in die Kapitalstrukturbetrachtung von Familienunternehmen ein. Ziel ist die Analyse verschiedener Dimensionen von Familieneinfluss in ihrer Eigenschaft als potenzielle und nicht zwangsweise gleichgerichtete Finanzierungsdeterminanten.

Im **dritten Artikel** wird die Ausübung von Steuervermeidung in Familienunternehmen untersucht. Kern der empirischen Untersuchung ist die Analyse des Zusammenhangs zwischen Eigentümerstruktur und Steuervermeidung. Neben dem typologischen Vergleich zwischen Familien und Nichtfamilienunternehmen wird auch der Einfluss der Gesellschafteranzahl auf Steuervermeidung untersucht.

Die Ergebnisse der drei Artikel werden am Ende der vorliegenden Dissertation in einer Gesamtbetrachtung miteinander verbunden. Die im gemeinsamen Kontext der Finanzierung gestellten Erkenntnisse zielen auf die Ableitung von Handlungsempfehlungen für die Forschung, Unternehmenspraxis und Gesetzgebung ab.

1.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende kumulative Dissertation besteht aus drei in sich geschlossenen Artikeln und einem Rahmenpapier. Alle drei Artikel lassen sich durch die im vorherigen Abschnitt dargestellten Fragestellungen motivieren. Sie basieren auf einem empirisch-quantitativen Forschungsdesign. Die nachfolgende *Tabelle 1* gibt einen systematischen Überblick über die Autorensituation, den methodischen Ansatz, die aktiven Konferenzpräsentationen sowie den Publikationsstatus samt Zeitschriftenrating nach VHB Jourqual 3.0. Die Gesamtsumme der nach Anteilen gewichteten Artikel beträgt 2,0 Punkte und setzt sich aus einem Artikel in alleiniger (1 Punkt) und zwei Artikeln in anteiliger Autorenschaft (jeweils 0,5 Punkte) zusammen.

Der **erste Artikel** mit dem Titel Family ‘Firm Identity and Capital Structure Decisions‘ zielt darauf ab, grundsätzliche Unterschiede in der Kapitalstruktur zwischen 691 Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen zu untersuchen. Dabei liegt Schwerpunkt in der Analyse des Familieneinflusses sowie der Identität als Familienunternehmen und auf der Auswirkung auf die Kapitalstruktur des Unternehmens. Bei der Klassifizierung in Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen wird eine Klassifizierung des Hamburger Instituts für Familienunternehmen (HIF) verwendet. Der erste Artikel nutzt eine simplifizierte Dummy-Variable für Familienunternehmen. Die Panelregressionen greifen auf Finanzdaten der Jahre 2010–2014 zurück. Dabei kommen ein Random-Effekt-Schätzer sowie ein Tobit-Schätzer zum Einsatz, um nichtbeobachtbare, firmenindividuelle Unterschiede zwischen den Familienunternehmen zu berücksichtigen (Baltagi, 2013; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Überdies kontrolliert der Tobit-Schätzer für den hohen Stichprobenanteil von Firmen ohne jegliche Verschuldung (29,8 %). Das theoretische Fundament für die Hypothesenableitung bilden die Prinzipal-Agenten-Theorie sowie der ressourcenbasierte Ansatz/Familiness-Ansatz. Die Erstellung des Artikels erfolgte in Zusammenarbeit mit einem anderen Autor (anteilige Autorenschaft: 0,5 Punkte). Der Artikel wurde im Rahmen zweier internationaler, wissenschaftlicher Tagungen (vgl. *Tabelle 1*) vorgetragen und auf Basis der Rückmeldungen weiterentwickelt. Im Juni 2017 wurde der Artikel im ‘Journal of Family Business Management‘ (VHB Jourqual 3.0 Rating: C) veröffentlicht.

Der **zweite Artikel** mit dem Titel ‘Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale‘ baut auf der grundsätzlichen Untersuchung der Kapitalstruktur des ersten Artikels auf. Dennoch wird die Untersuchung dahingehend erweitert, dass keine simplifizierte Dummy-Variable zur Bestimmung von Familienunternehmen verwendet wird. Anhand einer zwischen Juni und Oktober 2017 durchgeführten Umfrage erfolgte eine Selbstbestimmung der Unternehmen, ob sie sich als Familienunternehmen einordnen (vgl. *Tabelle 1*). Überdies wurden die Ausprägungen der Dimensionen Macht, Erfahrung und Kultur als verschiedene Wirkungskanäle von Familieneinfluss erhoben. Dieser Ansatz greift auf die F-PEC-Skala zurück, die eine anerkannte, statistisch validierte Messmethode für den Familieneinfluss in Unternehmen darstellt (Holt et al., 2010). Damit wird im Gegensatz zum ersten Artikel eine multidimensionale Betrachtung von Familienunternehmen verfolgt und daher die Berücksichtigung von Heterogenität möglich. In der Analyse des zweiten Artikels werden die Dimensionen auf ihre potenzielle Bedeutung als Determinanten für eine Bankverschuldung untersucht. Somit liegt der Schwerpunkt nicht auf der Herausstellung von Unterschieden zwischen Familien- und Nichtfamilienunternehmen, sondern auf der Differenzierung innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen. Dafür werden qualitative Daten aus der selbst durchgeführten Umfrage mit Finanzdaten von 98 Unternehmen kombiniert. Die Umfragedaten werden zunächst mit einer Faktorenanalyse hinsichtlich ihrer Validität untersucht und dann mit den Finanzdaten in eine Ordinary Least Squares (OLS) und Tobit-Regression integriert. Zur Hypothesenbildung wird die Prinzipal-Agenten-Theorie mit dem ressourcenbasierten Ansatz/Familiness-Ansatz kombiniert. Die Erstellung des Artikels erfolgte in alleiniger Autorenschaft (1 Punkt). Die Studie wurde auf zwei internationalen, wissenschaftlichen Konferenzen vorgestellt. Der Artikel wurde im Mai 2019 an das ‘Journal of Family Business Strategy‘ (VHB Jourqual 3.0 Rating: C) versendet und befindet sich derzeit in der Begutachtung.

Der **dritte Artikel** mit dem Titel ‘Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms‘ untersucht Unterschiede in der Steuervermeidung in großen und nichtbörsennotierten Familien- und Nichtfamilienunternehmen in Deutschland. Es wird untersucht, wie sich die Dominanz eines Familiengeschafters und damit verbundene Anreize zur Benachteiligung von Minderheitsgeschaftern in der Reichweite der Steuervermeidungspolitik niederschlagen. Darüber hinaus wird auch die Anzahl der Geschafter als einer der potenziellen Treiber für Steuervermeidung

untersucht. Bei der Klassifizierung in Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen wird wiederum die externe Klassifizierung des Hamburger Instituts für Familienunternehmen (HIF) eingesetzt. In der Regression werden neben dem Dummy für Familienunternehmen auch die Anteile in Familienhand sowie die Gesellschafteranzahl als unabhängige Variablen eingebracht. Die sich anschließenden Panelregressionen greifen auf Finanzdaten von 678 Unternehmen der Jahre 2010–2014 zurück. Dabei kommen ein Random-Effekt-Schätzer sowie ein Pooled-OLS-Schätzer zum Einsatz,

	Artikel 1	Artikel 2	Artikel 3
Titel	Family Firm Identity and Capital Structure Decisions	Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale	Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms
Autor(en) & Jahr	Thiele, Felix; Wendt, Martin (2017)	Wendt, Martin (2019)	Kovermann, Jost; Wendt, Martin (2019)
Autorenleistung	Anteilige Autorenschaft (0,5 Punkte)	Alleinige Autorenschaft (1 Punkt)	Anteilige Autorenschaft (0,5 Punkte)
Methodischer Ansatz & Datengrundlage	Random-Effect und Tobit-Regression, 691 Firmen, 2010–2014	Faktorenanalyse, OLS- und Tobit-Regression unter Einbeziehung qualitativer Daten aus eigener Umfrage, 98 Firmen, 2015/2016	Random-Effect und Pooled-OLS, 678 Firmen, 2010–2014
Konferenzpräsentationen	1) 2nd International Family Business Research Forum (Neapel, Italien, 15.–16.09.2016)	1) FIFU DACHLi, Konferenz der deutschsprachigen „Forschungszentren & -institute für Familienunternehmen“ (Innsbruck, Österreich, 1.–3.03.2018)	
	2) EIASM 13th Workshop on Family Firm Management Research (Bilbao, Spanien, 26.–27.05.2017)	2) EIASM 14th Workshop on Family Firm Management Research (Larnaca, Zypern, 17.–19.05.2018)	
Publikationsstatus	Angenommen und veröffentlicht: ‘Journal of Family Business Management‘ (2017) 7, 221–239 Doi: 10.1108/JFBM-05-2017-0012	Eingereicht beim: ‘Journal of Family Business Strategy‘	Angenommen und in Veröffentlichung: ‘Journal of Contemporary Accounting and Economics‘ (2019) 15, 145–157, Doi: 10.1016/j.jcae.2019.04.003
Zeitschriftenrating	VHB-Jourqual 3.0 Rating: C	VHB Jourqual 3.0 Rating: C	VHB Jourqual 3.0. Rating: C

Tabelle 1: Zusammenfassung der Artikel

um nichtbeobachtbare, firmenindividuelle Unterschiede zwischen den Familienunternehmen zu berücksichtigen (Baltagi, 2013).

Die Erstellung des Artikels erfolgte in Co-Autorenschaft (anteilige Bewertung: 0,5 Punkte). Der Artikel wurde am 12. Februar 2019 im ‘Journal of Contemporary Accounting and Economics‘ angenommen (VHB Jourqual 3.0 Rating: C). Er befindet sich gegenwärtig in der Veröffentlichung.

Tabelle 1 liefert einen Überblick über die Struktur der vorliegenden Arbeit. Es erfolgt eine Einordnung der drei Artikel in die zugrundeliegenden Forschungsfelder sowie eine Zuordnung der verwendeten Theorien. Neben den verfassten Artikeln ist das **Rahmenpapier** ein wesentliches Element der kumulativen Dissertation. Hier sollen die Inhalte der Artikel dargestellt, in einen übergeordneten Kontext eingebettet und Zusammenhänge aufgezeigt werden. Im weiteren Verlauf gliedert sich das Rahmenpapier daher folgendermaßen: Zunächst wird der Bezugsrahmen für die Untersuchung von Finanzierungspräferenzen beleuchtet. Anschließend werden die theoretischen Grundlagen für die Hypothesenableitung innerhalb der Fachartikel erläutert. Danach wird ein Literaturüberblick aus den Themenfeldern Kapitalstrukturen und Steuergestaltung in Familienunternehmen gegeben. Dieser mündet in die Ableitung von Forschungslücken. Im Anschluss daran werden die drei Beiträge kurz zusammengefasst und übergeordnete Implikationen und Handlungsempfehlungen dargestellt. Das Rahmenpapier schließt mit einem Fazit, gefolgt von den vollständigen Versionen aller Artikel.

2 Bezugsrahmen für die Analyse des Finanzierungsverhaltens von Familienunternehmen

2.1 Definitionsansätze von Familienunternehmen

In 30 Jahren Familienunternehmensforschung hat sich noch kein einheitlicher Familienunternehmensbegriff herausgebildet (Hiebl et al., 2012). Dies führt dazu, dass auch der Anteil der Familienunternehmen innerhalb der Studien je nach Definition variiert und die Forschungsergebnisse schwer vergleichbar oder gar gegensätzlich sind (Steiger et al., 2015). Grundsätzlich betonen aber alle Definitionsansätze im Schrifttum eine hinreichende Interaktion der Systeme Familie und Unternehmen (Frank et al., 2017). Durch dieses Zusammenwirken entstehen familientypische

Ressourcen und Fähigkeiten, die sich positiv und negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirken können (Wernerfelt, 1984; Habbershon & Williams, 1999). Im Sinne dieses ressourcenbasierten Ansatzes wird die **Familiness** als hinreichender Einfluss der Familie auf das Unternehmen als **Grundvoraussetzung** gesehen (Weismeier-Sammer et al., 2013).

Dafür gibt es zwei dominierende Definitionsansätze: den sog. **Komponentenansatz** und den **Essenzansatz** (Chrisman et al., 2005; Basco, 2013). Darüber hinaus wurde mit der Einführung der **F-PEC-Skala** eine weitere Vereinheitlichung angestrebt (Klein et al., 2005). Sie misst die Stärke des Familieneinflusses über die Kanäle ‚Power‘ (Macht), ‚Experience‘ (Erfahrung) und ‚Culture‘ (Kultur) anhand eines standardisierten Fragenkatalogs (Holt et al., 2010) und vereint Elemente des Komponenten- und des Essenzansatzes.

Die im Rahmen dieser Dissertation durchgeführten Studien bedienen sich der beiden gängigsten Definitionsansätze, wobei der zweite Artikel explizit die F-PEC-Skala verwendet. Im Folgenden wird daher näher auf die erwähnten Definitionsansätze eingegangen und die F-PEC-Skala vorgestellt.

Der **Komponentenansatz** ist der meist genutzte Definitionsansatz und beschreibt den Familieneinfluss über drei leicht messbare und objektivierbare Komponenten (Steiger et al., 2015). Diese umfassen üblicherweise Gesellschaftsanteile, Repräsentanz der Familie in der Geschäftsleitung sowie in den Aufsichtsorganen (Chua et al., 1999; Westhead et al., 2001; Renner, 2016). Hinter dem Ansatz verbirgt sich die Annahme, dass Familieneinfluss über diese formalen Kanäle ausgeübt wird und es sich daher um ein Familienunternehmen handelt (Zellweger et al., 2010; Mazzi, 2011). Nach Klein (2000) berechnet sich der Familieneinfluss additiv aus den drei genannten Komponenten, während der prozentuale Einfluss über die drei Komponenten bei Familienunternehmen mindestens 100 % ergeben sollte. In der Kritik steht dieser vereinfachte Ansatz, weil Verhalten und Charakter des Unternehmens vollständig vernachlässigt werden (Chua et al., 1999). Darüber hinaus existieren in der Forschungspraxis unterschiedliche Grenzwerte für Eigentumsanteil, Managementanteil und Beteiligung in Aufsichtsorganen (Michiels & Molly, 2017). Dies führt zu einer Verzerrung in den Ergebnissen und zu einer mangelnden Vergleichbarkeit von Studien (Villalonga & Amit, 2006; Siebels & Knyphausen-Aufseß, 2012). Dies ist auf international unterschiedliche institutionelle und rechtliche

Rahmenbedingungen zurückzuführen. Es existieren zum Beispiel unterschiedliche Schwellenwerte, um auch als Minderheitsgesellschafter Einfluss auf Hauptversammlungsbeschlüsse zu nehmen (La Porta et al., 1999). Zellweger et al. (2010) sehen im Komponentenansatz nur die Messung eines potenziellen Einflusses, der aber nicht unbedingt gelebt wird und daher nicht zwangsläufig dem aktiven Einfluss entspricht.

Aus diesem Grund gibt es mit dem **Essenzansatz** eine erweiterte Betrachtungsweise des Familieneinflusses. Der zentrale Unterschied in diesem Ansatz besteht darin, dass hier nicht der formale Einfluss auf das Unternehmen als Gradmesser dient, sondern das Verhalten und der Anspruch, als Familienunternehmen wahrgenommen zu werden (Chua et al., 1999; Chrisman et al., 2003; Dawson & Mussolino, 2014). Ein Unternehmen ist ein Familienunternehmen, wenn es eine familienpezifische Kultur aufweist und Entscheidungen, Strategien sowie Ziele durch den Familieneinfluss geprägt sind (Kotlar et al., 2014). Typische Ziele, wie z. B. die Weitergabe des Unternehmens an die nächste Generation, die Aufrechterhaltung des Familieneinflusses und eine positive Außenwirkung (Chrisman et al., 2005; Ahlers, 2014; Williams et al., 2018) sind nicht zwingend ökonomisch geprägt. Ein Unternehmen mit einem hohen Anteil an Familiengesellschaftern sowie mit Familienmitgliedern in Geschäftsleitung und Aufsichtsorganen muss nicht zwangsläufig familientypische Ziele verfolgen. Eine trennscharfe Unterscheidung zwischen Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen ist aufgrund der erschwerten Objektivierbarkeit des Essenzansatzes nur schwer möglich (Anglin et al., 2017; Frank et al., 2017). Ergänzend sei erwähnt, dass mit dem Aufsatz von Zellweger et al. (2010) noch ein weiterer Ansatz neben **Komponenten- und Essenzansatz** eingeführt wird. Der sog. **Ansatz der organisatorischen Identität** berücksichtigt noch einmal explizit die Beziehung der Familie zum Unternehmen. Es wird davon ausgegangen, dass durch die Prägung der Familie und die Unterstützung der Familie die Wahrnehmung des Unternehmens durch andere Stakeholder positiv beeinflusst werden kann.

Die beschriebenen Ansätze konkurrieren nicht, sondern ergänzen sich, um eine verbesserte theoretische Aussagekraft bei der Definition von Familienunternehmen zu erzielen. Wie bereits beschrieben, stellt der Essenzansatz die Forschungspraxis vor die Herausforderung der Operationalisierbarkeit (Berrone et al., 2012). Mit der **F-PEC-Skala** (Klein et al., 2005) wurde ein operationaler Definitionsansatz geschaffen, der

den Komponentenansatz mit dem Essenzansatz verbindet und auch die Heterogenität von Familienunternehmen messbar machen soll (Astrachan et al., 2002). Während die Dimension ‚Power‘ (Macht) den Komponentenansatz darstellt, ergänzen ‚Experience‘ (Erfahrung) und ‚Culture‘ (Kultur) die Essenz des Familienunternehmens. Die Berücksichtigung der beiden letztgenannten Dimensionen ist mit einem zusätzlichen Datenerhebungsaufwand für qualitative Merkmale verbunden (Holt et al., 2010; Rau et al., 2018). So erfasst die Erfahrungsdimension das kumulierte Wissen, das im Familienunternehmen über Generationen hinweg übermittelt wurde. Die Dimension Kultur bildet die Überlappung von Familienzielen und Geschäftszielen sowie die Identifikation der Familienmitglieder mit dem Unternehmen ab (Astrachan et al., 2002). Ein entsprechend validierter Fragenkatalog zur Erhebung der drei Dimensionen wird durch Holt et al. (2010) zur Verwendung in der Empirie bereitgestellt. Gerade in der Kulturdimension werden auch Aspekte der organisatorischen Identität erfasst (Zellweger et al., 2010). In der Kapitalstruktur- und Steuerforschung gibt es bislang nur eine Studie, die die vollständige F-PEC-Skala im Modell berücksichtigt (Sánchez-Marín et al., 2016; Michiels & Molly, 2017; vgl. *Kapitel 4*). Der zweite Artikel setzt auf einen innovativen Ansatz und bildet anhand der vollständigen F-PEC-Skala die Heterogenität von Familienunternehmen ab und untersucht den Einfluss auf die gewählte Kapitalstruktur.

Die anderen beiden Artikel nutzen ein klassisches Forschungsdesign, das aufgrund der besseren Operationalisierbarkeit den Komponentenansatz vorrangig berücksichtigt, aber auch den Fortführungswillen in Betracht zieht. Die verwendeten Definitionen für die Kategorisierung von Familienunternehmen werden in den Artikeln jeweils explizit herausgestellt. Als Leitkriterien für alle Artikel können folgende vier Aspekte herangezogen werden (Stiftung Familienunternehmen, 2017):

- **Mehrheit an Gesellschaftsanteilen** durch eine oder mehrere Familien (Komponentenansatz),
- **maßgeblicher Einfluss** einer oder mehrerer Familien durch Übernahme einer Führungstätigkeit in der Geschäftsleitung oder Ausübung von Entscheidungs- und Kontrollrechten in Aufsichtsorganen (Komponentenansatz),
- Etablierung einer **Unternehmens- und Wertekultur**, die im Einklang mit den Werten der Familie(n) ist (Essenzansatz), sowie
- **transgenerationale Ausrichtung** des Unternehmens (Essenzansatz).

Abschließend kann festgestellt werden, dass die Literatur über Familienunternehmen insgesamt eine Vielzahl unterschiedlichster Definitionen liefert. Mit dem Komponenten- und Essenzansatz ist eine Systematisierung bestehender Definitionen möglich. Aufgrund der herausfordernden Operationalisierbarkeit von Erfahrung und Kultur begnügen sich viele quantitative Studien bei der Kategorisierung mit Daten über Gesellschaftsanteile und Repräsentanz im Management sowie in Aufsichtsorganen.

Bei der Analyse der Finanzierungsdeterminanten von Familienunternehmen werden im Rahmen dieser Dissertation spezifische Merkmale des Familienunternehmens und allgemeine Unternehmensmerkmale wie Umsatzgröße oder Industriezugehörigkeit getrennt betrachtet. Dies erfolgt durch die Berücksichtigung von Kontrollvariablen. Vorrangig werden aber im Sinne des Komponentenansatzes spezifische Merkmale der Familienunternehmen wie Eigentümerstruktur, Besetzung der Geschäftsführung und Repräsentanz der Familie in Aufsichtsorganen betrachtet. Über diese Corporate-Governance-Elemente hinaus werden im zweiten Artikel durch Berücksichtigung der F-PEC-Skala weitere Einflussfaktoren, wie die transgenerationale Ausrichtung und die Verfolgung familientypischer Ziele, analysiert. Dieser Artikel ergänzt den Komponentenansatz mit dem Essenzansatz.

Die Analyse des Finanzierungsverhaltens gliedert sich im Rahmen dieser Arbeit in zwei Teilkomponenten (vgl. *Abbildung 1*). Zunächst werden Bankenverschuldung und Lieferantenkredite als Mittel der externen Familienunternehmensfinanzierung betrachtet. Im zweiten Schritt wird Steuervermeidung als ein alternatives Mittel der Innenfinanzierung betrachtet.

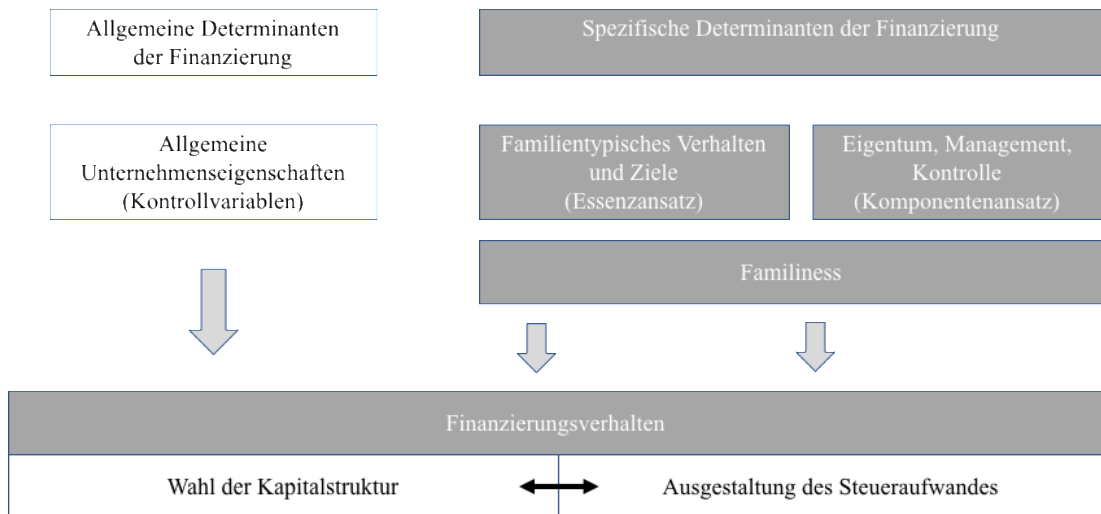


Abbildung 1: Konzeptioneller Rahmen

2.2 Zusammenhang von Kapitalstruktur und Steuervermeidung

In der neoklassischen Finanzierungstheorie wird mit dem **Irrelevanztheorem** (Modigliani & Miller, 1958) von einem perfekten Kapitalmarkt ausgegangen. Im perfekten Kapitalmarkt gibt es keine Transaktionskosten, Steuern und Informationsasymmetrien. Alle Marktteilnehmer auf Angebots- sowie Nachfrageseite handeln perfekt rational (Schmidt & Teberger, 1997; Graham, 2003). Auf Basis der genannten Annahmen können Wertsteigerungen nur durch Investitionsentscheidungen erzielt werden und nicht durch Finanzierungsentscheidungen. Mit anderen Worten sollten Unternehmen in ihrer Wahl der Kapitalstruktur indifferent sein. Das Theorem und seine strengen Annahmen stehen aufgrund ihrer mangelnden Anwendbarkeit in der Kritik. DeAngelo & Masulis (1980) hingegen berücksichtigen Steuern in der Wahl der optimalen Kapitalstruktur. Dabei unterscheiden sie steuerliche Vorteile aus Fremdkapital (Zinsen) und auf Nichtfremdkapital basierte Steuerabzüge (sog. ‚non-debt tax shields‘ wie Abschreibungen und staatliche Investitionszuschüsse). Unternehmen, die weniger von ‚non-debt tax shields‘ profitieren, können ihre Gesamtkapitalrentabilität steigern, indem sie Fremdkapital aufnehmen. Wird das mit der Fremdkapitalaufnahme steigende Insolvenzrisiko in Betracht bezogen, so hat auch die beschriebene Profitabilitätsoptimierung ihre Grenzen. Folglich muss ein Gleichgewicht zwischen den steuerlichen Vorteilen und marginalem Insolvenzrisiko bei der Wahl der Kapitalstruktur hergestellt werden (Myers, 1984). Zusammenfassend hängen damit die Steuerbelastung und die Wahl der Fremdkapitalquote zusammen (Burgstaller & Wagner, 2015). Eine niedrige Steuerbelastung könnte daher u. a. auf

eine höhere Fremdkapitalquote zurückzuführen sein. Dennoch ist es fraglich, ob bei Familienunternehmen wirklich ein unmittelbarer Zusammenhang, wie zuvor beschrieben, besteht. Aus Sicht der Unternehmen sind Steuerzahlungen mit einem Drittel des Vorsteuergewinns ein großer Kostenblock, der ebenfalls die Liquidität und damit die interne Finanzierungskapazität direkt belastet (Chen et al., 2010). Andererseits hat Steuervermeidung als Mittel zur Stärkung der Innenfinanzierungskraft auch seine Grenzen. Steuervermeidungspraktiken führen teils zu unsicheren Konsequenzen durch den Fiskus (Badertscher et al., 2013). Dies kann zu einem Reputationsverlust, intensiverer Kontrolle und erhöhten Transparenzanforderungen führen, was aus Sicht von Familienunternehmen in besonderem Maße unattraktiv ist (Schraml, 2010; Zellweger et al., 2010; Brune et al., 2019). Nicht zuletzt kann durch schlechte Reputation auch der Zugang zu externem Kapital und damit der finanzielle Spielraum nachhaltig beeinträchtigt werden (Kovermann, 2018). Es besteht somit ein Spannungsfeld zwischen ressourcenoptimierender Steuervermeidung, Reputation und finanzieller Flexibilität. Die vorliegende Dissertation sieht daher Steuer- und Kapitalstrukturentscheidungen als interdependente Kernelemente der Unternehmensfinanzierung und untersucht beide Sachverhalte in Bezug auf die Besonderheiten von Familienunternehmen.

Die dafür notwendigen Überlegungen der neuen institutionenökonomischen Finanzierungstheorie und Familienunternehmensforschung werden in *Kapitel 3* tiefergehend erläutert. In der Gesamtbetrachtung der Artikel wird abschließend noch einmal auf übergeordnete Ergebnisse der drei Einzelstudien eingegangen.

2.3 Institutioneller Bezugsrahmen

Für Deutschland muss im Hinblick auf die Kapitalstruktur und Steuergestaltung zunächst zwischen Kapital- und Personengesellschaften unterschieden werden. Die Rechtsform wirkt sich bei der Aufnahme von Fremdkapital besonders aus, da mit ihr auch die Haftung der Gesellschafter gegenüber Dritten variiert. Während bei Personengesellschaften ein Rückgriff auf das Privatvermögen möglich ist, kann bei Kapitalgesellschaften das Privatvermögen vor Haftungsansprüchen Dritter in der Regel abgeschirmt werden (Ang, 1992). Dies schlägt sich auch in der gewählten Kapitalstruktur nieder und sollte in der Empirie berücksichtigt werden (Steijvers & Voordeckers, 2009). Die im Rahmen der Dissertation durchgeführten Studien schließen Personengesellschaften aus, da die Bewertung des Gesellschaftervermögens

in der Kreditvergabe berücksichtigt wird und diese Informationen für Personengesellschaften in den Studien nicht herangezogen werden konnten (Steijvers et al., 2010). Darüber hinaus scheint die Vergleichbarkeit von Kapital- und Personengesellschaft aufgrund des mit der Haftung verbundenen Risikos als nicht gegeben. Für Deutschland als Ausgangspunkt der durchgeführten Studien lassen sich zudem übergreifende Merkmale bezüglich der Aufnahme von Fremdkapital über Banken finden. In Deutschland spielt die Hausbankfinanzierung eine übergeordnete Rolle. Dies drückt sich durch enge und langfristige Beziehungen der Unternehmen zu ihren Banken aus (Elsas & Krahen, 1998; Lehmann & Neuberger, 2001; Behr & Güttler, 2007; Ampenberger et al., 2013).

Nach der letzten Finanzkrise wurden im Jahr 2010 zahlreiche regulatorische Eingriffe mit dem Vorschriftenpaket Basel III vorgenommen. Dies führte zu veränderten Eigenkapitalanforderungen und Dokumentationspflichten für europäische Banken, die Ende 2017 weiter verschärft wurden (Blanchard, 2015; KfW, 2016; Bakry et al., 2018). Die Regeln zielen auf die Stabilisierung des europäischen Bankensektors und damit auf eine strengere Kreditvergabe ab. Wie bereits in der Einleitung formuliert, ist der Kreditbestand in Deutschland dennoch steigend (KfW, 2018). Dies könnte seine Begründung in der bereits ausgeführten langfristigen Beziehung zu Banken finden. Eine Verschärfung der Kreditvergabe bleibt aufgrund der sich derzeit eintrübenden Konjunktur abzuwarten.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland statten Kreditgeber in Deutschland mit umfangreichen Rechten aus, während die Rechte von Eigenkapitalinvestoren im internationalen Vergleich eingeschränkter sind. Dies ist überdies auch eine Erklärung der in Deutschland vorherrschenden hohen Konzentration von Gesellschaftsanteilen. Ein schwächerer Investorenschutz stellt gerade für Minderheitsgesellschafter im potenziellen Interessenkonflikt mit Mehrheitsgesellschaftern ein großes Problem dar (La Porta et al., 1999; Achleitner et al., 2014).

Auch bei der Besteuerung gibt es hinsichtlich der Rechtsformen Unterschiede. Kapitalgesellschaften zahlen je nach Region ungefähr 30 % Steuern auf ihren Vorsteuergewinn. Entnommene Gewinne werden auf Ebene des Gesellschafters mit dem individuellen Steuersatz bzw. mit der pauschalen 25-prozentigen Kapitalertragssteuer besteuert. Im Gegensatz dazu werden Personengesellschaften

selbst nicht mit Ertragsteuern besteuert, sondern lediglich deren Gesellschafter im Sinne der Einkommenssteuer. Wie auch Kapitalgesellschaften sind Personengesellschaften in der Regel gewerbsteuerpflichtig. Als letzte Rahmenbedingung für die Untersuchung der Steuergestaltung von Familienunternehmen ist der Unterschied von Handelsbilanz und Steuerbilanz zu nennen (Watrin et al., 2012). Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern weist Deutschland eine vergleichsweise niedrige Konformität beider Bilanzen auf. Durch eine Reform des Handelsrechts im Jahre 2009 haben sich beide Formate weiter auseinanderentwickelt (Watrin et al., 2014). Mit dem Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz wurde das Maßgeblichkeitsprinzip (§ 5 Abs. 1 Satz 1 EStG) eingeschränkt und die umgekehrte Maßgeblichkeit abgeschafft. Steuerrechtliche Wahlrechte können losgelöst von der handelsrechtlichen Berücksichtigung ausgeübt werden (§ 5 Abs. 1 Satz 2 EStG). Dies führt zum sog. ‚Book-Tax Tradeoff‘, wonach Unternehmen den Ausweis eines handelsrechtlichen Gewinns und die Realisierung geringer Steuerausgaben abwägen. In der Forschungsliteratur wird eine hohe Differenz von steuerlichem und handelsrechtlichem Gewinn als Zeichen von aktiver Steuervermeidung interpretiert (Chen et al., 2010).

Empirische Studien über Familienunternehmen in Deutschland argumentieren überwiegend mit einer besonders intensiven emotionalen Bindung der Gesellschafter zu ihren Unternehmen (Carney et al., 2014). Dieses bietet gerade im Hinblick auf die Abwägung von ökonomischen und nicht ökonomischen Interessen durch Familienunternehmen einen bedeutsamen Rahmen für die Untersuchung von Finanzierungsentscheidungen.

3 Theoretische Fundierung

3.1 Prinzipal-Agenten-Theorie und Trade-off-Theorie

In diesem Kapitel werden relevante Theorien zum Verständnis des Finanzierungsverhaltens von Familienunternehmen dargelegt. Während die ersten beiden Abschnitte allgemeine Finanzierungstheorien vorstellen, wird mit dem ressourcenbasierten Ansatz ein Theorieansatz erklärt, der aus der Managementliteratur stammt und allgemein Wettbewerbsvorteile bzw. -nachteile von Unternehmen beleuchtet. Die Theorien werden in den drei Artikeln verwendet, auch wenn nicht jede

Theorie in allen drei Studien Anwendung findet. So ist zum Beispiel die Pecking-Order-Theorie (POT) eine typische Kapitalstrukturtheorie und nicht direkt für steuerliche Aspekte anwendbar, während die Prinzipal-Agenten-Theorie universell einsetzbar ist, wenn Informationsasymmetrien zwischen zwei Parteien vorliegen. Als Grundmodell wird die Prinzipal-Agenten-Theorie daher zuerst dargestellt. Die Darstellung der Theorien erfolgt zunächst allgemein und wird dann spezifisch auf den Familienunternehmenskontext bezogen. Das Kapitel endet mit einer kritischen Würdigung der vorgestellten Theorien. *Abbildung 3* gibt einen Ausblick über die verwendeten theoretischen Konzepte.

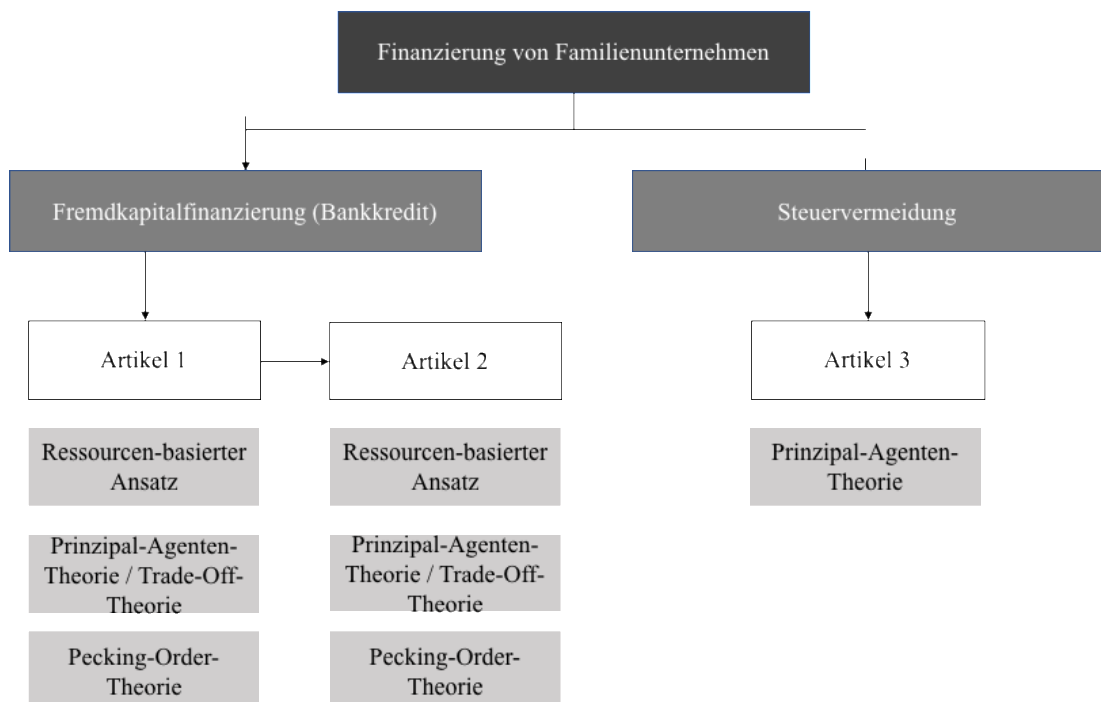


Abbildung 2: Überblick über verwendete Theorien

Die Prinzipal-Agenten-Theorie (Jensen & Meckling, 1976) zählt mit der Transaktionskostentheorie (Coase, 1937) und der Theorie der Verfügungsrechte (Demsetz, 1967) zur neuen institutionenökonomischen Finanzierungstheorie (Williamson, 1973). Im Gegensatz zur Neoklassik mit ihren praxisfernen modelltheoretischen Annahmen (vgl. *Kapitel 2.2*) dient sie als allgemeiner Bezugsrahmen mit hohem praktischen Erklärungsgehalt. So wird mit ihr der Begriff der Transaktionskosten verbunden. Diese entstehen bei Anbahnung, Vereinbarung, Durchführung, Kontrolle sowie Adaption von Transaktionen. Der Begriff der Transaktion umfasst dabei den Austausch von Wirtschaftsgütern, Dienstleistungen,

Eigentumsrechten, Wissen und Informationen. In Bezug auf diese Dissertation werden die Beschaffung (z. B. Einwerbung von Fremdkapital) und Allokation (z. B. Steuervermeidung) von finanziellen Ressourcen als Transaktion gesehen. Die dabei entstehenden Transaktionskosten basieren grundlegend auf zwei Verhaltensannahmen eingebundener Akteure: zum einen die **begrenzte Rationalität**, die sich z. B. durch begrenzte kognitive Fähigkeiten ausdrückt. Zum anderen zeichnen sich Akteure durch **Opportunismus** aus, der sich durch das Zurückhalten und der Manipulation von Informationen bemerkbar macht. Transaktionen gelten aufgrund der beschriebenen Annahmen als unsicher und können auf Basis von Regelungen (Institutionen) für die involvierten Parteien sicherer gestaltet werden. Mit steigender institutioneller Sicherheit, wie z. B. durch regulatorische Eingriffe, können Transaktionskosten reduziert werden, was auch im Sinne effizienter Ressourcenallokation als Ziel verfolgt wird. Die Betrachtung von Transaktionen lässt sich generell in ex ante (bis zur Durchführung der Transaktion) und ex post (nach der Transaktion) unterscheiden. Die Existenz von Transaktionskosten durch angestrebte Nutzenmaximierung und begrenzte Rationalität der Wirtschaftssubjekte führt wiederum zu Koordinations- und Informationsproblemen.

Die **Prinzipal-Agenten-Theorie** erklärt die Leistungsbeziehung der an einer Transaktion beteiligten Akteure im Licht der zuvor genannten Probleme (Jensen & Meckling, 1976). Speziell geht es in der Ursprungsform um die abstrakte Beziehung zwischen Auftraggeber (Prinzipal) und -nehmer (Agent), innerhalb derer eine Aufgabe oder Entscheidung delegiert wird (Ross, 1973; Fama & Jensen, 1983). Koordinations- und Informationsprobleme treten auf, da sowohl der Prinzipal als auch der Agent nach Nutzenmaximierung streben, sich aber hinsichtlich ihrer Ziele und Interessen unterscheiden. Das Handeln des Agenten für den Prinzipal beeinflusst nicht nur dessen eigenen Nutzen, sondern auch den des Prinzipals. Darüber hinaus ist es aufgrund von Informationsasymmetrien für den Prinzipal nicht möglich, das Handeln des Agenten lückenlos zu überwachen. Dies wiederum eröffnet dem Agenten die Möglichkeit des opportunistischen Handelns. Der Prinzipal kann Aufwand betreiben, den Agenten zu überwachen, Anreize für zweckmäßiges Handeln schaffen und dessen Handlungskompetenzen einschränken. Die dabei entstehenden Kosten werden Agenten-Kosten genannt und führen zu einem Wohlfahrtsverlust auf Seiten des Prinzipals (Jensen & Meckling, 1976). Sog. **Prinzipal-Agenten-Konflikte** können vor Vertragsabschluss ('adverse Selektion') und danach ('moralisches Risiko')

aufzutreten. Ersteres entsteht durch die Unsicherheit des Prinzipals hinsichtlich der Qualität bzw. Produktivität des Agenten. Dieses Problem lässt sich mit Prüfmechanismen ('screening') und durch Abgabe weiterer Informationen, Bürgschaft sowie der Reputation des Agenten ('signaling') abschwächen. Mangels fortwährender Kontrolle des Prinzipals nach Vertragsabschluss entstehen Anreize für nicht vertragskonformes Verhalten. Das moralische Risiko äußert sich in der versteckten Nutzenmaximierung des Agenten zu Lasten des Prinzipals, dem neben intensiver Kontrolle durch Anreizsysteme entgegengewirkt werden kann (Akerlof, 1970). Die Grundannahme des stets opportunistisch handelnden und extrinsisch motivierten Agenten schränkt den Erklärungsgehalt der Prinzipal-Agenten-Theorie ein.

Die theoretischen Überlegungen der Prinzipal-Agenten-Theorie kommen sowohl in der Steuerforschung (Armstrong et al., 2012, Chen et al., 2010, Mafrolla & D'Amico, 2016; Khan et al., 2017) als auch in der Kapitalstrukturforschung (King & Santor, 2008; Frank & Goyal, 2009; Ampenberger et al., 2013; González et al., 2013; Lappalainen & Niskanen, 2013; Schmid, 2013) häufig zum Einsatz. In finanzwissenschaftlichen Untersuchungen werden beispielsweise die Beziehungen zwischen Kreditgeber und -nehmer oder zwischen Manager und Gesellschafter im Lichte dieser Theorie betrachtet. In der empirischen Steuerforschung werden überwiegend Argumente der Prinzipal-Agenten-Theorie angeführt. Die Reduzierung des Steueraufwandes ist im Kontext einer Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen (Agenten), Fiskus (Prinzipal) und Öffentlichkeit (Prinzipal) zu sehen (Shackelford & Shevlin, 2001). Der bewussten Steuervermeidung stehen neben Vorteilen auch Risiken wie die Sanktionierung durch den Fiskus und Reputationsverlust in der Öffentlichkeit einschließlich Finanzierern gegenüber (Kovermann, 2018).

Mit der **Trade-off-Theorie** erfolgte eine Weiterentwicklung der Prinzipal-Agenten-Theorie, um die Wahl der optimalen Kapitalstruktur theoretisch zu fundieren. Sie fokussiert das Problem der Bewertung des Kreditnehmers und sein opportunistisches Handeln nach Bereitstellung des Kapitals. Dieser theoretische Ansatz bildet daher eine wichtige Basis für die Artikel 1 und 2. Ein Kreditgeber bewertet Kreditnehmer auf Basis von vergangenheitsbezogenen Daten wie zum Beispiel dem Jahresabschluss und Zwischenzahlen. Eine Projektion der zukünftigen Entwicklung ist zwar mithilfe einer Planung möglich, jedoch mit Unsicherheit verbunden. Zudem kann der Kreditnehmer nach Kreditaufnahme riskantere Projekte als ursprünglich avisiert durchführen. Diese

sind mit höheren Renditemöglichkeiten für das verschuldete Unternehmen verbunden, steigern jedoch auch die Ausfallwahrscheinlichkeit aus Sicht der Bank. Die Vergütung der Finanzierung durch Zinsen geltet dieses gestiegene Risiko nicht unmittelbar ab, während der Kreditnehmer sein Renditepotenzial erhöht. Hier entstehen Agenten-Kosten aus dem Monitoring-Aufwand des Kreditgebers sowie aus drohenden Insolvenzkosten. Diese schlagen sich sowohl auf das Angebot als auch die Nachfrage nach Fremdkapital nieder. Ein erhöhter Monitoring-Aufwand des Kreditgebers führt zur erhöhten Informationsbereitstellung des Schuldners, die auf seiner Seite ebenfalls Kosten verursacht (Fama & Miller, 1972; Kraus & Litzenberger, 1973; Jensen & Meckling, 1976; Harris & Raviv, 1991). Werden diese Kosten, aber auch die Vorteile, wie z. B. die steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen (vgl. *Kapitel 2.2*), berücksichtigt, ergibt sich ein Trade-off zwischen Eigenkapital- und Fremdkapital auf Seiten des Unternehmens. In Rahmen der Trade-off-Theorie wird davon ausgegangen, dass es für jedes Unternehmen eine individuelle Zielkapitalquote gibt. Unternehmen nähern sich ihr kontinuierlich an (Gaud et al., 2005).

Im Kontext von **Familienunternehmen** stellt sich das klassische Agenten-Problem aufgrund der (partiellen) Personalunion von Management und Gesellschafter anders dar (Jensen & Meckling, 1976; Villalonga & Amit, 2006). Einen Überblick über typische Agenten-Probleme (AP) in Familienunternehmen in Bezug auf Finanzierung liefert *Abbildung 3*.

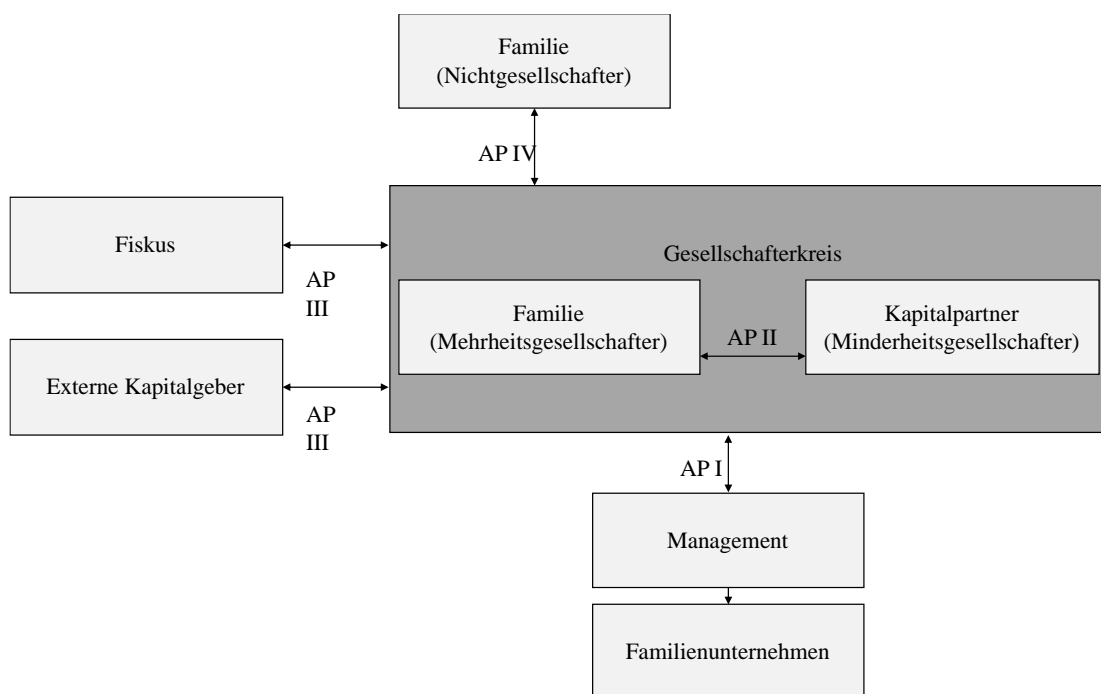


Abbildung 3: Prinzipal-Agenten-Beziehungen in Familienunternehmen

(vgl. Villalonga et al., 2015, S. 637)

Die gewöhnlichen Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien zwischen Management und Gesellschafterkreis (**Agenten-Problem I**) sind bei einer (weitestgehenden) Personalunion abgeschwächt. Agenten-Kosten seien daher vernachlässigbar (Anderson et al., 2003; Zellweger & Kammerlander, 2015). Eine gegensätzliche Betrachtung führen Schulze et al. (2001; 2003a) an mit dem Argument, dass Altruismus innerhalb der Familie zu Konflikten, Fehlentscheidungen bzw. ineffizienter Ressourcenallokation führen kann (Claßen & Schulte, 2017). Dadurch entstehen wiederum andere Agenten-Kosten wie zum Beispiel infolge einer Fehlbesetzung von Leitungspositionen mit Familienmitgliedern (Schulze et al., 2003a).

Agenten-Kosten des zweiten Typs (**Agenten-Problem II**) entspringen dem sog. ‚Majority-Minority-Owner-Agenten-Problem‘. Die Vormachtstellung und der Informationsvorsprung eines Familiengesellschafters gegenüber einem familienfremden Minderheitsgesellschafter bergen Interessenskonflikte und Potenzial für opportunistisches Verhalten. Die besondere Eigentümerstruktur ermöglicht es dem Familiengesellschafter, nichtfinanzielle Interessen durchzusetzen oder Informationen zurückzuhalten, die zu einem Wohlfahrtverlust für den Minderheitsgesellschafter führen können. Opportunistisches Verhalten schließt auch den privaten Konsum von Unternehmensgütern und die Durchführung von risikoreichen Transaktionen ein. Ferner können nebulöse Geschäftspraktiken Anwendung finden oder es kann gar eine verdeckte Gewinnausschüttung vorgenommen werden (La Porta et al., 2002; Chrisman et al., 2004).

Das dritte Agenten-Problem (**AP III**) greift die Informationsasymmetrien und Interessenskonflikte zwischen Fremdkapitalgebern und dem Familienunternehmen auf (Steijvers et al., 2010). Die bereits beschriebene Trade-off-Theorie widmet sich diesem Problem, wobei es in der Literatur ergänzende Überlegungen für Familienunternehmen gibt. Die langfristige Ausrichtung, Vertrauenswürdigkeit, Kontinuität und die eher risikoaverse Haltung verringern die Agenten-Kosten. Darüber hinaus trägt die oftmals persönlich geprägte und informelle Zusammenarbeit mit Fremdkapitalgebern wie Banken zu einer weiteren Reduktion der Informationsasymmetrien bei (Ang, 1992; Behr & Güttler, 2007; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Familienunternehmen profitieren davon mit einem

verbesserten Zugang zu Fremdkapital (Anderson et al., 2003; Hiebl, 2012; Baek et al., 2016). Dies wird u. a. als Grund für die stark bankengeprägte Finanzierung in Deutschland angeführt. Dabei stehen Banken sogar bei einer plötzlichen Risikoverschlechterung trotzdem für die weitere Finanzierung bereit (Elsas & Krahen, 1998). Im Sinne der Transaktionskostenlehre wäre hier von einem sog. **Signalling** die Rede, das die Informationsasymmetrien und Zielkonflikte reduziert (Akerlof, 1970). Ergänzend sei an dieser Stelle erwähnt, dass das dritte Agenten-Problem (**AP III**) auch auf das Verhältnis zwischen **Fiskus** und Unternehmen angewendet werden kann. Informationsasymmetrien und Interessenkonflikte führen in der Praxis zu einer Diskrepanz von geleisteten Steuerzahlungen und tatsächlicher Steuerschuld, die zunächst einmal gesetzesneutral als Steuervermeidung zu interpretieren ist (Chen et al., 2010). Dieser Kontext wird im dritten Artikel näher thematisiert.

Das vierte Agenten-Problem (**AP IV**) beschreibt intrafamiliäre Konflikte zwischen Gesellschaftern und Nichtgesellschaftern. Diese treten auf, da nicht beteiligte Familienmitglieder die Familientradition wahren möchten, aber die Kontrolle und die Lenkung des Unternehmens vollständig an andere delegiert werden (Villalonga et al., 2015). Diese Sphäre ist nicht Gegenstand weiterer Untersuchungen im Rahmen der vorliegenden Dissertation, weshalb auf weitere Ausführungen verzichtet wird.

3.2 Pecking-Order-Theorie (POT)

Ausgangspunkt der POT ist die Abweichung der in der Empirie identifizierten Kapitalstrukturen vom kapitalstrukturtheoretischen Optimum (Schraml, 2010). Sie konkurriert in der Literatur mit der zuvor beschriebenen Trade-off-Theorie, zielt aber im Vergleich nicht auf die Erklärung der optimalen Kapitalstruktur ab. Die POT basiert auf der Transaktionskostentheorie (Coase, 1937) und erklärt den Einfluss steigender Transaktionskosten zwischen Kapitalnehmer und -geber auf die gewählte Kapitalstruktur. Ausgangsbasis wie auch in der Prinzipal-Agenten-Theorie ist die asymmetrische Informationsverteilung zwischen unternehmensinternen und -externen Personen (Donaldson, 1961; Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Typischerweise haben die Manager eines Unternehmens genauere Informationen über die zukünftige Entwicklung als externe potenzielle Kapitalgeber. Diese Informationsasymmetrie mündet in einer hierarchischen Präferenz von Unternehmen hinsichtlich möglicher Finanzierungsquellen. Die Präferenz folgt der Logik, dass durch

Informationsasymmetrien entstandene Transaktionskosten möglichst minimiert werden und damit auch das **Risiko einer Unterbewertung** des Unternehmens vermieden wird. Zunächst setzen Unternehmen daher auf Innenfinanzierung z. B. durch thesaurierte Gewinne, bevor externe Finanzierungsquellen in Betracht gezogen werden. Es entstehen keine Kosten für die Aufbereitung von Informationen und Koordination mit neuen Kapitalgebern. Erst wenn die internen Finanzierungsquellen erschöpft sind, werden externe Quellen in Betracht gezogen (Serrasqueiro et al., 2012). Dabei wird erst auf kurzfristiges und dann auf langfristiges Fremdkapital zurückgegriffen. Erst als letzte Option wird externes Eigenkapital eingeworben, denn hierbei bestehen die größten Informationskosten und das größte Risiko einer Unterbewertung (Donaldson, 1961; Myers and Majluf, 1984). Die POT findet in zahlreichen Beiträgen zur Finanzierung von Familienunternehmen Anwendung (Watson & Wilson, 2002; Gaud et al., 2005; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Serrasqueiro et al., 2012; Lappalainen & Niskanen, 2013, Pindado et al., 2015). Neben der streng theoretischen Herleitung der POT tauchen bei Familienunternehmen spezifische Finanzierungsdeterminanten auf, die die beschriebene Hierarchie untermauern. Entlang der Hierarchie steigen der Einfluss und die Kontrolle der Kapitalgeber. Dies ist aus Familienunternehmenssicht unattraktiv und führt zu einer Zurückhaltung gegenüber externer Finanzierung und im Besonderen gegenüber externen Gesellschaftern (López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; Croci et al., 2011; Pindado et al., 2015). Grundlegend lassen sich die folgenden sieben Ziele im Hinblick auf Finanzierungsentscheidungen aufführen (Schraml, 2010):

- Unabhängigkeit und Kontrolle
- Komfortable finanzielle Ausstattung
- Risikominimierung
- Förderung des Familienzusammenhaltes
- Sicherung der Unternehmensfortbestandes
- Langfristigkeit und Generationentransfer
- Gesellschaftliche Verantwortung und Schutz der Reputation

Im Familienunternehmenskontext konnte die POT in diversen Studien empirisch gestützt werden und stellt damit eine wichtige Kapitalstrukturtheorie in der Familienunternehmensforschung dar (Watson & Wilson, 2002; Sánchez-Vidal &

Martín-Ugedo, 2005; Croci et al., 2011; Lappalainen & Niskanen, 2013; Michiels & Molly, 2017).

3.3 Ressourcenbasierter Ansatz

Der ressourcenbasierte Ansatz entstammt der Managementliteratur und stellt die Wettbewerbs- und Leistungsfähigkeit von Unternehmen in Abhängigkeit der zur Verfügung stehenden Ressourcen (Wernerfelt, 1984, Barney, 1991). Als Ressource versteht Wernerfelt (1984) Güter, Fähigkeiten und Eigenschaften, die je nach Verfügbarkeit und Ausprägung den Erfolg bzw. Misserfolg eines Unternehmens ausmachen. Entscheidend für die Wettbewerbsfähigkeit sind vier Gütekriterien, die Ressourcen erfüllen müssen. Eine Ressource sollte (Barney, 1991):

1. **wertvoll** sein und damit die Effizienz und Effektivität erhöhen.
2. **knapp** sein und Wettbewerbern in **begrenztem** Umfang zur Verfügung stehen.
3. von Wettbewerbern **nicht bzw. schwer imitierbar** sein.
4. **nicht substituierbar** sein.

Der ressourcenbasierte Ansatz wurde von Habbershon & Williams (1999) auf den Kontext von Familienunternehmen übertragen. Durch die Interaktion zwischen Familie und Unternehmen entsteht ein spezifisches und einzigartiges Ressourcenbündel. Diese Ressourcen führen der Theorie nach zu Wettbewerbsvorteilen und dominierender Performance (Chrisman et al., 2003; Habbershon et al., 2003). Notwendige Voraussetzung ist ein hinreichender Einfluss der Familie (vgl. *Kapitel 2.1*) auf das Unternehmen, der zur **Familiness** des Unternehmens führt (Habbershon & Williams, 1999). Die bereits in *Kapitel 2.1* vorgestellte **F-PEC-Skala** ist aus dem ressourcenbasierten Ansatz abgeleitet und misst die Ausprägung der Familiness in Familienunternehmen. Im Zusammenhang von Familienunternehmen beschreiben Sirmon & Hitt (2003) fünf einzigartige Ressourcen, die sie streng von Nichtfamilienunternehmen unterscheiden:

1. **Human Capital:** über Generationen akkumuliertes Wissen und Fähigkeiten der Individuen
2. **Social Capital:** Herausbildung vertrauensvoller und persönlicher Beziehungen zwischen Individuen

3. **Patient Capital:** Langfristige Ausrichtung des Eigenkapitals, aber zugleich Scheu vor Schulden und externer Kapitalbeteiligung
4. **Survivability Capital:** Umfangreiche Nachschussmöglichkeiten aus persönlichem Ressourcenbestand der Familienmitglieder
5. **Governance Structure:** Geringere Agenten-Kosten durch Überschneidung von Management und Eigentum

Neben der überwiegend positiven Interpretation von Familieneinfluss ('distinctive familiness') können sich auch negative Aspekte herausbilden ('constrictive familiness'), sofern vorgenannte fünf Ressourcen schlecht gemanagt sind und verwaltet werden (Habbershon et al., 2003). In Bezug auf die Fragestellung dieser Dissertation kann das Beispiel Patient Capital angeführt werden. Die ablehnende Haltung gegenüber externen Kapitalgebern kann mit der bereits vorgestellten POT in Verbindung gebracht werden und in einem Defizit finanzieller Ressourcen münden. Falls Investitionsmöglichkeiten mit einem positiven Kapitalwert zur Verfügung stehen, müssten Familienunternehmen unabhängig des Patient Capital investieren. Die explizite Nichtnutzung dieser Möglichkeiten kann schadhaft für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit sein und Mitbewerber stärken.

Zwischen dem Familiness-Ansatz und den vorgestellten finanzwirtschaftlichen Theorien lassen sich potenzielle Zusammenhänge herstellen, die in der Hypothesenbildung der drei Artikel aufgegriffen werden. Das soziale Kapital, verbunden mit der Fähigkeit, die Wahrnehmung von Stakeholdern zu beeinflussen, führt zum Abbau von Informationsasymmetrien und schafft Vertrauen (Zellweger et al., 2010; Hiebl, 2012; Baek et al., 2016). Dies kann Agenten-Kosten reduzieren und für Familienunternehmen in niedrigeren Finanzierungskosten und einen besseren Zugang zu Fremdkapital münden (Anderson et al., 2003). Auch innerhalb der Organisation entfallen die üblichen Agenten-Kosten zwischen Gesellschafter und Geschäftsführung, sofern (partielle) Personalunion vorliegt (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Zellweger & Kammerlander, 2015). In der Steuerforschung wird vornehmlich mit der Prinzipal-Agenten-Theorie und der Stewardship-Theorie argumentiert. So führen Chen et al. (2010) an, dass die enge Verbindung zwischen Eigentümer und Management besondere Anreize zur Steuervermeidung in Familienunternehmen schafft. In der klassischen Prinzipal-Agenten-Theorie ist der Agent (Manager) jedoch risikoavers, da er um seine Beschäftigung bangt und sein Humankapital bedingt durch seine Anstellung nicht diversifizieren kann (Gómez-

Mejía et al., 2001). Demzufolge müssten durch eine künstliche Verbindung zwischen dem Wohlstand des Prinzipals und dem des Agenten in Nichtfamilienunternehmen Anreize geschaffen werden. Mit der Dominanz des Familiengeschafters innerhalb des Gesellschafterkreises tritt aber ein anderes Agenten-Problem auf. Wie bereits mit dem zweiten Agenten-Problem beschrieben, birgt die Dominanz eines Geschafters das Potenzial für opportunistisches Handeln auf Kosten von Minderheitsgeschaftern (Claessens et al., 2002; Villalonga & Amit, 2006). Dem gegenüber stehen die langfristige Ausrichtung und der Reputationsgedanke bei Familienunternehmen (Schraml, 2010; Zellweger et al., 2010).

3.4 Kritische Würdigung

In den vorangegangenen drei Abschnitten wurden relevante Theorien aus der Kapital- und Familienunternehmensforschung vorgestellt. Die theoretischen Ansätze finden, wie in *Abbildung 3* dargestellt, Anwendung in den drei Artikeln. An dieser Stelle sollen zunächst kritische Punkte zu den Theorien angebracht werden, die partiell in den durchgeführten Studien behandelt, aber auch als Implikationen für die Forschung in *Kapitel 6.1* diskutiert werden.

Das vorgestellte Prinzipal-Agenten-Modell stellt in seiner Ursprungsform eine vereinfachte Beziehung zwischen Eigentümer und Manager dar. Dabei gibt es weitere verschiedene Rollenkonstellationen. Im Kontext von Steuervermeidung können hier Unternehmen und Fiskus angeführt werden. Dabei wird nur eine Periode betrachtet und auch eine mögliche wechselseitige Beziehung nicht berücksichtigt. Beispielfähig wären die Wiederkehr von Finanzierungsrunden mit Fremdkapitalgebern oder eine regelmäßige Steuerprüfung, wo mögliches Fehlverhalten sanktioniert werden könnte. Bei Bonitätsverschlechterung entsteht zudem ein Abhängigkeitsverhalten des Agenten vom Prinzipal. Bei steigender Komplexität von Prinzipal-Agenten-Beziehungen sowie der Berücksichtigung von mehreren Agenten oder Prinzipalen ist das Modell schwer darstellbar. In Familienunternehmen gibt es durch die transgenerationale Orientierung eine steigende Geschafteranahl mit potenziell unterschiedlichen Interessen. Zudem gibt es spezielle Konstellationen in Familienunternehmen, z. B. wenn die Geschafter zum einen die Rolle des Prinzipals gegenüber einem externen Management einnehmen, aber zeitgleich Agenten aus Sicht der Fremdkapitalgeber sind (vgl. *Kapitel 3.1, Abbildung 3*). Beispielfähig sind auch die Unterschiede zwischen

börsen- und nichtbörsennotierten Unternehmen, die sich unter anderem durch die Art des Gesellschaftereinflusses unterscheiden.

Darüber hinaus ist die Grundannahme des stets opportunistisch handelnden Agenten kritisch zu hinterfragen – speziell im Familienunternehmenskontext (Donaldson, 1990; Velte, 2010). In der Realität sind auch Verhaltensweisen wie Loyalität, Stolz und Identifikation zu beobachten, die im Modell nicht berücksichtigt werden (Perrow, 1986). So wird auch bei der Abwägung von Steuervermeidung ein möglicher Reputationsverlust bei anderen Prinzipalen wie der Öffentlichkeit oder Banken vernachlässigt. Insgesamt sind die Prinzipal-Agenten-Theorie, die Trade-off-Theorie sowie die POT stark vereinfachte Modelle, in denen Heterogenität und unterschiedliche, sehr komplexe Zielsysteme und Governance-Systeme nicht abgebildet sind (Davis et al., 1997; Prigge, 1999). Folglich sind Unternehmen und deren individuelle Treiber von Finanzierungspräferenzen eine ‘Blackbox‘ (Myers, 1984). Die Transaktionskostenatmosphäre berücksichtigt überdies keine Abhängigkeitsverhältnisse durch Macht oder besondere soziale Fähigkeiten. Als soziale Fähigkeit gilt bei Familienunternehmen u. a. die Fertigkeit, die Wahrnehmung durch Stakeholder gezielt beeinflussen zu können. Hinsichtlich der Operationalisierbarkeit ist anzumerken, dass sich Transaktionskosten bzw. Agenten-Kosten schwer messen lassen. Der Nachweis ihrer Existenz sowie die Schlussfolgerung über deren Ursache und Wirkung sind daher ebenfalls kritisch zu sehen (Schneider, 1989). Grundsätzlich ist festzustellen, dass keine allgemeingültige Finanzierungsregel für Familienunternehmen anhand der bestehenden Kapitalstrukturtheorien aufgestellt werden kann (Schraml, 2010). Es ist vielmehr notwendig, die Theorien aus der Familienunternehmensforschung zu kombinieren.

Der ressourcenbasierte Ansatz im Familienunternehmenskontext ist insgesamt ein schlüssiges Konzept. Es ist nachvollziehbar, dass durch die ständige Interaktion zwischen Familie und Unternehmen spezielle Ressourcen wie soziales Kapital entstehen. Dass diese Ressourcen individuell sind und das jeweilige Unternehmen von Wettbewerbern unterscheiden, erscheint überdies überzeugend. In der Empirie sind zahlreiche Studien zu finden, die eine bessere Performance von Familienunternehmen aufgrund ihrer einzigartigen Ressourcen aufzeigen (Anderson & Reeb, 2003b; Gottardo & Moisello, 2015).

Die genauen Hintergründe, wie Ressourcen entstehen und wie sie genau auf die Entscheidungsprozesse, Strategien und Wertschöpfung wirken, sind jedoch gänzlich unbekannt (Sharma, 2008; Rutherford et al., 2008). Gerade im Hinblick auf die Messbarkeit der Ressourcenausstattung und der diesbezüglichen Unterschiede zwischen Familienunternehmen bestehen große Herausforderungen (Frank et al., 2017). Es ist zum Beispiel kaum vorstellbar, soziales Kapital oder Humankapital exakt quantifizieren zu können. In der quantitativen Empirie wird der Familiness-Ansatz häufig sehr vereinfacht operationalisiert. Es werden Aspekte von Eigentum, Management und Kontrolle anhand von Unternehmensdaten erhoben und als familienspezifische Treiber der abhängigen Variablen interpretiert (Weismeier-Sammer et al., 2013). Der Essenzansatz und der multidimensionale Charakter von Familieneinfluss werden bei diesem Vorgehen nicht berücksichtigt. Ein erster Ansatz zur Quantifizierung von Familiness im Sinne des ressourcenbasierten Ansatzes bietet die vollständige und multidimensionale F-PEC-Skala, die in der Empirie aufgrund des Erhebungsaufwandes kaum Anwendung fand. In der Kapitalstrukturforschung wurde diese Skala bis dato noch nicht angewendet. Die vorliegende Arbeit greift diesen Kritikpunkt auf und wendet die vollständige Skala auf die Untersuchung von Treibern für Bankverschuldung an.

4 Empirischer Forschungsüberblick

4.1 Finanzierungstrukturen in Familienunternehmen

Die drei Artikel dieser Dissertation betrachten jeweils die für das Forschungsgebiet relevante Literatur, um Forschungslücken herauszuarbeiten, Hypothesen zu entwickeln und die erzielten Ergebnisse in den Kontext bestehender Forschung zu setzen. So werden in den Beiträgen Erkenntnisse aus Schnittpunkten aus der Familienunternehmens- und Finanzforschung beleuchtet. Dabei fokussieren sich die ersten beiden Artikel auf die bestehende Kapitalstrukturforschung und der letzte Artikel auf die Ergebnisse der empirischen Steuervermeidungsforschung. Der Umfang des Literaturüberblicks ist in den empirischen Artikeln begrenzt und zeigt lediglich einen Ausschnitt des zu Beginn des Dissertationsprojektes durchgeführten und fortlaufend ergänzten Literaturüberblickes. Da er jedoch die Ausgangsbasis für die in der Dissertation adressierten Fragen bildet, wird im folgenden Kapitel eine zusätzliche

analytisch-deskriptive Auswertung relevanter Studien auf aggregierter Basis dargestellt.

Die strukturierte Literaturrecherche orientiert sich an der Methode von David & Han (2004) und schließt lediglich sog. ‚peer-reviewed‘-Journalartikel in englischer Sprache bis zum 31. Dezember 2018 ein. Bei einem ‚peer-reviewed‘-Journal handelt es sich um ein wissenschaftliches Journal, das einen anonymisierten Begutachtungsprozess durch einen fachkundigen Dritten sicherstellt. Für die Identifikation relevanter Beiträge für den Literaturüberblick wurden die Datenbanken ‚EBSCO Business Source Premier‘, ‚Science Direct‘ und ‚Google Scholar‘ benutzt.

Um relevante Artikel zu finden, wurde eine Kombination eines familienspezifischen Terms sowie eines Terms aus der Kapitalstruktur- bzw. Steuerforschung gewählt (Pukall & Calabrò, 2014). Zunächst wurde eine strukturierte Literatursuche im Schnittpunkt von **Kapitalstrukturentscheidungen** und Familienunternehmensforschung durchgeführt. Dabei wurden die Suchbegriffe ‚family firm‘ und ‚family business‘ kombiniert mit ‚capital structure‘ und ‚debt‘. Dabei wurden 29 relevante Artikel unterschiedlicher Methodik identifiziert und hinsichtlich folgender inhaltlicher Merkmale schwerpunktmäßig analysiert: (1) Journal, (2) Stichprobenmerkmale, (3) Themenschwerpunkte, (4) Theoretischer Ansatz, (5) Definitionsansatz, (6) Ergebnis. Die nachfolgende *Tabelle 2* gibt einen Überblick über Autor(en), Stichprobenmerkmale und die Definition des Familieneinflusses, verwendete Variablen und Ergebnisse.

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
1999	<ul style="list-style-type: none"> • Coleman & Carsky • Family Business Review 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Nichtbörsennotiert, kleine Unternehmen • 1993 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmenalter, Umsatzgröße, Verschuldungsrate, Eigenkapitalrentabilität, Branche • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Sechs verschiedene Kreditprodukte als binäre Variable 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmenalter, Umsatzgröße und Profitabilität sind Prädiktoren für den Rückgriff auf Kreditprodukte • Keine Unterschiede bei Familien- und Nichtfamilienunternehmen erkennbar
1999	<ul style="list-style-type: none"> • Mishra & McConaughy • Entrepreneurship Theory & Practice 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Börsennotiert • 1986, 1987 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Operatives Risiko, Umsatzrentabilität, Steuerschild ohne Fremdkapital • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Kontrolle durch die Gründerfamilie spielt eine Rolle in der Betrachtung von Kapitalstrukturen • Die bloße Überschneidung von Eigentum und Management, die auch in Nichtfamilienunternehmen auftreten kann, kann die Risikoaversion nicht erklären
2001	<ul style="list-style-type: none"> • Romano et al. • Journal of Business Venturing 	<ul style="list-style-type: none"> • Australien • Nichtbörsennotiert, SME, nur Familienunternehmen • 1996, 1997 • Empirisch-quantitative Archivstudie kombiniert mit Umfragedaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmenalter, Umsatzgröße, Branche, Alter des Geschäftsführers, Umfragedaten zu Geschäftsplanung und Zielen • Dummy anhand Selbsteinschätzung, Komponentenansatz, teilweise Essenzansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Vier verschiedene Finanzierungsquellen • Fremdkapital • Gesellschafterdarlehen • Kapitalrücklage • Eigenkapital 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen benutzen verschiedene Finanzierungsquellen • Der Mix ist abhängig von sozialen und kulturellen Komponenten sowie von den Zielen des Unternehmers

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
2003	<ul style="list-style-type: none"> • Anderson et al. • Journal of Financial Economics 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Börsennotiert • 1993–1998 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Cashflow Rentabilität, finanzielles Risiko, Verschuldungsrate, Bilanzsumme, Anleihebewertungen • Dummy und Anteil am Eigenkapital 	<ul style="list-style-type: none"> • Renditenspanne am Anleihenmarkt 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringere Agenten-Kosten in Bezug auf Fremdkapital bei Familienunternehmen
2003a	<ul style="list-style-type: none"> • Anderson & Reeb • Journal of Law and Economics 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Börsennotiert • 1993–1999 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Bilanzsumme, Firmenalter, Ausgaben für Forschung und Entwicklung, Liquidität, Gesamtkapitalrentabilität, Großaktionärsdummy, Unabhängigkeit von Board-Mitgliedern • Dummy und Anteil am Eigenkapital und Management, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Diversifikation, Verschuldungsrate, firmenspezifisches Risiko, Firmenwert 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen sind weniger diversifiziert • Keine Unterschiede bei der Verschuldung • Minderheitsaktionäre profitieren von der Gegenwart der Gründerfamilie
2003b	<ul style="list-style-type: none"> • Schulze et al. • Academy of Management Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Nichtbörsennotiert, SME • 1995 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzgröße, Firmenalter, Exportquote, Anzahl der beschäftigten Familienmitglieder, Technologieintensität, Branche, Gesellschafteranteile der Board-Mitglieder, Amtszeit des CEO, -Board-Größe etc. • Anteil am Eigenkapital, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • In Wachstumsperioden besteht ein u-förmiger Zusammenhang zwischen Verschuldungsrate und der Streuung der Unternehmensanteile innerhalb der geschäftsführenden Familiengesellschaftern
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Blanco-Mazagatos et al. 	<ul style="list-style-type: none"> • Spanien • Nichtbörsennotiert, SME 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzielles Defizit, Gesamtkapitalrentabilität, Eigenkapitalrentabilität, Branche, 	<ul style="list-style-type: none"> • Dummy Familienunternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen vermeiden die Aufnahme von externem Eigenkapital

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
	<ul style="list-style-type: none"> • Family Business Review 	<ul style="list-style-type: none"> • 1999–2000 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmenalter, Umsatzgröße, Größe des Boards, Dominanz eines Großaktionärs • Dummy, Komponentenansatz 		<ul style="list-style-type: none"> • und greifen zunächst auf Fremdkapital zu • Treiber dafür ist die Aversion gegenüber einem potenziellen Kontrollverlust
2007	<ul style="list-style-type: none"> • López-Gracia & Sánchez-Andújar • Family Business Review 	<ul style="list-style-type: none"> • Spanien • Nichtbörsennotiert, SME • 1997–2004 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate (Vorjahr), Profitabilität, effektive Steuerrate, Steuerschild ohne Fremdkapital, Umsatzgröße, Wachstumspotenzial, Insolvenzkosten, operativer Cashflow, Firmenalter, finanzielles Defizit • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Kein essenzieller Unterschied per se durch den Status Familienunternehmen • Treiber sind Wachstumspotenzial, Insolvenzkosten sowie Ausprägung interner Finanzierungsquellen, die Unterschiede in Familienunternehmen begründen
2008	<ul style="list-style-type: none"> • King & Santor • Journal of Banking & Finance 	<ul style="list-style-type: none"> • Kanada • Börsennotiert • 1998–2005 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Bilanzsumme, Umsatzwachstum, Branche, Unternehmensalter, Profitabilität, Investments, Barliquidität, Börsensegment, Dummy Vorzugsaktien • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen ohne Vorzugsaktien haben eine höhere Verschuldung • Wenn Vorzugaktien vorhanden sind, gibt es keinen signifikanten Unterschied zwischen Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Setia-Atmaja et al. • Journal of Business Finance & Accounting 	<ul style="list-style-type: none"> • Australien • Börsennotiert • 2000–2005 	<ul style="list-style-type: none"> • Dividenden, Zusammensetzung des Boards, Größe des Boards, Umsatzgröße, familienfremder Großaktionär, Geschäftsrisiko, 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Verschuldungsquote in Familienunternehmen

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
		<ul style="list-style-type: none"> • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> Investments, Profitabilität, Anlagenintensität, Branche • Dummy und Anteil am Eigenkapital, Komponentenansatz 		
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Steijvers & Voordeckers • Family Business Review 	<ul style="list-style-type: none"> • USA, nichtbörsennotiert • Keine Größenangabe • 1993 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzgröße, Geschäftsrisiko, Dauer der Geschäftsbeziehung zur Bank, Finanzierungslaufzeit, Branche, Organisationsform • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Zinsaufschlag • Hereinnahme von (persönlichen) Sicherheiten bei der Finanzierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Agenten-Kosten in Familienunternehmen (höhere Besicherung) • Familienunternehmen haben daher schlechteren Zugang zu Fremdkapital
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Setia-Atmaja • International Journal of Managerial Finance 	<ul style="list-style-type: none"> • Australien • Börsennotiert • 2000–2005 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Zusammensetzung des Boards, Umsatzgröße, Profitabilität, Wachstumspotenzial, Geschäftsrisiko, Investments, Steuerzahlung, Branche, Anlagenintensität, Dividende • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Verschuldung bei Familienunternehmen
2011	<ul style="list-style-type: none"> • Croci et al. • European Financial Management 	<ul style="list-style-type: none"> • Europa • Börsennotiert • 1998–2008 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Stimmrechte, Firmenalter, Umsatzgröße, Umsatzwachstum, Profitabilität, Liquidität, Verschuldung, Anlagenintensität, Rating, Steuerschild ohne Fremdkapital • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Aufnahme von Fremdkapital innerhalb eines Geschäftsjahres • Verschuldungsrate (kurzfristig & langfristig) 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen präferieren Fremdkapital und lehnen externes Eigenkapital ab. Fremdkapitalgeber vertrauen Familienunternehmen und stellen langfristige Finanzierung zur Verfügung, da sie Familienunternehmen als risikoavers wahrnehmen

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
2012	<ul style="list-style-type: none"> • Bjuggren et al. • Journal of Small Business & Entrepreneurship 	<ul style="list-style-type: none"> • Schweden • Nichtbörsennotiert, Small and Medium-Sized Business (SME) • 2008 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Eigentumskonzentration, Firmenalter, Anlagenintensität, Profitabilität, Steuern, Umsatzgröße, Verteilung der Stimmrechte, Umsatzwachstum • Dummy anhand Selbsteinschätzung und Anteil am Eigenkapital, Komponentenansatz, teilweise Essenzansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Kein Zusammenhang zwischen Verschuldung und Familienbesitz
2012	<ul style="list-style-type: none"> • Molly et al. • Entrepreneurship Theory and Practice 	<ul style="list-style-type: none"> • Belgien • Nichtbörsennotiert, SME, nur Familienunternehmen • 2001–2005 • Empirisch-quantitative Archivstudie kombiniert mit Umfragedaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmensgeneration, Profitabilität, Anlagenintensität, Geschäftsrisiko, Dividenden, Bilanzwachstum, Firmenalter, Umsatzgröße, Branche • Dummy anhand Selbsteinschätzung, Komponentenansatz, teilweise Essenzansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Mit steigender Anzahl der Unternehmergeneration sinkt die Verschuldung, jedoch kein direkter Zusammenhang • Effekt kommt durch schwächeres Unternehmenswachstum in Folgegenerationen zustande
2012	<ul style="list-style-type: none"> • Serrasqueiro et al. • Journal of Management & Organization 	<ul style="list-style-type: none"> • Portugal • Nichtbörsennotiert, SME • 1999–2005 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzielles Defizit, Profitabilität, Firmenalter, Umsatzgröße, Anlagenintensität, Wachstum, immaterielle Vermögensgegenstände, Steuern, Steuerschild ohne Fremdkapital, Geschäftsrisiko • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Varianz der Verschuldungsrate (kurz- und langfristig) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kapitalstruktur ist Abhängig von der Gesellschafteridentität • Trade-off-Theorie trifft auf Familienunternehmen eher zu als die Pecking-Order-Theorie

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Ampenberger et al. • Review of Managerial Science 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutschland • Börsennotiert • 1995–2006 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Großaktionäre, Umsatzgröße, Profitabilität, Wachstumspotenzial, Anlagenintensität, industrieübliche Verschuldungsrate, erwartete Inflation, Dividende, Firmenalter, Geschäftsrisiko, Rechnungslegungsstandard • Dummies, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate (langfristig) 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringere Verschuldung in Familienunternehmen • Effekt ist getrieben durch Beteiligung der Familie im Management • Stärkster Einfluss, wenn Gründer Geschäftsführer ist
2013	<ul style="list-style-type: none"> • González et al. • Journal of Business Research 	<ul style="list-style-type: none"> • Kolumbien • Börsen- und nichtbörsennotiert • 1996–2006 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Geschäftsführer, Amtszeit, Unabhängigkeit des Boards, Board-Größe, Reputation der Board-Mitglieder, Eigentumsstruktur, Profitabilität, Dividende, Firmenalter, Umsatzgröße, Anlagenintensität, Wachstumspotenzial, Geschäftsrisiko, Börsennotierung, Konzernhintergrund, Branche • Dummy und Anteil am Management, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate (gesamt, kurzfristig, einschließlich Anleihen) 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldung ist niedriger bei jüngeren Firmen, oder wenn der Gründer oder einer seiner Nachkommen noch involviert ist • Bei keiner Repräsentanz der Familie im Management ist die Verschuldung ein Kontrollinstrument und dementsprechend höher
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Lappalainen & Niskanen • Journal of Small Business & Entrepreneurship 	<ul style="list-style-type: none"> • Finnland • Nichtbörsennotiert, SME • 2000–2005 • Empirisch-quantitative Archivstudie kombiniert mit Umfragedaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmenalter, Umsatzgröße, Wachstum, Profitabilität, Liquidität, Verschuldungsrate, Bruttoinlandsprodukt, Leitzins, Branche • Dummy, Eigenkapitalanteil, Anteil am Management, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Angabe sechs verschiedenerer, präferierter Finanzierungsquellen 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen benutzen im Vergleich öfter Lieferantenkredite und Gesellschafterdarlehen • Es besteht in der Tendenz eine ablehnende Haltung gegenüber Bankenfinanzierung

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	• Abhängige Variable(n)	• Ergebnisse
					<ul style="list-style-type: none"> • Indizien sprechen für die Pecking-Order-Theorie
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Schmid • Journal of Banking & Finance 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutschland • Westeuropa, Ostasien • Börsennotiert • 1995–2009 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzgröße, Profitabilität, Wachstumspotenzial, Anlagenintensität, Branche, erwartete Inflation, Unternehmensalter, Land, Rechnungslegungsstandard, Großaktionäre • Dummy, Komponentenansatz 	• Verschuldungsrate	<ul style="list-style-type: none"> • In Deutschland sind Familienunternehmen weniger verschuldet, während im internationalen Kontext das Gegenteil der Fall ist
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Gottardo & Moisello • Managerial Finance 	<ul style="list-style-type: none"> • Italien • Nichtbörsennotiert, SME • 2001–2010 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilität, Umsatzgröße, Liquidität, Abschreibungen, Marktanteil, Cashflow, Net Working Capital, Lagerbestände, Kapitalumschlag • Dummy, Komponentenansatz 	• Verschuldungsrate	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Verschuldung in Familienunternehmen, wobei nur bei mittelgroßen Unternehmen signifikant • Positiver Zusammenhang zwischen Familienrepräsentanz im Management und Verschuldung
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Koropp et al. • Family Business Review 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutschland • Börsen- und nichtbörsennotiert, nur Familienunternehmen • 2010 • Empirisch-quantitativ mit selbst erhobenen Umfragedaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Einstellung gegenüber externer Verschuldung und externem Fremdkapital, Familiennormen, Einfluss und Intention des Entscheidungsträgers, Firmenalter, Umsatzgröße, Profitabilität, Wachstum, Branche 	• Wahl der Finanzstruktur (Innenfinanzierung, Fremdkapital, externes Eigenkapital)	<ul style="list-style-type: none"> • Kapitalstruktur von Familienunternehmen ist von Familiennormen und der generellen Einstellung zu bestimmten Finanzierungsquellen geprägt

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	• Abhängige Variable(n)	• Ergebnisse
			<ul style="list-style-type: none"> • Likert-Skala der Macht-Dimension der F-PEC-Skala, Komponenten- und Essenzansatz 		
2015	<ul style="list-style-type: none"> • Burgstaller & Wagner • Journal of Risk Finance 	<ul style="list-style-type: none"> • Österreich • Nichtbörsennotiert, SME • 2005–2010 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmenalter, Umsatzgröße, Anlagenintensität, Profitabilität, Wachstum, Working Capital, Geschäftsrisiko, Steuerschild ohne Fremdkapital, Zinsdeckungsgrad • Dummy, Komponentenansatz 	• Verschuldungsrate	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Verschuldung bei Familienunternehmen unabhängig des Einflusses vom Gründer • Kein Zusammenhang zwischen Unternehmergeneration und Verschuldung • Indizien sprechen für Pecking-Order-Theorie
2015	<ul style="list-style-type: none"> • Pindado et al. • Journal of Business Finance & Accounting 	<ul style="list-style-type: none"> • Europa • Börsennotiert • 1996–2006 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Cashflow, Dividenden, Wachstumspotenzial, Umsatzwachstum, Umsatzgröße, Kapitalumschlag, Anlagenintensität, Vorzugsaktien, Großaktionär, Rechnungslegungsstandard • Dummy, Komponentenansatz 	• Verschuldungsrate	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldung in Familienunternehmen unabhängiger vom Cashflow im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen • Familienunternehmen nähern sich rasch einer Zielverschuldungsrate an
2016	<ul style="list-style-type: none"> • Baek et al. • Journal of Family Business Management 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Börsennotiert • 1999–2007 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Branche, Anlagenintensität, Profitabilität, Umsatzgröße, Wachstumspotenzial, erwartete Inflation • Anteil am Eigenkapital und CEO Dummy, Komponentenansatz 	• Verschuldungsrate	<ul style="list-style-type: none"> • Positiver Zusammenhang zwischen Familienunternehmensstatus und Verschuldung • Negativer Effekt zwischen familiengeführtem Management und Verschuldung

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängige Variable(n) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ergebnisse
2018	<ul style="list-style-type: none"> • Bacci et al. • Small Business Economics 	<ul style="list-style-type: none"> • Italien • Nichtbörsennotiert • 2002–2011 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzgröße, Anlagenintensität, Wachstumspotenzial, Profitabilität, Branche, Konzernzugehörigkeit • Dummy, Streuung der Eigenkapitalanteile innerhalb der Familie, Eigentümergeneration, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Nichtlinearer Zusammenhang zwischen Verschuldung und der Streuung der Eigenkapitalanteile innerhalb der Familie • Umgekehrter u-förmiger Zusammenhang, der durch die Eigentümergeneration moderiert wird
2018	<ul style="list-style-type: none"> • Hillier et al. • Entrepreneurship Theory and Practice 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Börsennotiert • 2001–2010 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilität, Umsatzgröße, Dividenden, Verschuldungsrate, Geschäftsrisiko, Marktkapitalisierung, Branche • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Index über die ‚Strenge‘ der Regelungen im Kreditvertrag 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen begegnen weniger strengen Auflagen in Kreditverträgen • Effekt verstärkt sich bei hoher Anlagenintensität
2018	<ul style="list-style-type: none"> • Molly et al. • Small Business Economics 	<ul style="list-style-type: none"> • Belgien • Nichtbörsennotiert, nur Familienunternehmen • 2007–2008 • Empirisch-quantitative Archivstudie kombiniert mit Umfragedaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Fragebogen hinsichtlich Familien- und Geschäftszielen, Zusammensetzung des Boards, Profitabilität, Anlagenintensität, Unternehmensgröße, Branche, Firmenalter • Dummy, Repräsentanz der Familie im Board, Komponentenansatz und Essenzansatz wg. Fragebogen 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate (kurzfristig & langfristig) 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienziele beeinflussen die Verschuldung nicht direkt • Eine hinreichende Repräsentanz der Familie in den Aufsichtsgremien ist notwendig, damit Familien ihre Ziele durchsetzen können
2018	<ul style="list-style-type: none"> • Ramalho et al. • International Business Journal: 	<ul style="list-style-type: none"> • Portugal • Nichtbörsennotiert 	<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzgröße, Profitabilität, Steuern, Anlagenintensität, Umsatzwachstum, 	<ul style="list-style-type: none"> • Verschuldungsrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Positiver Zusammenhang für große Familienunternehmen in Metropolregionen

Jahr	<ul style="list-style-type: none"> • Autor(en) • Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode 	<ul style="list-style-type: none"> • Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses 	• Abhängige Variable(n)	• Ergebnisse
	Researching Entrepreneurship	<ul style="list-style-type: none"> • 2006–2012 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensalter, Liquidität, Dividende, Branche, Ort • Dummy, Komponentenansatz 		<ul style="list-style-type: none"> • Nach Finanzkrise haben sich große Familienunternehmen hinsichtlich der Aufnahme von Fremdkapital geöffnet

Tabelle 2: Relevante Kapitalstrukturstudien

Die **Stichproben** umfassen sehr oft US-amerikanische Unternehmen (acht Studien). Deutsche und australische Unternehmen sind mit jeweils drei Studien ebenfalls des Öfteren vertreten. Nur drei Studien benutzten internationale Stichproben. Belgien, Italien, Portugal und Spanien kommen jeweils zweimal in den Stichproben vor. Die restlichen fünf Studien bedienen sich an Stichproben aus Ländern, die nur einmal vertreten sind (Finnland, Kanada, Kolumbien, Österreich, Schweden). Zusammenfassend ergibt sich also ein heterogenes Bild, das die Vergleichbarkeit aufgrund unterschiedlicher institutioneller Rahmenbedingungen erschwert. So unterscheiden sich Deutschland, Österreich und Frankreich u. a. in Bezug auf das Rechts- und Finanzsystem von Ländern wie den USA, Australien, Kanada und Großbritannien (Achleitner et al., 2014; La Porta et al., 1999). Während in Frankreich, Österreich und Deutschland die Unternehmensfinanzierung vorrangig über Bankkredite erfolgt, hat in den angelsächsisch geprägten Ländern die kapitalmarktorientierte Finanzierung eine dominante Stellung (Antoniou et al., 2008). Aus *Tabelle 2* wird ersichtlich, dass sich zwölf Studien auf börsennotierte und 15 Studien auf nichtbörsennotierte Unternehmen beziehen. Lediglich zwei Studien schließen beide Unternehmenstypen ein. Hinsichtlich der Unternehmensgröße lassen sich die Studien in zwei ungefähr gleich große Gruppen unterscheiden. Die einzelnen Studien messen Unternehmensgröße meist anhand des Umsatzes oder der Bilanzsumme. Zum einen gibt es die Gruppe der Studien über große, börsennotierte Unternehmen (Anderson et al., 2003; Anderson & Reeb, 2003a; Schmid, 2013; Baek et al., 2016). Zum anderen gibt es die Gruppe mit kleinen bis mittelgroßen Unternehmen (Romano et al., 2001; Molly et al., 2012; Serrasqueiro et al., 2012; Lappalainen & Niskanen, 2013; Burgstaller & Wagner, 2015). Mit Ausnahme von vier Studien (Romano et al., 2001; Molly et al., 2012; Koropp et al., 2014; Molly et al., 2018) erfolgt ein Vergleich von Familien und Nichtfamilienunternehmen. Insgesamt beziehen sich die Studien mit großen Unternehmen ausschließlich auf börsennotierte Unternehmen. Erkenntnisse über den überwiegenden Teil der nichtbörsennotierten und großen Familienunternehmen gibt es nicht (Michiels & Molly, 2017).

Die mehrheitlich empirisch-quantitativen Studien setzen verschiedene **Themenschwerpunkte**, wie die Wahl der Kapitalstruktur (Romano et al., 2001; Ampenberger et al., 2013), die Agenten-Kosten von Fremdkapital (Anderson et al.,

2003; Steijvers & Voordeckers, 2009), Verschuldung (Anderson & Reeb, 2003a; Setia-Atmaja et al., 2009), Quellen der Finanzierung (Coleman & Carsky, 1999; Lappalainen & Niskanen, 2013) und allgemein Finanzentscheidungen (Crocì et al., 2011; Koropp et al., 2014). Insgesamt lassen sich innerhalb der identifizierten Studien hauptsächlich fünf verschiedene **Argumente aus der Prinzipal-Agenten-Theorie** finden. Es wird überwiegend mit asymmetrischen Informationen (Anderson et al., 2003; Crocì et al., 2011; Schmid, 2013), Aversion vor Kontrollverlust (Romano et al., 2001; Ampenberger et al., 2013; Baek et al., 2016), Risikoaversion (Bjuggren et al., 2012; Molly et al., 2012), Reputation (Romano et al., 2001) und der Free-Cashflow-Problematik (Blanco-Mazagatos et al., 2007; González et al., 2013) argumentiert. Zwei Studien sind explorativer Natur und beziehen sich in der Diskussion der Ergebnisse auf Argumente aus der Trade-off-Theorie und POT (Coleman & Carsky, 1999; Gottardo & Moisello, 2014). Es lassen sich wenige Studien mit explizitem Bezug auf Theorien aus der Familienunternehmensforschung finden (Gottardo & Moisello, 2014; Koropp et al., 2014; Baek et al., 2016; Molly et al., 2018). Diese Studien verwenden zum einen Argumente des sog. ‚socio-emotional Wealth‘, der nicht monetär geprägte Nutzenaspekte in Familienunternehmen umfasst (Gómez-Mejía et al., 2007). Zum anderen wird die Ausprägung der Kapitalstruktur anhand von Normen, Werten und Zielen der Eigentümerfamilie erklärt (Koropp et al., 2014; Molly et al., 2018).

Wie in *Tabelle 2* ersichtlich, bezieht sich die jeweilige **Definition** von Familienunternehmen überwiegend auf den Komponentenansatz. Darüber hinaus fällt auf, dass fast ausschließlich Dummy-Variablen für die Analyse von Familienunternehmen benutzt werden. Es wird daher vornehmlich auf die Berücksichtigung der Heterogenität von Familienunternehmen verzichtet. Fünf Studien beziehen neben dem Komponentenansatz teilweise Aspekte aus dem Essenzansatz mit ein (Romano et al., 2001; Bjuggren et al., 2012; Molly et al., 2012; Koropp et al., 2014; Molly et al., 2018). Eine vollumfängliche Anwendung der F-PEC-Skala (vgl. *Kapitel 2.1*) wird in keiner Studie umgesetzt. Hinsichtlich der **Studienergebnisse** liefert die bisherige Literatur sehr unterschiedliche Ergebnisse. Der klassische Vergleich von Familien- und Nichtfamilienunternehmen zeichnet kein einheitliches Bild, ob Familienunternehmen höher oder weniger verschuldet sind. Mishra & McConaughy (1999), Ampenberger et al. (2013) und Schmid (2013) kommen zu dem Ergebnis, dass Familienunternehmen eine geringere Verschuldung

aufweisen. Im Gegensatz dazu zeigen andere Studien eine höhere Verschuldung von Familienunternehmen (Setia-Atmaja et al., 2009; Gottardo & Moisello, 2014; Burgstaller & Wagner, 2015). Es gibt ebenfalls Studien, die keinen Zusammenhang feststellen können (Coleman & Carsky, 1999; Anderson & Reeb, 2003a). Auch bei der Frage, ob Familienunternehmen grundsätzlich geringere Agenten-Kosten hinsichtlich der Fremdkapitalfinanzierung aufweisen, gibt es gegensätzliche Ergebnisse (Anderson et al., 2003; Steijvers & Voordeckers, 2009). Die unterschiedlichen Resultate lassen sich zum einen auf Inkonsistenzen bei der Definition und zum anderen auf die Anwendung unterschiedlicher kritischer Werte für die Klassifikation von Dummy-Variablen zurückführen. Darüber hinaus zeigen die Stichproben deutliche Unterschiede bei den Unternehmensgrößen, der Börsennotierung und beim institutionellen Kontext.

4.2 Steuervermeidungspolitik bei Familienunternehmen

Wie im vorherigen Abschnitt beschrieben, erfolgte auch für den Schnittpunkt **Steuervermeidungs-** und Familienunternehmensforschung eine strukturierte Literaturrecherche bis einschließlich 31. Dezember 2018. Dabei wurden die Suchbegriffe ‚family firm‘ und ‚family business‘ kombiniert mit ‚tax management‘, ‚tax aggressiveness‘ und ‚tax avoidance‘. Aufgrund der inhaltlichen Bedeutung für diese Dissertation wurde ebenfalls ein weiterer Artikel von Februar 2019 einbezogen (Brune et al. 2019). Diese Studie wurde erst nach Konzeption des dritten Artikels der vorliegenden Dissertation veröffentlicht und wird lediglich aus Gründen der Vollständigkeit aufgenommen. Bei der Identifikation der Forschungslücken wird auf diesen Artikel nicht eingegangen, da er zu jenem Zeitpunkt des Dissertationsprojektes noch nicht existierte.

Es wurden insgesamt sieben relevante Artikel identifiziert und hinsichtlich folgender inhaltlicher Merkmale schwerpunktmäßig analysiert: (1) Journal, (2) Stichprobenmerkmale, (3) Themenschwerpunkte (4) Theoretischer Ansatz, (5) Definitionsansatz, (6) Ergebnis. Nachfolgende *Tabelle 3* gibt einen Überblick über Autor(en), Stichprobenmerkmale und die Definition des Familieneinflusses, verwendete Variablen und Ergebnisse.

Jahr	• Autor(en) • Journal	• Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode	• Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses	• Abhängige Variable	• Ergebnisse
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Chen et al. • Journal of Financial Economics 	<ul style="list-style-type: none"> • USA • Börsennotiert • 1996–2000 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilität, Verschuldungsrate, Verlustvortrag, Erträge aus ausländischen Beteiligungen, Anlagenintensität, immaterielle Vermögenswerte, erhaltene Dividenden, Umsatzgröße, Marktkapitalisierung • Dummy, Anteil am Eigenkapital, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate (unter Berücksichtigung von Geldabfluss), Unterschied steuer- und handelsrechtlicher Ertrag 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen sind weniger aggressiv in der Steuervermeidung
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Landry et al. • Journal of Accounting, Ethics & Public Policy 	<ul style="list-style-type: none"> • Kanada • Börsennotiert • 2004–2008 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Nachhaltigkeits-Performance, Profitabilität, Umsatzwachstum, Umsatzgröße, Verschuldungsrate, Anlagenintensität, Forschungsaufwand, Branche • Dummy, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Kein Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeits-Performance und aggressiver Steuervermeidung, Beziehung wird durch die Eigenschaft Familienunternehmen moderiert • Familienunternehmen betreiben weniger aggressive Steuervermeidung
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Steijvers & Niskanen • Journal of Family Business Strategy 	<ul style="list-style-type: none"> • Finnland • Nichtbörsennotiert, SME • 2000–2005 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilität, Verschuldungsrate, Anlagenintensität, immaterielles Vermögen, Firmenalter, Branche, Board-Zusammensetzung • Dummy, Gesellschaftsanteile des Geschäftsführers, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen betreiben weniger aggressive Steuervermeidung • Wenn Geschäftsführer Anteile besitzt, kehrt sich der Effekt mit steigenden Anteilen um • Die Präsenz eines externen Board-Mitgliedes mildert steueraggressives Verhalten

Jahr	• Autor(en) • Journal	• Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode	• Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses	• Abhängige Variable	• Ergebnisse
		kombiniert mit Umfragedaten			
2016	<ul style="list-style-type: none"> • Mafrolla & D'Amico • Journal of Family Business Strategy 	<ul style="list-style-type: none"> • Italien • Börsennotiert • 2006–2011 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilität, Verschuldungsrate, Anlagenintensität, immaterielles Vermögen, Unternehmensgröße, Marktkapitalisierung, Branche • Dummy, Anteil am Eigenkapital, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Nichtlinearer Zusammenhang zwischen Familieneinfluss und aggressiver Steuervermeidung • Umgekehrte U-Form
2016	<ul style="list-style-type: none"> • Sánchez-Marín et al. • Journal of Family Business Management 	<ul style="list-style-type: none"> • Spanien • Nichtbörsennotiert, SME, nur Familienunternehmen • 2011 • Empirisch-quantitative Archivstudie kombiniert mit Umfragedaten 	<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilität, immaterielle Vermögensgüter, Verschuldungsgrad, Umsatzgröße, Branche • Volle F-PEC-Skala, Komponenten- und Essenzansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate (unter Berücksichtigung von Geldabfluss), Unterschied steuer- und handelsrechtlicher Ertrag 	<ul style="list-style-type: none"> • Positiver Zusammenhang zwischen Erfahrung und aggressiver Steuervermeidung • Negativer Zusammenhang zwischen Machtdimension und aggressiver Steuervermeidung • Kein Zusammenhang zwischen Kultur und aggressiver Steuervermeidung
2017	<ul style="list-style-type: none"> • Gaaya et al. • Managerial Auditing Journal 	<ul style="list-style-type: none"> • Tunesien • Börsennotiert • 2008–2013 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Prüfungsqualität ('Big Four'), Umsatzgröße, Verschuldungsrate, Profitabilität, Wachstumspotenzial • Anteil am Eigenkapital, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate (unter Berücksichtigung von Geldabfluss), Unterschied steuer- und handelsrechtlicher Ertrag 	<ul style="list-style-type: none"> • Positiver Zusammenhang zwischen Gesellschaftsanteilen in Familienhand und aggressiver Steuervermeidung • Prüfungsqualität moderiert diesen Zusammenhang

Jahr	• Autor(en) • Journal	• Land • Stichprobe • Jahr(e) • Methode	• Unabhängige Variablen • Definition des Familieneinflusses	• Abhängige Variable	• Ergebnisse
2019	<ul style="list-style-type: none"> • Brune et al. • Family Business Review 	<ul style="list-style-type: none"> • Deutschland • Börsen- und nichtbörsennotiert, nur Familienunternehmen • 2009–2014 • Empirisch-quantitative Archivstudie 	<ul style="list-style-type: none"> • Börsennotierung, Profitabilität, Verschuldungsrate, Anlagenintensität, immaterielle Vermögensgüter, Umsatzgröße, Anzahl bearbeiteter Märkte, Anzahl von Tochterunternehmen, Branche • Dummy, Geschäftsführerherkunft, Gründereinfluss, Komponentenansatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Effektive Steuerrate 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen betreiben weniger aggressive Steuervermeidung mit einem Gründergeschäftsführer als mit einem Nachkommen in der Geschäftsleitung oder einem externen Geschäftsführer • Familienunternehmensgründer kann auch indirekt Einfluss nehmen, wenn er einen substanziellen Teil des Eigenkapitals stellt bzw. noch in der Geschäftsführung oder Kontrollgremien aktiv ist

Tabelle 3: Relevante aggressive Steuervermeidungsstudien

Die geringe Anzahl von Artikeln spiegelt wider, dass es sich bei dem Schnittpunkt Familienunternehmen und Steuerforschung um ein noch junges Forschungsfeld handelt (Brune et al., 2019). Die verwendeten **Stichproben** lassen sich in börsennotierte und nichtbörsennotierte Unternehmen einteilen. Es gibt mit Brune et al. (2019) lediglich eine Studie, die beide Unternehmenstypen zusammen untersucht. Die Studien von Sánchez-Marín et al. (2016) und Steijvers & Niskanen (2014) untersuchen nichtbörsennotierte Unternehmen im SME-Bereich. Es gab bis Ende 2018 bislang keine Studie, die große, nichtbörsennotierte Unternehmen untersucht. Mit Ausnahme der Studien von Sánchez-Marín et al. (2016) und Brune et al. (2019) schließen die Stichproben Familien- und Nichtfamilienunternehmen ein. Alle sieben Studien wurden in verschiedenen Ländern durchgeführt. Die verschiedenen institutionellen Rahmenbedingungen, wie z. B. unterschiedliche Konformität von Handels- und Steuerbilanz (Watrin et al., 2014) und allgemeine rechtliche Rahmenbindungen (La Porta et al., 1999), erschweren die Vergleichbarkeit der Studien. Hinsichtlich der untersuchten **Themen** lassen sich weitere Unterschiede erkennen. Insgesamt werden verschiedene Aspekte der Corporate Governance in Familienunternehmen in Bezug auf Steuervermeidung untersucht, wie z. B. Eigentümerstruktur/-identität (Chen et al., 2010; Steijvers & Niskanen, 2014; Mafrolla & D'Amico, 2016; Gaaya et al., 2017), Nachhaltigkeitsperformance (Landry et al., 2013), Zusammensetzung der Geschäftsleitung und der Überwachungsorgane (Steijvers & Niskanen, 2014; Brune et al., 2019), Prüfungsqualität (Gaaya et al., 2017) und Stärke und Art des Familieneinflusses (Sánchez-Marín et al., 2016). Die Studien von Sánchez-Marín et al. (2016) und Brune et al. (2019) setzen sich von den anderen Studien ab, da sie keine allgemeinen Unterschiede zwischen Familien- und Nichtfamilienunternehmen, sondern Determinanten von aggressiver Steuervermeidung innerhalb von Familienunternehmen untersuchen.

Bei den gewählten **theoretischen Ansätzen** lässt sich weitestgehend Konformität feststellen. Es werden überwiegend Argumente aus der Prinzipal-Agenten-Theorie angeführt. Interessenkonflikte zwischen Agenten und Prinzipal können dazu führen, dass nicht diejenige aggressive Steuervermeidungsstrategie umgesetzt wird, die aus Sicht des Prinzipals am günstigsten ist (Chen et al., 2010). Die klassische Prinzipal-Agenten-Theorie geht davon aus, dass der Prinzipal risikoneutral ist, da er sein

Vermögen über verschiedene Vermögensanlagen hinweg diversifizieren kann (Demski & Feltham, 1978). Dies trifft nicht bei allen Gesellschaftertypen gleichermaßen zu. Familiengesellschafter sind im Allgemeinen sehr verbunden mit ihrem Unternehmen und folglich sehr stark investiert. Privatvermögen und Gesellschaftsvermögen sind eng miteinander verflochten und eine Diversifizierung ist zumeist nicht gegeben (Shleifer & Vishny, 1986; Mishra & McConaughy, 1999). Darüber hinaus liegt bei Familienunternehmen in der Regel keine strikte Trennung von Eigentum, Management und Kontrolle vor (Badertscher et al., 2013). Daraus folgt, dass Familienunternehmen eher risikoscheu (Mishra & McConaughy, 1999) und sehr bedacht auf die Außenwirkung der Unternehmung sind (Zellweger et al., 2010). Während das vereinfachte Prinzipal-Agenten-Modell von Eigentümer und Management ausgeht, sind die Prinzipal-Agenten-Beziehungen in Familienunternehmen komplexer. Wie in *Abbildung 3* aufgezeigt, bestehen Beziehungen zu familienfremden Minderheitsgesellschaftern und nichtinvolvierten Familiengesellschaftern und Familienmitgliedern. Informationsasymmetrien und Interessenkonflikte können zum Beispiel auch dazu führen, dass aktive Familienmitglieder nicht im Interesse anderer Stakeholdergruppen, wie familienfremde Minderheitsgesellschafter, handeln. Chen et al. (2010) sowie Mafrolla & D'Amico (2016) führen das Argument der möglichen Bereicherung von dominierenden Familiengesellschaftern auf Kosten von Minderheitsgesellschaftern an (vgl. *Abbildung 3* AP II). Die Studie von Sánchez-Marín et al. (2016) ergänzt explizit Aspekte der Risikovermeidung und des Reputationsverlustes. Steijvers & Niskanen (2014) beziehen sich in ihrer Argumentation auf die Dominanz von nichtökonomischen Zielen, wie die transgenerationale Orientierung bei Familienunternehmen, und leiten daraus eine negative Einstellung gegenüber Steuervermeidungspraktiken ab.

Die **Definition** von Familienunternehmen erfolgt in fünf Studien als Dummy, der Aspekte des Komponentenansatzes, wie den Anteil am Eigenkapital, als Klassifizierungskriterien berücksichtigt. Gaaya et al. (2017) untersuchen Steuervermeidung unter Einbeziehung des Anteils der Familie am Eigenkapital. Sánchez-Marín et al. (2016) verfolgen einen innovativen Ansatz und beziehen die komplette F-PEC-Skala ein. Bei ihren Hypothesen unterscheiden sie folglich drei mögliche Determinanten von Steuervermeidung innerhalb von Familienunternehmen: Macht, Erfahrung und Kultur. Hinsichtlich der **Ergebnisse** lassen sich bislang keine

allgemeinen Schlussfolgerungen ziehen. Die Studien von Chen et al. (2010), Landry et al. (2013) und Mafrolla & D'Amico (2016) belegen ein geringeres Ausmaß an aggressiver Steuervermeidung in börsennotierten Familienunternehmen. Dies erklärt sich durch die von Familienunternehmen mehrheitlich negativ wahrgenommenen Aspekte von Steuervermeidung in der Öffentlichkeit. Steuervermeidungsstrategien werden von Minderheitsgesellschaftern negativ interpretiert und im börsennotierten Kontext mit einem Kursabschlag sanktioniert (Chen et al., 2010). Steijvers & Niskanen (2014) bestätigen dies auch für nichtbörsennotierte Unternehmen, erklären den Effekt jedoch durch die Dominanz nichtökonomischer Ziele in Familienunternehmen. Mafrolla & D'Amico (2016) finden Anhaltspunkte für eine mögliche höhere Steuervermeidung von Familienunternehmen. Ihre Ergebnisse lassen einen umgekehrt u-förmigen Zusammenhang (in Bezug auf die effektive Steuerrate) erkennen, wobei Familienunternehmen bis zu einer dominierenden Position der Familie (39 % der Anteile und mehr als sieben Familienglieder in Geschäfts- und Überwachungsorganen) eine geringere Steuervermeidung praktizieren. Danach tritt eine erhöhte Steuervermeidung bei Familienunternehmen auf. Demnach ist die Beziehung zwischen Steuervermeidung und Familiengeschafteranteil nichtlinear, was damit zusammenhängen könnte, dass sich die Attraktivität und Durchsetzbarkeit von Steuervermeidungsstrategien für Familiengeschafter mit steigender Dominanz verändern. Bis zur Dominanz der Familie wirken Corporate-Governance-Mechanismen, die einen Interessenausgleich verschiedener Gesellschafter sicherstellen, während bei einer Dominanz eine potenzielle Vorteilsnahme der Familiengeschafter nicht ausgeschlossen werden kann. Gaaya et al. (2017) finden höhere Steuervermeidung in Familienunternehmen. Die Studie von Sánchez-Marín et al. (2016) identifiziert zwei konträr wirkende Treiber von Steuervermeidungspraktiken und schließt den Einfluss von Familienkultur dabei aus. Die gegensätzlich wirkenden Determinanten sind Macht (negativer Zusammenhang) und Erfahrung (positiver Zusammenhang). Familienunternehmen mit ausgeprägter Macht der Familie gewichten die möglichen Vorteile von Steueroptimierung geringer als die Gefahr eines Reputationsverlustes oder strafrechtlicher Verfolgung. Mit der fortwährenden Weitergabe von Wissen und Erfahrungen über Generationen hinweg entstehen für Familienunternehmen mehr Ressourcen und Fähigkeiten, sich der Steueroptimierung zu widmen. Damit geht die Öffnung von Familienunternehmen hinsichtlich der Ausübung von Steuervermeidungsstrategien mit Erfahrung der

handelnden Personen einher. Brune et al. (2019) untersuchen wie Sánchez-Marín et al. (2016) die Heterogenität innerhalb von Familienunternehmen. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass es transgenerationale Effekte auf Steuervermeidung gibt. Die Unternehmensgründer betreiben weniger Steuervermeidung als Nachfolger oder familienexterne Geschäftsführer. Überdies lassen die Ergebnisse erkennen, dass ein Gründer auch außerhalb der Funktion des Geschäftsführers über die Aufsichtsorgane Einfluss auf die Steuerstrategie nehmen kann.

Insgesamt zeichnet die bisherige Forschung trotz Verwendung ähnlicher theoretischer Argumentation kein klares Bild. Im Kontext der nichtbörsennotierten Unternehmen finden Steijvers & Niskanen (2014) höhere Steueraufwände bei Familienunternehmen. Die unterschiedlichen Ergebnisse innerhalb der sieben Studien lassen sich u. a. auf verschiedene institutionelle Kontexte zurückführen. Während die USA und Finnland sich durch hohen Investorenschutz und strenge Steuereintreibung/-überwachung kennzeichnen, sind die Märkte Deutschland, Italien und Tunesien tendenziell abweichend (La Porta et al., 1999; Watrin et al., 2014). Darüber hinaus unterscheiden sich die in den Studien untersuchten Aspekte der Corporate Governance, die verwendeten Stichproben und der verwendete Familienunternehmensbegriff sowie dessen Operationalisierung.

4.3 Identifizierte Forschungslücken

Auf Basis der durchgeführten Literaturrecherchen lassen sich verschiedene Forschungslücken identifizieren, die durch die im Rahmen der Dissertation erstellten Forschungsbeiträge aufgegriffen wurden. Das folgende Kapitel widmet sich diesen Forschungslücken und führt potenzielle Ansatzpunkte für weitere wissenschaftliche Beiträge näher aus. Dabei beschränken sich die nun folgenden Ausführungen auf die im Rahmen der Artikel eins bis drei aufgegriffenen Forschungslücken. Artikel eins und zwei behandeln die Forschungslücken aus den Kapitalstrukturstudien und Artikel drei diejenigen aus den Steuerstudien.

Im Hinblick auf die **Kapitalstrukturstudien** lässt sich feststellen, dass die Gruppe der nichtbörsennotierten Großunternehmen bislang noch nicht Gegenstand der Forschung war. Die gegenwärtigen Studien beziehen sich entweder auf nichtbörsennotierte SME oder börsennotierte Unternehmen. Laut Rutherford et al. (2008) sind die erzielten Ergebnisse damit nicht repräsentativ für den großen Anteil von nichtbörsennotierten Großunternehmen. Große Unternehmen haben überdies besonderen

Finanzierungsbedarf, da sich ihnen attraktive Wachstumsmöglichkeiten bieten (McKelvie et al., 2006; McKelvie & Wiklund, 2010; Ampenberger et al., 2013). Bei den angewendeten Theorien wird keine **Kombination von Ansätzen** aus Familienunternehmensforschung und Finanzforschung vorgenommen. Um ein besseres Verständnis für die Treiber festgestellter Finanzierungsunterschiede ableiten zu können, bedarf es einer Verknüpfung beider Forschungsfelder (Voordeckers et al., 2014; Michiels & Molly, 2017). Die in der Vergangenheit verwendeten Definitionen bzw. Abgrenzungskriterien bezogen sich fast ausschließlich auf den Komponentenansatz. Die bisherige Forschung steht damit vor der Herausforderung, aus Unterschieden mögliche Kausalitäten im Verhalten von Familienunternehmen abzuleiten. Der Komponentenansatz steht in der Kritik, da er nur den potenziellen Einfluss der Familie misst und keine Verhaltenskomponente abbildet (Zellweger et al., 2010). Aus diesem Grund ist eine Integration des Essenzansatzes notwendig. Damit einhergehend ist die überwiegende Anwendung von Dummy-Variablen kritisch zu betrachten, denn es erfolgt dadurch eine bewusste Vernachlässigung von Heterogenität (Michiels & Molly, 2017). Schon eine leichte Veränderung der kritischen Werte zur Bestimmung von Dummy-Variablen kann Regressionskoeffizienten verändern oder gar umkehren (Villalonga & Amit 2006). Die erlangten wissenschaftlichen Erkenntnisse sind vor diesem Hintergrund zu hinterfragen: Demnach ist eine multidimensionale Messung von Familieneinflüssen vorzunehmen. Dieser Ansatz bietet auch die Möglichkeit, verschiedene Dimensionen wie Macht, Erfahrung und Kultur (vgl. F-PEC-Skala) einzeln zu betrachten sowie eine mögliche Interaktion zu untersuchen (Cliff & Jennings, 2005). Abschließend hat die Literaturrecherche gezeigt, dass lediglich Lappalainen & Niskanen (2013) auf Basis von finnischen SME ein alternatives Finanzierungsinstrument zu Bankkrediten untersucht haben. Die Berücksichtigung von Lieferantenkrediten als alternative Finanzierungsquelle findet in keiner anderen Studie Anwendung. Dabei könnten diese gerade aufgrund ihrer schnellen Verfügbarkeit und ihres informellen Charakters attraktiv für Familienunternehmen sein. Sie bedürfen keiner expliziten Besicherung und keines formellen Kreditprüfungsprozesses wie bei Kreditinstituten. Lieferantenkredite werden von langjährigen Geschäftspartnern mit der Zahlung auf Ziel bereitgestellt (Michaelas et al., 1998).

Bei den **Steuerstudien** liegt der Fokus ebenfalls auf der Gruppe der großen börsennotierten Unternehmen. Im Hinblick auf Professionalisierung und

Unternehmenskultur sind indes deutliche Unterschiede im Vergleich zu kleinen Unternehmen zu erwarten (Perrini et al., 2007). Deutschland als besonderer institutioneller Kontext mit vergleichsweise niedrigem Investorenschutz und hoher Eigentumskonzentration wurde bis auf die neue Studie von Brune et al. (2019) noch nicht in den Studien berücksichtigt. Dieser institutionelle Kontext bietet aber gerade hinsichtlich der Transaktionskosten zwischen Mehr- und Minderheitsgesellschaftern eine interessante Umgebung. Anders als z. B. in den Vereinigten Staaten von Amerika sind Entscheidungs- und Kontrollgremium durch die Existenz eines separaten Aufsichtsrats voneinander getrennt, der insbesondere die Interessen aller Gesellschafter vertritt. Durch die theoretische Unabhängigkeit des Aufsichtsrats kann den Steuervermeidungsstrategien der eingesetzten Geschäftsleitung entgegengewirkt werden. Familienunternehmen kennzeichnen sich oftmals durch dominierende Familiengesellschafter und wenig familienexterne Anteile im Streubesitz (Ampenberger et al., 2013). Durch die Berufung von familieninternen Personen in den Aufsichtsrat lässt sich zudem dessen theoretische Unabhängigkeit hinterfragen. Vor dem Hintergrund der Durchführung von Steuervermeidungsstrategien bietet dies einen interessanten Kontext. Die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union (EU) mussten bis Ende des Jahres 2018 ihre jeweiligen Steuergesetze in Einklang mit dem ‚Anti-Tax Avoidance Directive‘ bringen (Europäische Kommission, 2016). Mit zahlenreichen Maßnahmen zielt diese EU-Richtlinie darauf ab, Steuervermeidung im Binnenmarkt der EU zu bekämpfen. Im Gegensatz zu anderen Mitgliedsstaaten sind in den deutschen Steuergesetzen verhältnismäßig geringfügige Anpassungen vorzunehmen, da die Gesetze die vielen Anforderungen der Richtlinie bereits erfüllen (Linn & Braun, 2016). So kann unterstellt werden, dass Studienergebnisse u. a. relevant sind, um die Effektivität der getroffenen Maßnahmen zu untersuchen. Mit steigender Gesellschafteranzahl entsteht ein mögliches Agenten-Problem. Es existiert eine Informationsasymmetrie zwischen internen Familiengesellschaftern, die aktiv auf Unternehmensentscheidungen Einfluss nehmen können, und externen Familiengesellschaftern. Dabei bezieht sich die Bezeichnung extern darauf, dass diese Familienmitglieder zwar Anteile des Unternehmens besitzen, aber über keine direkten Entscheidungs- und Gestaltungsrechte verfügen. Mit anderen Worten sind sie an die Entscheidungen der internen Familienmitglieder gebunden. Eine Kompensation erfolgt in der Regel über die Zahlung von Dividenden, die auch finanziert werden

müssen (Setia-Atmaja, 2010). Die Bedeutung der steigenden Gesellschafteranzahl blieb in den sieben identifizierten Artikeln unberücksichtigt.

Die im Rahmen der Literaturrecherche identifizierten Forschungslücken sind von zentraler Bedeutung für die Weiterentwicklung beider Forschungsfelder. Die identifizierten Forschungspotenziale sind dabei für Theorie, Praxis und Regulatorik relevant und sollten daher aufgegriffen werden. *Tabelle 4* gibt einen Überblick über die Forschungslücken und stellt den Bezug zu den Forschungsartikeln dieser kumulativen Dissertation her.

Thema	Forschungslücke	Aufgegriffen in Artikel
Kapitalstruktur	Nichtbörsennotierte Großunternehmen	1 & 2
	Kombination theoretischer Ansätze aus Finanzierungs- und Familienunternehmensforschung	1 & 2
	Integration des Essenzansatzes	2
	Berücksichtigung von Heterogenität	2
	Multidimensionale Messung von Familieneinfluss	2
	Interaktion von verschiedenen Dimensionen von Familieneinfluss	2
	Berücksichtigung von Lieferantenkrediten	1
Steuern	Nichtbörsennotierte Großunternehmen	3
	Alternativer institutioneller Kontext	3
	Berücksichtigung der Gesellschafteranzahl	3

Tabelle 4: Übersicht identifizierter Forschungslücken

5 Zusammenfassung der Artikel

5.1 Family Firm Identity and Capital Structure Decisions

Finanzierungsentscheidungen in Familienunternehmen sind nicht ausschließlich ökonomisch geprägt. Sie berücksichtigen vielmehr individuelle Ziele und Präferenzen der Eigentümerfamilie (Gallo et al., 2004; Gómez-Mejía et al., 2007; Pearson et al., 2008; Chrisman et al., 2010). In Deutschland pflegen Familienunternehmen zudem einen langjährigen und vertrauensvollen Umgang mit ihren Hausbanken (Lehmann & Neuberger, 2001; Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2010). Daher können Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer abgebaut werden,

was zu einem verbesserten Zugang zu Fremdkapital führt (Anderson et al., 2003). Aus den sich ergebenden geringeren Fremdkapitalkosten können zudem Wettbewerbsvorteile für Familienunternehmen entstehen, da insbesondere Banken die langfristige und konservative Orientierung von Familienunternehmen goutieren (Croci et al., 2011). Auch die langfristigen Beziehungen zu Lieferanten könnten analog zu Vertrauensbildung und im Ergebnis zur Bereitstellung von Lieferantenkrediten führen. Wenn interne Finanzquellen z. B. aus Gewinnrücklagen verbraucht sind, könnte sich hieraus eine spezielle Attraktivität für Bankkredite sowie Lieferantenkredite ergeben. Der Artikel thematisiert daher das Finanzierungsverhalten großer und nichtbörsennotierter Familienunternehmen. Er kombiniert theoretische Ansätze aus Familienunternehmensliteratur und Finanzliteratur und berücksichtigt den klassischen Bankkredit sowie Lieferantenkredite als alternatives Finanzierungsinstrument. Artikel eins untersucht in diesem Zusammenhang folgende zwei **Forschungsfragen**:

1. Gibt es einen Unterschied zwischen Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen hinsichtlich der Bankverschuldung sowie der Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten?
2. Wie beeinflusst die Identität des Familienunternehmens den Zugang zu Fremdkapitalgebern?

Die **Stichprobe** ist ein Paneldatensatz von 691 großen nichtbörsennotierten Unternehmen aus Deutschland. Die verwendeten Finanzdaten spiegeln die Jahre 2010 bis 2014 wider und wurden von Euler Hermes zur Verfügung gestellt. Im Bearbeitungszeitraum der Dissertation stand der Autor in einem Beschäftigungsverhältnis mit Euler Hermes und hatte zu Forschungszwecken Zugriff auf Finanzdaten. Aufgrund der Vollständigkeit der Jahre 2010 bis 2014 wurden diese Finanzdaten in einen anonymisierten Datensatz überführt und auf aggregierter Ebene mittels Regressionsanalyse analysiert. Die Klassifizierung von Familienunternehmen wurde durch das Hamburger Institut für Familienunternehmen vorgenommen, um Analyse und Klassifizierung voneinander zu trennen. Die Klassifizierung erfolgte unabhängig und schließt damit die Verzerrung der Ergebnisse aus. Die Einteilung in Familien- und Nichtfamilienunternehmen erfolgte auf Basis von Eigenkapitalanteilen sowie eines hinreichenden Einflusses der Familie in Leitungs- oder Kontrollorganen durch mindestens zwei Familienmitglieder. Um eine gewisse langfristige Ausrichtung unterstellen zu können, wurden zudem lediglich Unternehmen einbezogen, die vor dem Jahr 2000 gegründet wurden. Damit

sind die eingeschlossenen Firmen schon mindestens zehn Jahre aktiv, was als Indikator für eine langfristige Orientierung herangezogen wird. Die multivariate **Panelanalyse** wurde anhand einer ‚Random-Effects Regression‘ und einer ‚Tobit Regression‘ unter Einbeziehung eines Familienunternehmens-Dummys durchgeführt. Beide Methoden bieten den Vorteil, dass aus den Längsschnittdaten firmenindividuelle Effekte berücksichtigt werden können (Baltagi, 2013). Zudem korrigiert die ‚Tobit Regression‘ für den hohen Anteil von nicht verschuldeten Unternehmen (28,8 %), die zu einer Verletzung der Linearitätsannahmen führen (Cameron & Trivedi, 2009). Insgesamt entspricht der verwendete **Definitionsansatz** dem Komponentenansatz.

Die bisherige Literatur zum Thema Kapitalstruktur zeigt insgesamt gegensätzliche Ergebnisse. Bisher wird dabei nicht auf Theorien aus der Familienunternehmensforschung eingegangen und große nichtbörsennotierte Unternehmen werden vernachlässigt. Der erste Artikel argumentiert mit dem potenziellen Konflikt zwischen Fremdkapitalnehmer und -geber sowie der Risiko- und Kontrollaversion von Familienunternehmen. Das Risiko opportunistischen Verhaltens eines (Lieferanten-)Kreditnehmers kann durch die Identität des Familienunternehmens verbunden mit deren Langfristigkeit und Vertrauensbildung reduziert werden. Verbunden mit dem Unabhängigkeitsbestreben der Familienunternehmen wird damit die Kapitaleinwerbung bei einem externen Eigenkapitalinvestor vermieden. Die **Ableitung der Hypothesen** erfolgte zum einen auf Basis des ressourcenbasierten Ansatzes und des Familiness-Konstruktes nach Habbershon & Williams (1999). Zum anderen wurde mithilfe der Prinzipal-Agenten-Theorie das Verhältnis zwischen Fremdkapitalgeber und Familie abgebildet (vgl. *Abbildung 3 AP III*). Bei der Ableitung von möglichen Finanzierungspräferenzen wurden überdies Aspekte der POT angeführt (Myers & Majluf, 1984).

Die **Ergebnisse** der Studie zeigen, dass Familienunternehmen eine höhere (langfristige) Bankverschuldung als Nichtfamilienunternehmen aufweisen. Überdies lassen die Ergebnisse den Schluss zu, dass Familienunternehmen einen besseren Zugang zu Fremdkapital haben. Anlass dazu gibt die Insignifikanz des materiellen Anlagevermögens für Familienunternehmen, aber nicht für Nichtfamilienunternehmen bei der Analyse der Kapitalstruktur. Dies kann als Abschwächung potenzieller Agenten-Konflikte zwischen Bank und Familienunternehmen durch den Familienunternehmensstatus interpretiert werden. Um einen ähnlichen vertrauensbildenden Effekt zu erreichen, benötigen

Nichtfamilienunternehmen materielles Anlagevermögen. Es konnte kein Zusammenhang zwischen der Finanzierung über Lieferantenkredite und dem Status als Familienunternehmen nachgewiesen werden. Insgesamt bestätigen die Ergebnisse den Eindruck, dass Familienunternehmen einen Vertrauensvorschuss genießen, der als Wettbewerbsvorteil in der Finanzierung genutzt werden kann.

5.2 Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale

In den letzten beiden Dekaden ist ein rasanter Anstieg von empirischen Forschungsbeiträgen über Kapitalstrukturen in Familienunternehmen zu verzeichnen (Michiels & Molly, 2017). Die bestehende Literatur vergleicht klassischerweise Familien- und Nichtfamilienunternehmen anhand einer Dummy-Variablen. Dabei wird auf eine multidimensionale Messung des Familieneinflusses und die Berücksichtigung von Unterschieden von Familienunternehmen weitestgehend verzichtet (Rutherford et al., 2008). Die dafür notwendige Datenerhebung ist mit großem Aufwand verbunden, da neben öffentlich zugänglichen Datenbanken auch eine Kontaktaufnahme zu den Firmen erforderlich ist. Über die genauen Determinanten von Finanzierungsentscheidungen in Familienunternehmen sind folglich gegenwärtig nur wenige Forschungsbeiträge zu finden. Der zweite Artikel dieser Dissertation bedient sich eines multidimensionalen Messkonzepts, integriert den Essenzansatz und berücksichtigt die Heterogenität von Familienunternehmen. Es wird z. B. auf die Überschneidung von Familienwerten und den Werten des Unternehmens sowie auf die Loyalität der Familienmitglieder eingegangen. Wird eine Wahrnehmbarkeit dieser Eigenschaften von Stakeholdern wie Banken unterstellt, dann könnte sich dies wiederum auf die Vertrauensbildung auswirken. Durch die Anwendung der multidimensionalen F-PEC-Skala kann auch eine potenzielle Interaktion verschiedener Dimensionen von Familieneinfluss, wie z. B. Macht und Kultur, untersucht werden. Artikel zwei ist daher als Weiterentwicklung des ersten Artikels zu sehen und konzentriert sich auf folgende **Forschungsfragen**:

1. Was sind spezifische Determinanten von Bankverschuldung in Familienunternehmen?
2. Inwiefern interagieren die verschiedenen Dimensionen des Familieneinflusses in Bezug auf die Wahl der Kapitalstruktur?

Die **Stichprobe** ist ein Querschnittsdatensatz von 98 großen nichtbörsennotierten Familienunternehmen aus Deutschland. Die F-PEC-Skalenwerte wurden anhand eines bereits validierten Fragebogens erhoben. Holt et al. (2010) haben mit ihrer Studie die ursprüngliche Ausgestaltung der Skala und der Fragen auf Validität untersucht. Dabei wurden insbesondere Fragen der Kulturdimension als kritisch für die Güte identifiziert. Daraufhin wurde ein angepasster Fragebogen vorgeschlagen, der bei der Datenerhebung für den zweiten Artikel verwendet wurde. So wurde zwischen Juni und Oktober 2017 eine bundesweite Befragung durchgeführt. Die verwendeten Finanzdaten spiegeln die Jahre 2015 bis 2016 wider, da die entsprechenden Jahresabschlüsse dem Umfragezeitraum am nächsten kommen. Die Daten aus dem Jahr 2015 werden für Variablen verwendet, deren Berechnung mindestens zwei Jahre benötigt, z. B. Umsatzwachstum. Sie wurden wieder von Euler Hermes zur Verfügung gestellt. Zunächst wurden die Finanzdaten mit den Werten aus der Befragung anonymisiert zusammengeführt und es wurde eine Faktorenanalyse durchgeführt, um die Eignung der Daten zu verifizieren. Die Faktorenwerte der Dimensionen Macht, Erfahrung und Kultur wurden in einer multivariaten **Analyse** integriert. Die Regression erfolgte mit einem 'OLS' und einem 'Tobit-Schätzer', um Firmen ohne Verschuldung statistisch zu berücksichtigen. Durch die Integration der F-PEC-Skala konnte eine multidimensionale Messung des Familieneinflusses realisiert werden. Somit schließt der verwendete **Definitionsansatz** den Komponentenansatz und den Essenzansatz ein.

Die **Ableitung der Hypothesen** erfolgte zum Teil auf Basis des ressourcenbasierten Ansatzes und des Familiness-Konstruktes nach Habbershon & Williams (1999) sowie der F-PEC-Skala (Klein et al., 2005; Holt et al., 2010). Zum anderen wurde mithilfe der Prinzipal-Agenten-Theorie das Verhältnis zwischen Bank und Familie erklärt (vgl. *Abbildung 3 AP III*). Bei der Ableitung von möglichen Finanzierungspräferenzen wurden überdies Aspekte aus der POT einbezogen (Myers & Majluf, 1984). So wird gerade im Hinblick auf die Nachfrage von Fremdkapital auf dessen disziplinierende Wirkung auf ein familienexternes Management eingegangen. Dieses Kontrollinstrument würde bei einem hohen Machteinfluss der Familie über Management oder Kontrollorgane (Beirat, Familienrat, Aufsichtsrat) folglich obsolet. Im Gegensatz dazu wirkt potenziell die gute Reputation der Familie (Kulturdimension) positiv auf der Angebotsseite und wird als weitere Determinante berücksichtigt.

Die **Ergebnisse** der Studie zeigen, dass die Heterogenität von Familienunternehmen eine wichtige Rolle bei der Erklärung der Bankverschuldung spielt. So ist der Eigenkapitalanteil der Familie nicht relevant, sondern vielmehr die Beteiligung der Familie in der Geschäftsleitung oder im Aufsichtsrat. Die F-PEC-Dimensionen Erfahrung und Kultur beeinflussen die Wahl der Kapitalstruktur indes nicht direkt. Der Einfluss von Kultur ist durch die Präsenz der Familie in der Geschäftsleitung moderiert. Während Kultur bei niedrigem Engagement der Familie in der Geschäftsleitung negativ auf die Verschuldung wirkt, kehrt sich der Effekt bei hohem Engagement um. Bei isolierter Betrachtung der Dimension Macht deutet das Ergebnis auf eine Kontrollverlust- und Risikoaversion mit wachsendem Einfluss der Familie hin. Im Zusammenhang mit der Kulturdimension verändert sich dieses Bild und erklärt das vertrauensvolle Verhältnis zwischen Fremdkapitalgebern und Familienunternehmen. Dies kann sich jedoch lediglich bei hinreichender Repräsentanz der Familie in der Geschäftsleitung entfalten. Aus Sicht der Praxis scheint es im Hinblick auf den Fremdkapitalzugang demzufolge lohnenswert, Familienmitglieder in die Geschäftsführung des Unternehmens zu integrieren. Aus wissenschaftlicher Perspektive zeigt sich, wie gewinnbringend die Verwendung von komplexeren theoretischen Konstrukten und Messmethoden ist. Die Erkenntnisse, die mittels eines Dummys gewonnen werden, sind auf aggregierter Ebene und erklären nicht die genauen Wirkungszusammenhänge.

5.3 Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms

Der dritte Artikel untersucht Steuervermeidung in großen und nichtbörsennotierten Unternehmen im speziellen institutionellen Kontext von Deutschland. Darüber hinaus wird im Vergleich zur bisherigen Forschung die Anzahl der Gesellschafter als potenzieller Treiber von aggressiver Steuervermeidungspolitik berücksichtigt. Mit zunehmender Anzahl an Gesellschaftern kann zwischen den im Unternehmen tätigen und passiven Familiengesellschaftern ein Interessenkonflikt entstehen, dem mit einer Gewinnausschüttung begegnet werden kann (Setia-Atmaja, 2010). Aus Sicht der Unternehmen sind Steuerzahlungen mit einem Drittel des Vorsteuergewinns ein großer Kostenblock, der ebenfalls die Liquidität und damit die interne Finanzierungskapazität direkt belastet (Chen et al., 2010). Damit bestehen Anreize für eine aggressive Steuervermeidung, denen aber auch Risiken gegenüberstehen (Hanlon & Heitzman, 2010). Besondere Anreize könnten im nichtbörsennotierten Kontext zu

finden sein. Der Kapitalmarkt wirkt gerade im Hinblick auf die Bevorteilung von Mehrheitsgesellschaftern als disziplinierende Kraft und schützt das Interesse familienexterner Minderheitsaktionäre (Michiels et al., 2015). Eine vergleichende Betrachtung von großen nichtbörsennotierten Familien- und Nichtfamilienunternehmen ist bislang noch nicht erfolgt. Artikel drei widmet sich daher folgenden Forschungsfragen:

1. Inwiefern spielt die disziplinierende Kraft des Kapitalmarktes eine Rolle bei der aggressiven Steuervermeidungspolitik von Familienunternehmen?
2. Welche Rolle spielt die Gesellschafteranzahl in Bezug auf Steuervermeidung?

Die **Ableitung der Hypothesen** baut auf der Leitstudie von Chen et al. (2010) auf und argumentiert mit geringeren Informationsasymmetrien zwischen Management und Gesellschaftern (Jensen & Meckling, 1976; Anderson et al., 2003). Darüber hinaus wird die Problematik eines potenziellen Interessenkonfliktes zwischen Familien- und Minderheitsgesellschaftern untersucht (Claessens et al., 2002). Dennoch überwiegen nach Chen et al. (2010) im regulierten Umfeld des Kapitalmarktes die Nachteile aus Sicht der Familienunternehmen, was in der Konsequenz zu einer niedrigen Steuervermeidung führt. Familienunternehmen fürchten den Kursverfall der Aktie und damit verbunden eventuelle Übernahmerisiken. Im nichtbörsennotierten Umfeld sollte dieser Aspekt wegfallen und mit steigender Gesellschafteranzahl die Notwendigkeit der Optimierung des ausschüttungsfähigen Gewinns steigen.

Die **Stichprobe** unterscheidet sich kaum von der des ersten Artikels. Es handelt sich um einen Paneldatensatz von 678 großen und nichtbörsennotierten Unternehmen aus Deutschland. Die multivariate **Analyse** wurde anhand einer ‚Pooled-OLS Regression‘ und einer ‚Random-Effects Regression‘ durchgeführt. Dies bietet den Vorteil, firmenindividuelle Effekte bei der Analyse zu berücksichtigen (Baltagi, 2013). Dabei wurden ein Familien-Dummy und der Eigenkapitalanteil der Familie einbezogen. In einem weiteren Modell wurde zudem die Anzahl der Gesellschafter integriert und mit dem Familien-Dummy interagiert. Insgesamt entspricht der verwendete **Definitionsansatz** dem Komponentenansatz. Die **Ergebnisse** der Studie zeigen, dass Familienunternehmen ein höheres Ausmaß an aggressiver Steuervermeidung betreiben als Nichtfamilienunternehmen. Der Kapitalmarkt als gegensätzliche Kraft nach Chen et al. (2010) wirkt folglich disziplinierend. Die Gefahr von Kursabschlägen bei einer aggressiven Steuervermeidungsstrategie besteht nicht und somit entfällt die

Berücksichtigung des Übernahmerisikos im Entscheidungskalkül. Der Effekt wird größer mit der Dominanz der Familiengeschafter innerhalb des Geschafterkreises und des damit verbundenen Interessenkonfliktes zwischen Mehr- und Minderheitsgeschaftern. Überdies zeigt die Studie, dass bei steigender Geschafteranzahl das Ausmaß der aggressiven Steuervermeidung ansteigt, unabhängig davon, ob es sich dabei um ein Familienunternehmen handelt oder nicht. Ergänzend sei erwähnt, dass die unterschiedlichen Ergebnisse von Chen et al. (2010) auch partiell durch den abweichenden institutionellen Kontext in den USA resultieren (La Porta et al., 1999; Achleitner et al., 2014). Darüber hinaus sprechen Chen et al. (2010) bereits ab fünf Prozent der Anteile bei Familiengeschaftern von Familienunternehmen.

5.4 Gesamtbetrachtung der Artikel

Die drei zusammengefassten Artikel lassen sich insgesamt dem betriebswirtschaftlichen Forschungsfeld Corporate Finance zuordnen und berühren im Einzelnen die Themenfelder Kapitalstrukturentscheidungen und Steuervermeidungspolitik. Sie untersuchen, wie sich die Überschneidung der Sphären Familie und Unternehmen und die daraus resultierenden Ziele, Präferenzen und Prinzipal-Agenten-Beziehungen auf **Finanzierungsentscheidungen** auswirken. Die im Rahmen dieser Dissertation gesamtheitliche Betrachtung des Finanzmanagements schließt Steuervermeidung als Einflussgröße und als Teil der Innenfinanzierung ein. Aus inhaltlicher Sicht lassen sich zunächst bei den ersten beiden Artikeln direkte Zusammenhänge erkennen. Sie untersuchen Determinanten der Fremdkapitalfinanzierung in Familienunternehmen. Im letzten Artikel werden explizit die Treiber von Steuervermeidung in Familienunternehmen im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen untersucht. Je höher der prozentuale Anteil der Steuern auf das Vorsteuerergebnis, desto weniger Mittel stehen dem Unternehmen zur Investitionsfinanzierung oder Ausschüttung zur Verfügung. Es gibt damit rein wirtschaftlich betrachtet Anreize zur Steuervermeidung.

Während im ersten Artikel ein vereinfachter Vergleich von Kapitalstrukturen bei Familien- und Nichtfamilienunternehmen durchgeführt wird, zielt der zweite Artikel auf Unterschiede innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen ab. Die Dichotomisierung im ersten Artikel unterstellt, dass Familienunternehmen homogen sind, und fokussiert generelle Unterschiede zwischen Familien- und

Nichtfamilienunternehmen. Der zweite Artikel ist als Weiterentwicklung des ersten Artikels zu sehen. Die Operationalisierung des Familieneinflusses berücksichtigt dabei mehrere Dimensionen. Der Einsatz der multidimensionalen F-PEC-Skala ermöglicht somit eine Differenzierung innerhalb Familienunternehmen und die Analyse von drei möglichen Entscheidungsdeterminanten von Bankverschuldung (Macht, Erfahrung, Kultur).

Die **Definition** von Familienunternehmen erfolgt über alle Artikel dieser Dissertation analog. Lediglich der zweite Titel mit seinem Querschnittsdatensatz schließt auch den Essenzansatz mithilfe der gewonnenen Umfragedaten mit ein. Die Artikel verwenden bei der **Ableitung der Hypothesen** eine Kombination theoretischer Ansätze aus der Familienunternehmensliteratur und der Finanz- sowie Steuerforschung. Dabei wird im Besonderen das Verhältnis von Familienunternehmen zu externen Stakeholdern, wie Banken oder Minderheitsaktionären, betont. Als familienunternehmenstypische Argumente werden u. a. Kontrollverlust- und Risikoaversion angeführt. Überdies wird in den ersten beiden Studien damit argumentiert, dass Familienunternehmen mit ihrer Identität die Wahrnehmung von Stakeholdern beeinflussen können und daraus Wettbewerbsvorteile in der Finanzierung generiert werden können.

Bei allen drei Artikeln dieser Dissertation handelt es sich um **empirisch-quantitative Studien**. Artikel eins und drei wenden eine Panelregression auf einen Paneldatensatz an. Diese unterscheiden sich nur geringfügig voneinander. Artikel zwei untersucht einen Datenquerschnitt auf Basis einer zusätzlichen und nur einmal durchgeführten Befragung. Die Artikel dieser Dissertation widmen sich großen nichtbörsennotierten Unternehmen und beziehen damit einen bisher vernachlässigten Unternehmenstyp ein. Wie in Artikel drei ersichtlich, eröffnet dieser spezielle Kontext die Möglichkeit, bestehende Forschungsergebnisse kritisch zu würdigen.

Ausgangspunkt dieser Dissertation ist die Aussage, dass der Bestand und der Zugang zu finanziellen Ressourcen kritisch für den Fortbestand von Unternehmen sind. Da den Familienunternehmen in Deutschland eine zentrale Rolle zukommt, ist es insbesondere von Interesse, Determinanten ihrer Finanzierung zu identifizieren. Die **Ergebnisse** aller drei Studien lassen sich insgesamt in einen logischen Zusammenhang der Unternehmensfinanzierung einordnen. Analog zur POT gibt es bei Familienunternehmen tendenziell eine Präferenz zur Innenfinanzierung, die über thesaurierte Gewinne, Abschreibungen oder Rückstellungen erfolgt. Dabei ist die

Höhe der thesaurierten Gewinne abhängig vom Ergebnis nach Steuern. Steuervermeidung von Familienunternehmen hat somit einen indirekten Effekt auf die finanzielle Flexibilität von Familienunternehmen, da die Innenfinanzierungskraft durch Steuerabflüsse geschwächt wird. Die Transaktionskosten der Innenfinanzierung sind im Vergleich geringer, können jedoch insbesondere durch die Optimierung von Steuerabflüssen und den damit verbundenen finanziellen Risiken (z. B. Sanktionen) steigen.

Sind die internen Finanzierungsquellen erschöpft, können Familienunternehmen dank der langjährigen und vertrauensvollen Beziehung zu ihren Hausbanken problemlos Fremdkapital aufnehmen. Dabei hilft auch die familiengeprägte Kultur im Unternehmen, die sich in einer Abschwächung der Informationsasymmetrien zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern bemerkbar macht. Aufgrund ihrer Identität haben Familienunternehmen an dieser Stelle einen Wettbewerbsvorteil. Dessen ungeachtet wirkt sich ein hoher Einfluss der Familie in den Organen der Gesellschaft negativ auf die Bankverschuldung aus. Der Hintergrund ist die mit der Aufnahme von Fremdkapital verbundene erhöhte Kontrolle und Mitbestimmung durch den Fremdkapitalgeber, der für Familienunternehmen unattraktiv ist.

Insgesamt lässt sich auf Basis der **aggregierten Ergebnisse** dieser Dissertation auch ein potenzielles Spannungsfeld zwischen Reputation, Fremdkapitalzugang und Steuervermeidung identifizieren. Wie im ersten Artikel festgestellt wurde, kann ein Substitutionseffekt zwischen der Vereinbarung von Kreditsicherheiten und der Identität des Familienunternehmens entdeckt werden. Mit anderen Worten gibt es laut den Ergebnissen der ersten und zweiten Studie bei den Hausbanken einen Vertrauensvorschuss für Familienunternehmen. Bei der Fremdkapitalaufnahme können sich somit für Familienunternehmen Wettbewerbsvorteile gegenüber Nichtfamilienunternehmen ergeben, die direkt an die Wahrnehmung des Unternehmens durch die Bank geknüpft sind. Die Präferenz zur Innenfinanzierung kann vor allem durch die Ergebnisse der zweiten Studie nachvollzogen werden. Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen dem formalen Einfluss der Familie und der Höhe der Bankenverschuldung. Die Aufnahme von Bankkrediten dient lediglich der Überwachung einer familienexternen Geschäftsleitung oder kommt zum Einsatz, wenn die internen Finanzierungsquellen erschöpft sind.

Aus Sicht eines Fremdkapitalgebers ist die Aufrechterhaltung der Kapitaleinstufungsfähigkeit, also die nachhaltige Erwirtschaftung von Zinsen und Tilgungsrate, von zentraler Bedeutung (Kovermann, 2018). Steuervermeidung kann sich durch die Einbehaltung finanzieller Ressourcen positiv auf die Beurteilung der Kapitaleinstufungsfähigkeit aus Sicht einer Bank auswirken. Die Ergebnisse der dritten Studie lassen sich in **Zusammenhang** bringen mit den vorangegangenen Studien, da sie darauf hindeuten, dass Steuervermeidung von Banken zunächst goutiert wird. Dennoch sollten die Risiken, die sich aus Steuervermeidung ergeben können, nicht vernachlässigt werden. Sie können sich auch potenziell negativ auf Fremdkapitalzugang und -kosten auswirken (Guenther et al., 2017; Kovermann, 2018). Da ein Teil des Fremdkapitalzugangs auf Basis von Vertrauen und Reputation basiert, stellt sich die Frage, inwiefern zu aggressive Steuervermeidung bei Familienunternehmen negativ für deren Nimbus ist und das Vertrauen der Bank dadurch erschüttert wird. Abschließend bietet *Tabelle 5* einen zusammenfassenden Überblick über die wesentlichen Elemente aller drei Artikel. Auf die Gesamtbetrachtung der Ergebnisse und die sich daraus ergebenden Implikationen wird im nächsten Kapitel eingegangen.

	Artikel 1	Artikel 2	Artikel 3
Titel	Family Firm Identity and Capital Structure Decisions	Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale	Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms
Ziele	Messung des Effektes von Familiness auf die Wahl der Kapitalstruktur Messung des Effektes von Familiness auf das Verhältnis zu Fremdkapitalgebern	Untersuchung von Entscheidungsdeterminanten von Bankverschuldung in Familienunternehmen Berücksichtigung von Heterogenität	Untersuchung von Steuervermeidung bei nichtbörsennotierten Familienunternehmen Untersuchung des Einflusses der Gesellschafteranzahl
Forschungsfragen	Unterschied bei der Aufnahme von Fremdkapital zwischen Familien- und Nichtfamilienunternehmen Einfluss der Identität der Familie auf das Verhältnis zu Fremdkapitalgebern	Determinanten von Bankverschuldung in Familienunternehmen Interaktion verschiedener Dimensionen von Familieneinfluss in Bezug auf die Wahl der Kapitalstruktur	Rolle des Kapitalmarktes bei der Steuergestaltung von Familienunternehmen Rolle der Gesellschafteranzahl in Bezug auf die Anwendung von Steuervermeidungspraktiken
Theoretischer Ansatz	Prinzipal-Agenten-Theorie/Trade-off-Theorie POT Ressourcenbasierter Ansatz	Prinzipal-Agenten-Theorie/Trade-off-Theorie POT Ressourcenbasierter Ansatz	Prinzipal-Agenten-Theorie
Methodik/Daten	Paneldatensatz (2010–2014) Random-Effect und Tobit-Regression 691 große und nichtbörsennotierte Unternehmen Komponentenansatz	Querschnittdatensatz (2015 u. 2016) Faktorenanalyse, OLS- und Tobit-Regression 98 große und nichtbörsennotierte Unternehmen Komponenten- und Essenzansatz	Paneldatensatz (2010–2014) Random-Effect und Pooled-OLS 678 große und nichtbörsennotierte Unternehmen Komponentenansatz

	Artikel 1	Artikel 2	Artikel 3
Ergebnisse	<p>Höhere (langfristige) Bankverschuldung bei Familienunternehmen</p> <p>Kein Einfluss von materiellem Anlagevermögen auf Bankverschuldung bei Familienunternehmen</p>	<p>Negativer Zusammenhang zwischen Machtdimension und Bankverschuldung</p> <p>Kein direkter Zusammenhang zwischen Erfahrung bzw. Kultur und Bankverschuldung</p> <p>Zusammenhang zwischen Kultur und Bankverschuldung moderiert durch Repräsentanz der Familie in der Geschäftsleitung</p>	<p>Höhere Steuervermeidung bei Familienunternehmen</p> <p>Steigt mit Erhöhung des Eigenkapitalanteils der Familie</p> <p>Steuervermeidung steigt mit der Anzahl der Gesellschafter unabhängig, ob Familienunternehmen oder Nichtfamilienunternehmen</p>
Beitrag/Relevanz	<p>Kombination verschiedener theoretischer Ansätze</p> <p>Integration eines alternativen Finanzinstruments</p> <p>Untersuchung großer nichtbörsennotierter Unternehmen</p>	<p>Multidimensionale Messung von Familieneinfluss</p> <p>Interaktion von Dimensionen</p> <p>Berücksichtigung von Heterogenität</p> <p>Untersuchung großer nichtbörsennotierter Unternehmen</p>	<p>Berücksichtigung der Gesellschafteranzahl</p> <p>Untersuchung großer nichtbörsennotierter Unternehmen</p>

Tabelle 5: Zusammenfassung der Inhalte je Artikel

6 Zusammenfassende Implikationen

6.1 Forschung

Die vorliegenden drei Studien haben zahlreiche Lücken der bisherigen Forschung aufgegriffen. So wurden im Gegensatz zur bestehenden Forschung nichtbörsennotierte Großunternehmen untersucht, die dem Einfluss des Kapitalmarktes weniger ausgesetzt sind, jedoch aufgrund ihrer Professionalität auch Wachstumschancen aufweisen. Sie weisen oftmals eine konzentriertere Eigentümerstruktur auf und haben keine strenge Trennung der Sphären Familie und Unternehmen (Villalonga & Amit, 2006). Erkenntnisse aus dem börsennotierten Kontext basieren auf abweichenden Prinzipal-Agenten-Konstellationen und lassen sich nicht notwendigerweise auf die im Rahmen dieser Dissertation untersuchten Unternehmen übertragen (Asker et al., 2011). So verliert das Agenten-Problem I durch die fehlende Trennung zwischen Eigentum und Management an Bedeutung, jedoch ergeben sich durch den Wegfall des Kapitalmarktes und die Anteilsdominanz des Familiengeschafters Möglichkeiten zur Expropriation von Minderheitsgesellschaftern (Setia-Atmaja, 2010).

Des Weiteren wurde eine Kombination theoretischer Ansätze aus Familienunternehmens- und Finanzierungsliteratur umgesetzt. Nur durch eine Verknüpfung der Forschungsfelder kann neben den rein bilanziellen Ausprägungen auch abgeleitet werden, was deren familienunternehmenstypische Treiber sind (Voordeckers et al., 2014). Dabei ist es von zentraler Bedeutung, auch eine potenzielle Unterschiedlichkeit innerhalb der Familienunternehmen durch die Modelle zuzulassen. Die vorwiegende Verwendung des Komponentenansatzes bei Definition und Operationalisierung trägt der Heterogenität keine Rechnung. Die Integration verschiedener Dimensionen von Familieneinfluss sowie deren Interaktion kann, wie im zweiten Artikel gezeigt, wertvolle Erkenntnisse bringen. Zudem konnten im Hinblick auf die Untersuchung von Steuervermeidung erste Ergebnisse zum Einfluss der Gesellschafteranzahl für den deutschen Wirtschaftsraum erlangt werden. Aus den Ergebnissen ergeben sich weitere zahlreiche Implikationen für die Forschung.

Der **erste Artikel** stellt eine höhere Bankverschuldung von Familienunternehmen heraus. Die Studie kann somit auf den ersten Blick keine Risiko- und Kontrollaversion von Familienunternehmern feststellen und argumentiert mit einem

Wettbewerbsvorteil bei der Aufnahme von Fremdkapital. Dies zeigt sich auch in der untergeordneten Bedeutung des materiellen Anlagevermögens bei der Aufnahme von Fremdkapital bei Familienunternehmen. Das Ergebnis ist im Kontext der überwiegenden Bankenfinanzierung in Deutschland nachvollziehbar, steht aber im Widerspruch zu früheren Studien, die nachfrageseitige Argumente anführen (Mishra & McConaughy, 1999; Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013; Baek et al., 2016).

Daher gilt es, das erzielte Ergebnis im Kontext großer nichtbörsennotierter Gesellschafter weiter empirisch zu validieren. Als alternatives Forschungsdesign bieten sich hierbei qualitative Studien an, die die tatsächliche Kapitalstrukturpräferenz einzelner Familienunternehmen untersuchen. Dazu eignen sich nicht statistische Verfahren wie z. B. Fallstudien über Familienunternehmen oder Interviews mit der Geschäfts- und Finanzleitung. In diesem Zusammenhang wäre es wünschenswert, zu untersuchen, ob die Aufnahme von Bankkrediten tatsächlich an die Verfügbarkeit der Innenfinanzierung geknüpft ist. Gibt es eine kritische Grenze, die Familienunternehmen veranlasst, Hausbankkredite zu nutzen? Auf Angebotsseite wären die Fremdkapitalgeber einzubeziehen. Die gegenwärtig quantitativ geprägte Literatur kann auf Basis der Ergebnisse nur mutmaßen, dass es eine besondere Betrachtung von Familienunternehmen gibt. Hier bieten sich flächendeckende Interviews mit den Risikovorständen sowie Senior-Analysten deutscher oder internationaler Großbanken an. Einen besonders innovativen Ansatz könnte hier ein experimentelles Forschungsdesign liefern. Man könnte eine Kreditbeurteilung durch verschiedene Bankanalysten auf Basis von Finanzdaten durchführen lassen. Während die Analysten der Experimentalgruppe zu den identischen Finanzdaten die zusätzliche Information bekommen, dass es sich um ein Familienunternehmen handelt, würde die Kontrollgruppe die Analyse ohne Informationen zum Gesellschafterhintergrund durchführen. Strukturelle Abweichungen in den Kreditbeurteilungen auf Basis des Gesellschafterhintergrundes könnten hierbei untersucht werden. Darüber hinaus wäre im Anschluss eine Analyse der potenziell unterbewussten oder bewussten Abweichung in der Beurteilung anhand von Interviews möglich. Laut dem Institut der deutschen Wirtschaft steht bei jährlich 30.000 Betrieben eine Nachfolge an (iwd, 2017). Aus theoretischer Sicht wäre es relevant, zu untersuchen, inwiefern die Wettbewerbsvorteile bei der Finanzierung an einzelnen Personen hängen oder lediglich mit der Firma verbunden sind. Wie sehen die Bankanalysten die Nachfolge

von Unternehmen? Gibt es bei der Einschätzung der Nachfolger Unterschiede zum Beispiel hinsichtlich des Geschlechtes?

Die erste Studie der vorliegenden Dissertation bildet keine Unterschiede innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen ab, was aber essenziell ist, um das Verhalten von Familienunternehmen zu erklären (Sharma et al., 1997). Damit berücksichtigt sie wie viele vorangegangene Studien lediglich Elemente des Komponentenansatzes zur Definition. Hier setzt **Artikel zwei** an und verwendet mit der F-PEC-Skala ein multidimensionales Messkonzept von Familieneinfluss. Überdies zielt die empirisch-quantitative Studie nicht auf den klassischen Vergleich zwischen Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen ab, sondern untersucht Finanzierungsdeterminanten innerhalb von Familienunternehmen. Aufgrund des Erhebungsaufwands wurde nur eine Periode betrachtet und pro Unternehmen jeweils ein Familienmitglied befragt. An dieser Stelle kann die zukünftige Forschung anknüpfen und mehrere Perioden mit einem multidimensionalen Messinstrument untersuchen. Darüber hinaus gibt es in Familien unterschiedliche Ziel- und Wertvorstellungen, die nur mit einer Befragung unterschiedlicher Personen berücksichtigt werden können. Neben der F-PEC-Skala existieren auch weitere Skalen für den Familieneinfluss, die in der Empirie noch nicht angewendet wurden. So könnte in einem alternativen Forschungsdesign auf den Family Orientation Index“ (Uhlaner, 2005) oder die „Family Influence Familiness Scale“ (Frank et al., 2017) zurückgegriffen werden. In diesem Zug könnten auch Messunterschiede zwischen den Skalen identifiziert werden. Die Stichprobenanzahl ist mit 98 Beobachtungen zwar ausreichend, um eine Regressionsanalyse durchzuführen, dennoch würde eine höhere Beobachtungsanzahl zur empirischen Validierung beitragen. Beide Artikel beziehen sich auf den Wirtschaftsstandort Deutschland mit seinem spezifischen institutionellen Kontext. Wie in der Literaturrecherche ersichtlich, gibt es nur wenige Studien mit einer internationalen Stichprobe. Dies erscheint vor dem Hintergrund der so unterschiedlichen Ergebnisse als lohnenswert. Der Einschluss von Ländern mit stärker und schwächer entwickelten Kapitalmärkten sowie einer tendenziell konzentrierteren und stärker gestreuten Gesellschafterstruktur wäre an dieser Stelle zu empfehlen. Darüber hinaus könnte die Qualität der ansässigen Banken kontrolliert und damit die Frage beantwortet werden, ob eine eher faktenbasierte Kreditbeurteilung vom Bonitätszustand der Banken abhängt. Theoretisch könnten Banken mit schlechterem

Rating eine verschärfte Kreditzeichnungspolitik implementieren, die weniger zwischenmenschliches Empfinden in der Kreditbeurteilung zulässt.

Die ersten beiden Studien dieser Dissertation sind empirisch-quantitativ und stehen vor der Herausforderung, zwischen der Wirkung nachfrage- und angebotsseitiger Effekte zu unterscheiden. In der Forschung wird davon ausgegangen, dass beide Effekte gleichzeitig wirken. Dies führt zu Endogenität, die die Schätzer innerhalb der durchgeführten Regression verzerrt. Diesem ‘Simultaneous Equation Bias‘ und der Gefahr inkonsistenter Schätzer (Lappalainen & Niskanen, 2013) kann begegnet werden, indem explizit das Angebot und die Nachfrage verschiedener Finanzierungsquellen bei den Familienunternehmen erfragt werden. Darüber hinaus lässt sich aufgrund der limitierten Datenlage nicht ausschließen, dass Variablen, die Einfluss auf die Wahl der Kapitalstruktur haben, unberücksichtigt bleiben. So werden explizite Finanzierungspräferenzen der individuellen Familiengeschafter bisher nicht integriert und können überdies zu Verzerrungen im Ergebnis führen. Zudem handelt es sich nicht notwendigerweise nur um die Meinung und Entscheidungsgewalt einer einzelnen Person, sondern einer Gruppe. Dies ist auf Basis einer vereinfachten Regressionsanalyse schwer zu berücksichtigen. In den Artikeln wurden die erforderlichen statistischen Tests durchgeführt, um ein robustes und valides Ergebnis sicherzustellen. Methodische Verbesserungen können dennoch, wie bereits angeführt, in der zukünftigen Forschung umgesetzt werden.

Inferenzen können nur abschließend gezogen werden, wenn die quantitativen Studien den Erkenntnissen aus qualitativer Forschung gegenübergestellt werden. Darüber hinaus bleibt die Reziprozität der Beziehung von Kreditnehmer und -geber bislang unberücksichtigt. Kreditentscheidungen und das Verhalten des Kreditnehmers haben im zeitlichen Verlauf Einfluss auf die gegenseitige Wahrnehmung beider Parteien. Dies knüpft an die Kritik der gegenwärtigen Modelle der Neuen Institutionenökonomik an, die lediglich eine Periode betrachten. Hier besteht folglich auch Potenzial für weitere theoriebildende Studien.

Die **dritte Studie** ist in einem noch sehr jungen Forschungsfeld einzuordnen. Auch sie schenkt dem speziellen Kontext in Deutschland Beachtung und untersucht die Gruppe der großen nichtbörsennotierten Unternehmen. Nichtsdestoweniger gibt es auch Limitationen bei dieser Studie. Wie in der **ersten Studie** werden Unterschiede bei den Familienunternehmen vernachlässigt. Die in der Regression verwendete Variable

(,Current Effective Tax Rate‘) beinhaltet zudem alle Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz. Damit sind potenziell auch Aspekte von Rechnungslegungspolitik abgebildet. Folglich kann trotz des Einsatzes von Kontrollvariablen wie Abschreibungen und Rückstellungen nicht gänzlich trennscharf zwischen Rechnungslegungs- und aggressiver Steuervermeidungspolitik unterschieden werden (Guenther et al., 2014). Diesem Problem kann teilweise durch das Heranziehen einer alternativen Variablen (,Cash Effective Tax Rate‘) begegnet werden und sollte bei Verfügbarkeit von Kapitalflussrechnungen aufgenommen werden (Dyreg et al., 2008). Die ,Cash Effective Tax Rate‘ besteht aus tatsächlichen Steuerzahlungen einer Periode und dem Nenner, der dem Vorsteuerergebnis der Handelsbilanz in der gleichen Periode entspricht. Ein niedriger Wert der Kennzahl wird als Indikator für Steuervermeidung interpretiert. Der Nenner kann jedoch durch aktives Ertragsmanagement künstlich vergrößert werden, sodass nicht unterschieden werden kann, ob die Kennzahl wegen Steuervermeidung oder Ertragsmanagement geprägt ist.

Guenther et al. (2014) schlagen mit der ,CFO Effective Tax Rate‘ ein trennschärferes Messkonzept vor. Dabei wird der Nenner im Gegensatz zur ,Cash Effective Tax Rate‘ mit dem operativen Cashflow ausgetauscht, da dieser weniger stark durch Rechnungslegungspolitik beeinflussbar ist (Shevlin & Porter, 1992). Die zukünftige Forschung hat die Möglichkeit, die bisherigen Ergebnisse mit dieser Variablen zu überprüfen. Eventuell kann auch hier eine qualitative Studie angesetzt werden und anhand von Fallstudien die Rechnungslegungs- und Steuervermeidungspolitik von Unternehmen untersucht werden. Gerade im Hinblick auf die teils fließenden Grenzen zwischen legaler Steuervermeidungspolitik und illegaler Steuerhinterziehung könnte dies jedoch zu einer Herausforderung für die Datenerhebung werden.

Aufgrund unterschiedlicher institutioneller Rahmenbedingungen, wie z. B. Steuersysteme, ist auch hier die Integration eines internationalen Datensatzes zu befürworten. Mittels eines solchen Designs können die verschiedenen Ergebnisse potenziell auf bloße Unterschiede in den Steuersystemen zurückgeführt werden. Wie in *Kapitel 2.2* dargestellt, gibt es bei den Themenfeldern Kapitalstruktur und Steuern verschiedene Zusammenhänge. Die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen verringert das zu versteuernde Einkommen. Darüber hinaus bestehen hinsichtlich der Innenfinanzierungskraft von Familienunternehmen Anreize, den durch Steuerzahlung bedingten Liquiditätsabfluss zu minimieren. Dennoch drängt sich an dieser Stelle ein möglicher Widerspruch auf, der in zukünftigen Studien aufgegriffen werden sollte.

Familienunternehmen gelten aufgrund der mangelnden Diversifizierung ihres Vermögens als eher risikoavers in Bezug auf die Aufnahme von Fremdkapital (Baek et al., 2016). Hinsichtlich der Durchführung von Steuervermeidungspraktiken sind sie durchaus chancenorientiert, um ihre Innenfinanzierungskraft zu stärken. Nachteile wie Reputationsverlust, Sanktionen und verzinste Steuerrückforderungen müssten bewusst sein. Daher stellt sich die Frage, ob Familienunternehmer die effektiveren Steuersparer sind oder sie in ihrer Risikoaversion hinsichtlich verschiedener finanzieller Aspekte variabel sind bzw. eine Zielpriorisierung vornehmen.

6.2 Unternehmenspraxis

Die vorliegende Arbeit liefert neben den bereits beschriebenen Implikationen für die Forschung weitere Erkenntnisse für die Praxis, die vor allem für die Familienunternehmen mit Wachstumsavancen relevant sind. Die Vorteile beim **Zugang zu Fremdkapital** hängen entsprechend der Ergebnisse mit der guten Reputation von Familienunternehmen zusammen, obgleich Bankverschuldung zugleich kritisch von Familienunternehmern betrachtet wird (Ampenberger et al., 2013). Um im Falle einer konjunkturellen Abschwächung den Wettbewerbsvorteil der Finanzierung weiter zu wahren, sollten Familienunternehmen weiterhin eine gute Beziehung zu ihren Hausbanken pflegen. Die Scheu vor der Aufnahme von Fremdkapital aus Risiko- und Kontroll-aversion ist zudem nicht vorteilhaft, wenn Wachstumschancen und attraktive Investments unternommen werden können. Die Realisierung solcher Opportunitäten ist besonders im intensiven Wettbewerb mit anderen Marktteilnehmern wichtig. Nur so kann aus betriebswirtschaftlicher Sicht der Fortbestand einer Unternehmung gesichert werden. Eine Ablehnung solcher Möglichkeiten vor dem Hintergrund einer langfristigen Orientierung erscheint daher widersprüchlich. Vielmehr sollten sich Familienunternehmen mit ihrer positiven Außenwirkung um günstige Konditionen bei ihren Hausbanken bemühen. Die Identität als Familienunternehmen sowie die Werte und die Kultur sollten gegenüber Fremdkapitalgebern klar kommuniziert werden, um Finanzierungsvorteile zu erzielen bzw. zu erhalten. So könnten auch negative Aspekte wie Einfluss und Kontrolle durch niedrige Informationsasymmetrien abgeschwächt werden. Im Ergebnis würde so die Finanzierung von Familienunternehmen weiter optimiert werden.

Die Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit bieten überdies Implikationen für Banken und Berater. Durch die Kapitalstrukturstudien werden Entscheidungsmuster von

Familienunternehmen offengelegt. Dies hilft, deren Präferenzen besser zu verstehen, um auf die jeweiligen Bedürfnisse besser eingehen zu können. Durch die gegenwärtige Digitalisierung in der Finanzbranche verändert sich auch zunehmend die Art und Weise, wie Banken Kreditrisiken bewerten und mit ihren Kunden agieren. Mittels ‘Kreditscoring‘ wird in Banken bereits ein Teil der Kreditentscheidungen in Echtzeit getroffen (Brauckmann, 2019). Aus Sicht der Familienunternehmen stellt sich die Frage, ob ihr vermeintlicher Sonderstatus und Vertrauensvorsprung auch das Zeitalter von künstlicher Intelligenz und Algorithmen überdauern. Wie können Banken den Faktor Familienunternehmen in automatisierte Kreditzeichnung integrieren? Fehlt der persönliche Kontakt zum Bankberater, können womöglich weichere Faktoren sowie persönliche Kreditgespräche nur noch bedingt Berücksichtigung finden. Das scheinbar enge Band zwischen dem von Familienunternehmen geprägten Standort Deutschland und seinen Banken wird mit der Digitalisierung auf die Probe gestellt. Durch den direkten Rückgriff auf Risikokapitalgeber über das Internet sind Banken zudem mehr und mehr austauschbar (Brauckmann, 2019). Setzen Banken auf eine vollständige Automatisierung ihrer Kreditprozesse, könnten sie von ihrer eigenen Effizienz unangenehm überrascht werden. Der Fakt, dass sie individuell prüfen und enge Kontakte zum Kunden pflegen, macht sie weniger substituierbar. Dies wäre nicht der Fall, sollte Anonymität im von Familienunternehmen geprägten Mittelstand herrschen. Die Möglichkeit alternativer Finanzierungsmethoden könnte indes interessant für Familienunternehmen sein. Mit dem Zeitalter der Digitalisierung stellt sich die Frage, wie groß die Rolle der Banken sein wird, wenn sie als klassische Intermediäre durch Konzepte wie ‚Crowdfunding‘ herausgefordert werden. Der Anbieter ‘Kapilendo‘ z. B. verzichtet bei kleinen und mittelständischen Unternehmen auf die Besicherung von Betriebsmittellinien, Wachstums- und Investitionsfinanzierung, um den Kunden den unternehmerischen Handlungsspielraum nicht zu entziehen. Aus Sicht der Familienunternehmen erscheint dies attraktiv, da sie Unabhängigkeit und Eigenständigkeit als zentrale Ziele definieren (Schraml, 2010).

In Bezug auf die Erkenntnisse aus der **Steuerstudie** können ebenfalls Implikationen abgeleitet werden. Die niedrigere Steuerrate deutet auf Steuervermeidung bei Familienunternehmen hin. Dies birgt den Vorteil der Optimierung der Innenfinanzierungskraft und kann von steuerkonservativen Unternehmen in Betracht gezogen werden. Dennoch sollten die Ergebnisse auch Anlass zur kritischen Würdigung bestehender Praktiken sein. Steuervermeidung birgt das Risiko

strafrechtlicher Verfolgung, Sanktionen und damit eines Reputations- und Vertrauensverlusts bei verschiedenen Stakeholdern. Auch hier kann ein Zusammenhang mit Fremdkapitalfinanzieren hergestellt werden. Eine zu aggressive Steuerstrategie kann für Familienunternehmen den Verlust des Finanzierungsvorteils bedeuten. Es wird daher empfohlen, die Grenzen legaler Steuervermeidung zu identifizieren sowie die Chancen und Risiken von Steuervermeidungsstrategien klar abzuwägen. Sofern es um eine Stärkung der Innenfinanzierung geht, bleibt den Familienunternehmen noch die Optimierung des ‚Working Capitals‘. Dadurch kann zusätzliche Liquidität aus der operativen Tätigkeit gewonnen werden (Deloof, 2003). Das Ergebnis deutet ferner darauf hin, dass die Durchführung steuervermeidender Maßnahmen mit Informationsasymmetrien zwischen Gesellschaftern eng verbunden ist. Der Kapitalmarkt wirkt disziplinierend, weil er den Schutz von Minderheitsgesellschaftern stärkt und in einer Kosten-Nutzen-Abwägung von Familienunternehmen den Unterschied ausmacht. Aus Anlegersicht erscheint es daher ratsam, Minderheitsanteile bei Familienunternehmen nur im regulierten Umfeld zu halten.

Aus Sicht des Fiskus ist das Ergebnis relevant, dass der Steueraufwand bei den untersuchten Unternehmen umso geringer ist, je größer die Gesellschafteranzahl ist. Diese Erkenntnis ist nicht nur auf Familienunternehmen anwendbar. Das theoretische Argument ist die mit steigender Gesellschafteranzahl vergrößerte Intransparenz, die zur Steuervermeidung ermöglicht und zum anderen passive Anteilseigner monetär kompensieren muss. Gibt es mehr Gesellschafter, muss auch mehr ausschüttungsfähiger Gewinn erwirtschaftet werden. Folglich könnte bei nichtbörsennotierten Unternehmen mit einem stark diversifizierten Gesellschafterkreis ein Schwerpunkt bei den Betriebsprüfungen gesetzt werden.

6.3 Regulatorik

Am 13. Dezember 2018 hat die Europäische Zentralbank die Beendigung des Anleihen-Kaufprogrammes zum Ende des Jahres 2018 verkündet. Zeitgleich wurde bereits die Leitzinswende für den Herbst 2019 avisiert (Europäische Zentralbank, 2018). Damit verändert die Europäische Zentralbank die Refinanzierungsbedingungen für Länder und Unternehmen. Eine entsprechend negative Veränderung der Unternehmenskreditvergabe und somit in der Kapitalbeschaffung ist entsprechend zu erwarten. Dies ist für den Standort Deutschland von hoher Bedeutung, da die

Fremdkapitalfinanzierung über Banken die vorwiegende Form der Außenfinanzierung darstellt (Lehmann & Neuberger, 2001; Schmid, 2013; Renner, 2016). Die Kreditnachfrage in Deutschland hält weiter an und zeigt im dritten Quartal 2018 ein Wachstum von 9,6 % gegenüber dem Vorjahresquartal (KfW, 2018). Das Kreditvolumen lag Ende 2016 bei 1.347,5 Milliarden (Bundesverband deutscher Banken e.V., 2017) und unterstreicht damit die Vormachtstellung der Bankenfinanzierung in der deutschen Unternehmenslandschaft.

Gleichzeitig ist die deutsche Wirtschaft im Jahr 2018 faktisch schwächer gewachsen als zunächst prognostiziert und entging im letzten Quartal nur knapp einer Rezession (ifo Institut, 2019). Anfang März 2019 hat die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zudem die Wachstumsprognose für die deutsche Wirtschaft mehr als halbiert. Der Ursprungswert von 1,6 % wurde mit einer neuen Prognose von 0,6 % korrigiert (OECD, 2019). Auch in der ifW-Frühjahrprognose wird die Prognose von 1,8 % auf 1,0 % angepasst (ifW, 2019). Am 17. April 2019 hat auch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie seine Prognose auf 0,5 % nach unten angepasst (Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2019). Sollte dieser Abwärtstrend anhalten und die Kreditrisiken zunehmen, könnte sich die gegenwärtig noch wohlwollende Zeichnungspolitik deutscher Finanzinstitute schnell ändern. Ein plötzlicher Einbruch der Kreditvergabe könnte für den deutschen Mittelstand zu massiven Problemen führen. Zusätzlich zur gegenwärtig negativen Entwicklung der Konjunkturdaten erfordert die sog. ‚Basel-IV Regulierung‘ ein strafferes Risikomanagement und eine höhere Eigenkapitalhinterlegung der Banken. Die bis 2022 in nationales Recht zu überführende Richtlinie erfordert die Einhaltung des ‚Output-Floors‘, der die internen Kreditbewertungsmodelle der Banken einschränkt und damit eine Vereinheitlichung der Risikobewertung europäischer Großbanken sicherstellen soll.

Dementsprechend kann eine Bank lediglich um 27,5 % von der vereinheitlichten Risikobewertung abweichen (Deutsche Bundesbank, 2019). Die Möglichkeit, Risiken individuell aus Sicht der jeweiligen Bank anzusetzen, wird somit sehr stark beschnitten. Im Hinblick auf die Sicherstellung der Stabilität des europäischen Bankensektors ist dies auch ein wesentliches Ziel, da den Banken somit auch die Möglichkeit genommen wird, Risiken künstlich klein zu rechnen. Die Einführung des Output-Floors erfolgt in zwei Stufen und wird die Mindestkapitalanforderung für deutsche Institute um 23,7 % erhöhen (Deutsche Bundesbank, 2019).

Die Finanzierungsrahmenbedingungen in Deutschland werden gegenwärtig von drei Entwicklungen geprägt: die veränderte europäische Geldpolitik, die konjunkturelle Abkühlung sowie die verschärfte Eigenkapitalanforderung für europäische Banken. Es besteht die Gefahr, dass sich dies potenziert und sich schnell und drastisch auf die Kreditvergabe im Mittelstand auswirkt. Schon jetzt zeigt sich in einer europaweiten Studie von Euler Hermes und Moody's, dass die starke Abhängigkeit des Mittelstandes von der Bankenfinanzierung deutliche Folgen hat. Es besteht demnach in Europa eine Finanzierungslücke von 400 Milliarden Euro (Euler Hermes, 2019). Während sich die Finanzierungslücke im Vergleich zu 2015 in Deutschland verkleinert hat, besteht nun die Gefahr, dass sich dieser Effekt umkehrt. Die Folge wären Finanzierungsengpässe im Mittelstand und die Gefahr von Insolvenzen und damit einhergehend die Gefährdung von Arbeitsplätzen. Aus regulatorischer Sicht sollte hier eine Abänderung der Zinspolitik mit Bedacht eingeleitet werden und auch der ‚Output-Floor‘ in mehreren Stufen umgesetzt werden. Diese Maßnahmen müssen in einem konjunkturell günstigen Umfeld erfolgen, da sie sonst die ohnehin konjunkturell bedingte restriktivere Kreditvergabe potenziieren.

Im Hinblick auf die steuerrechtlichen Implikationen der vorliegenden Dissertation sei darauf verwiesen, dass nach Schätzung der OECD jährlich 100 bis 240 Milliarden US-Dollar weltweit an potenziellen Steuereinnahmen verloren gehen (OECD, 2015). Dabei ist nicht zu klassifizieren, ob es sich um Steuervermeidung im legalen Sinne oder um vorsätzliche und strafbare Steuerhinterziehung handelt. Während das im Jahr 2015 verkündete Maßnahmenpaket der OECD die Transparenz und Kommunikation zwischen den nationalen Steuerbehörden verbessern soll, greift die Europäische Kommission mit dem ‚Anti Tax Avoidance Package‘ weiteren Handlungsbedarf des ‚Base Erosion and Profit Shifting‘-Projektes der OECD/G20 auf. Wesentlicher Bestandteil ist die sog. ‚Anti Tax Avoidance Directive‘, die im Juli 2016 abschließend präsentiert wurde. Die Richtlinie muss grundsätzlich ab dem 1. Januar 2019 von den Mitgliedstaaten angewendet werden. Kernelemente sind u. a. Regelungen des Transfers von steuerpflichtigem Einkommen eines Unternehmens in Steueroasen und Zinsabzugsbeschränkungen (Europäische Kommission, 2016). Da Zinszahlungen in der EU allgemein abzugsfähig sind, besteht für Unternehmensgruppen ein Anreiz, Schulden künstlich in ein Tochterunternehmen eines Niedrigsteuerlandes bzw. Drittstaates der EU zu verlagern. Die Verbindlichkeiten werden von dort aus mit einem

hohen Zinssatz belastet und verringern damit das zu versteuernde Einkommen im EU-Mitgliedstaat.

Es besteht im Allgemeinen die Herausforderung, bei Steuervermeidung zwischen der Ausnutzung von legalen Gestaltungsmöglichkeiten und vorsätzlicher Steuerhinterziehung zu unterscheiden (Europäische Kommission, 2015b). So bewegt sich Steuervermeidung in einem Kontinuum zwischen legaler Optimierung (Verlustvorträge) über die Ausnutzung von Schlupflöchern bis hin zum Tatbestand des zielgerichteten Gesetzesverstoßes (Hanlon & Heitzman, 2010). Auf Basis der vorliegenden Dissertation gibt es insbesondere neben den wünschenswerten gesetzlichen Anpassungen auch die Notwendigkeit einer konsequenteren Kontrolle von Unternehmen mit niedrigerer Steuerquote. Nur so ist es möglich, zu differenzieren, ob es sich faktisch um legale Steuervermeidung handelt oder nicht. Ungeachtet der Rechtsform kann die Etablierung von unabhängigen Steuerausschüssen in Aufsichtsräten bei Bekämpfung von Steuervermeidung nützlich sein, auch wenn dies über Anforderung zur Bildung eines Prüfungsausschusses bereits partiell abgedeckt ist. Darüber hinaus ist zu diskutieren, ob auch schon unter einer Mitarbeiteranzahl von 501 die Bildung von Aufsichtsräten in AG, KGaA und GmbH vorteilhaft wäre, um bei einem dominierenden (Familien-)Gesellschafter die externe Transparenz zu erhöhen.

Aus regulatorischer Sicht sind die Erkenntnisse ebenfalls in Bezug auf den Investorenschutz interessant, da mit Abwesenheit des Kapitalmarktes die disziplinierende Kraft des regulierten Marktes nicht mehr präsent ist. Anders als in anderen Studien zum Thema Steuervermeidung scheint es dadurch besondere Anreizstrukturen für Familienunternehmen für Steuervermeidung zu geben. Die Berücksichtigung von Investorenschutz im nichtbörsennotierten Umfeld erscheint in diesem Zusammenhang als folgerichtig, da durch Steuervermeidungstechniken das Risiko aller Gesellschafter steigt, aber nicht notwendigerweise jeder gleichermaßen von den sich ergebenden Chancen partizipiert. Beispielhaft dafür wären u. a. hochverzinsten Darlehen des Familiengesellschafters mit entsprechenden Zinsen zu seinen Gunsten. Diese würden den ausschüttungsfähigen Gewinn schmälern, können aber zeitgleich als steuervermeidende Maßnahme identifiziert werden.

7 Fazit

Der deutsche Wirtschaftsraum ist stark geprägt von Familienunternehmen. Je nach Definition machen sie bis zu 94 % aller Unternehmen aus und stellen 57 % der Arbeitsplätze (Stiftung Familienunternehmen, 2017; Wolter & Sauer, 2017). Wie für jedes Unternehmen ist der Zugang zu finanziellen Ressourcen kritisch für den Fortbestand und somit Kernaufgabe der Geschäftsleitung (Koropp et al., 2014). Im deutschen Finanzierungsmarkt kommt den Banken eine zentrale Rolle zu, da sie gerade im Mittelstand die bevorzugte externe Finanzquelle darstellen. Die vorliegende Dissertation untersucht Finanzierungs determinanten in großen, nichtbörsennotierten Familienunternehmen in Deutschland. Die Dissertation befasst sich ferner mit der Frage, wie sich die Überschneidung der Sphären Familie und Unternehmen auf die Bankverschuldung inklusive der Steuervermeidung als Teil der Innenfinanzierung auswirkt. Insbesondere der nichtbörsennotierte Kontext ist relevant, da sich die bisherigen Stichproben überwiegend auf börsennotierte Unternehmen beziehen. Der Unternehmensbestand in Deutschland beläuft sich auf ca. 3,5 Millionen Unternehmen (Statistisches Bundesamt, 2018), wobei es sich bei nur ungefähr 200 der 450 CDAX-Unternehmen um Familienunternehmen handelt. Die bisher erlangten Ergebnisse sind insgesamt nicht vollständig übertragbar auf die große Masse an Familienunternehmen abseits des Kapitalmarktes (Botero et al., 2015). Ziel der vorliegenden kumulativen Dissertation ist es, existierende Forschungslücken in Bezug auf die Finanzierung von Familienunternehmen zu schließen und Implikationen für Theorie, Praxis und Gesetzgebung abzuleiten.

Es werden daher theoretische Grundlagen zu den spezifischen Zielsystemen und Präferenzen und den speziellen Prinzipal-Agenten-Beziehungen gelegt, um bestehende Theorien aus der Finanz- und Steuerwissenschaft mit der Familienunternehmensliteratur zu verbinden. Überdies erfolgt ein systematischer Literaturüberblick, der potenzielle Forschungslücken aufzeigt. Die drei in diese Dissertation eingebrachten Artikel greifen diese auf.

Im ersten Beitrag wird ein typologischer Vergleich von 691 Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen hinsichtlich der Kapitalstruktur vorgenommen. Die Ergebnisse des ersten Artikels deuten auf eine höhere (langfristige) Bankverschuldung von Familienunternehmen im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen hin. Ursächlich dafür ist die positive Wahrnehmung der Familienunternehmensidentität und der damit

verbundene Vorteil in der Fremdkapitalaufnahme. Dies liefert auch erste Erklärungen für den stark von Banken geprägten Standort Deutschland. Der Artikel gibt Hinweise darauf, dass der Bankkredit die bevorzugte Finanzquelle von Familienunternehmen ist. Im Hinblick auf sich verändernde Finanzierungsbedingungen kann eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen für Familienunternehmen vorteilhaft sein. Zudem stellt sich die Frage, wie beständig der Vertrauensvorschuss von Familienunternehmen bei der Unternehmensnachfolge und der immer stärker automatisierten Kreditvergabe ist. Der **zweite Artikel** verzichtet auf einen typologischen Vergleich und schließt lediglich Familienunternehmen ein. Mit einer multidimensionalen Messung des Familieneinflusses werden 98 große und nichtbörsennotierte Familienunternehmen in Deutschland im Hinblick auf ihre Bankverschuldung analysiert. Durch die Anwendung der wissenschaftlich validierten F-PEC-Skala kann eine Differenzierung des Familieneinflusses hinsichtlich der Ausprägungen Macht, Erfahrung und Kultur erreicht werden. Diese Methodik erweitert das Bild der ersten Studie, da neben dem Komponentenansatz auch der Essenzansatz bei der Definition von Familienunternehmen berücksichtigt wird. Das Ergebnis der Studie zeigt, dass verschiedene Dimensionen von Familieneinfluss miteinander interagieren. Machtaspekte hängen negativ mit der Bankverschuldung zusammen, moderieren aber zugleich den positiven Effekt von Kultur auf Bankverschuldung. Dies untermauert die Ergebnisse aus der ersten Studie im Hinblick auf die positive Wahrnehmung der Banken, die aber nur bei hinreichendem Engagement der Familie in den Leitungsorganen des Unternehmens zum Tragen kommt. Zudem zeigen die Ergebnisse auch, dass Bankverschuldung als disziplinierendes Instrument bei einer familienexternen Geschäftsleitung eingesetzt wird. Dies deutet ferner darauf hin, dass Familienunternehmen einer Hierarchie bei der Finanzierung folgen. Dabei stellt die Innenfinanzierung die zunächst bevorzugte Art der Finanzierung dar.

Der **dritte Artikel** knüpft darauf an und beschäftigt sich mit einem Mittel zur Optimierung der Innenfinanzierungskraft. Es erfolgt die Analyse potenzieller Unterschiede bei Steuervermeidung von Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen. Dabei wird auf einen Paneldatensatz mit 678 großen und nichtbörsennotierten Unternehmen aus Deutschland zurückgegriffen. Die Ergebnisse der Studie deuten darauf hin, dass Familienunternehmen ein höheres Ausmaß an aggressiver Steuervermeidung betreiben als Nichtfamilienunternehmen. Der Effekt

verstärkt sich mit der Dominanz der Familiengeschafter im Gesellschafterkreis und kann mit dem verbundenen Interessenkonflikt in Verbindung gebracht werden. Die absolute Anzahl der Gesellschafter wirkt sich zudem positiv auf Steuervermeidung aus.

Insgesamt lässt sich auf Basis des Gesamtergebnisses dieser Dissertation auch ein potenzielles Spannungsfeld zwischen Reputation, Fremdkapitalzugang und Steuervermeidung identifizieren. Der Vertrauensvorsprung der Banken ist auf die Reputation von Familienunternehmen in Deutschland zurückzuführen. Die gleichzeitige Präferenz zur Innenfinanzierung und der fehlende Kapitalmarkt schaffen Anreize zur Steuervermeidung. Die Risiken sollten an dieser Stelle nicht unterschätzt werden, denn sie führen nicht nur zu Sanktionen, sondern womöglich auch zum Verlust des guten Nimbus von Familienunternehmen in Deutschland. Gerade im Hinblick auf die sich gegenwärtig eintrübende Konjunktur ist ein vertrauensvolles Verhältnis zu Banken und anderen Stakeholdern sehr wertvoll.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.K., Günther, N., Kaserer, C., Siciliano, G., 2014. Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *European Accounting Review* 23, 431-461.
- Ahlers, O., 2014. Family firms and private equity. A collection of essays on value creation, negotiation and soft factors, Vallendar.
- Akerlof, G.A., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.K., Kaserer, C., 2013. Capital structure decisions in family firms. Empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science* 7, 247–275.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263–285.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M., 2003a. Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law and Economics* 46, 653-684.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M., 2003b. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58, 1301-1328.
- Ang, J., 1992. On the theory of finance for privately held firms. *The Journal of Small Business Finance* 1, 185-203.
- Anglin, A.H., Reid, S.W., Short, J.C., Zachary, M.A., Rutherford, M.W., 2017. An Archival Approach to Measuring Family Influence: An Organizational Identity Perspective. *Family Business Review* 30, 19-36.
- Antoniou, A., Guney, Y., Paudyal, K., 2008. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43. 59-92.
- Armstrong, C.S., Blouin, J.L., Larcker, D.F., 2012. The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics* 53, 391-411.
- Asker, J., Farre-Mensa, J., Ljungqvist, A., 2011. Comparing the investment behavior of public and private firms. NBER Working Paper 17394.
- Astrachan, J.H., Klein, S.B., Smyrnios, K.X., 2002. The F-PEC Scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review* 15, 45-58.

- Bacci, S., Cirillo, A., Mussolino, D., Terzani, S., 2018. The influence of family ownership dispersion on debt level in privately held firms. *Small Business Economics* 51, 557-576.
- Badertscher, B.A., Katz, S.P., Rego, S.O., 2013. The separation of ownership and control and corporate tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics* 56, 228-250.
- Badertscher, B.A., Katz, S.P., Rego, S.O., Wilson, R.J., 2018. Conforming tax avoidance and capital market pressure. *Kelly School of Business Research Paper No. 15-48*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2619317 (28.02.2019).
- Baek, H.Y., Cho, D.D., Fazio, P.L., 2016. Family ownership, control and corporate capital structure. An examination of small capitalization public firms. *Journal of Family Business Management* 6, 169–185.
- Bakry, S., Cluse, M., Opher, G., Wolfgarten, W., 2018. Die Welt nach Basel III: Die Beschlüsse zur Finalisierung der Basel-III-Reform im Überblick, *Deloitte White Paper No. 80*, <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/financial-services/articles/basel-IV-die-neuen-regeln-fuer-banken.html> (19.12.2018).
- Baltagi, B.H., 2013. *Econometric Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Barney, J., 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management* 17, 99–120.
- Basco, R., 2013. The family's effect on family firm performance: A model testing the demographic and essence approaches. *Journal of Family Business Strategy* 4, 42-66.
- Behr, P., Güttler, A., 2007. Credit risk assessment and relationship lending. An empirical analysis of German small and medium-sized enterprises. *Journal of Small Business Management* 45, 194–213.
- Berrone, P., Cruz, C., Gómez-Mejía, L.R., 2012. Socioemotional wealth in family firms. Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review* 25, 258–279.
- Bjuggren, P.O., Duggal, R., Giang, D.T., 2012. Ownership dispersion and capital structures in family firms: A study of closed medium-sized enterprises. *Journal of Small Business & Entrepreneurship* 25, 185-200.

- Blanchard, N., 2015. Einfach pragmatisch. Betrachtungen zu Mittelstand und Kapitalmarkt. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 68, 443-446.
- Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., Castrillo, L.A., 2007. The trade-off between financial resources and agency costs in the family business. An exploratory study. *Family Business Review* 20, 199-213.
- Botero, I.C., Cruz, C., De Massis, A., Nordqvist, M., 2015. Family business research in the European context. *European Journal of International Management* 9, 139-159.
- Brauckmann, O., 2019. FinTech – Finanzierung ohne Banken. In: Brauckmann, O (eds.). *Digitale Revolution in der industriellen Fertigung. Denksätze*, Heidelberg, 99-104.
- Brune, A., Thomsen, M., Watrin, C., 2019. Family Firm Heterogeneity and Tax Avoidance: The Role of The Founder. *Family Business Review*. <https://doi.org/10.1177/0894486519831467>.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2019. Altmaier: Schwächephase wird wieder überwunden, muss aber der Weckruf sein: Rahmenbedingungen weiter verbessern. <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2019/20190417-altmaier-schwaechephase-wird-wieder-ueberwunden.html> (17.04.2019).
- Bundesverband deutscher Banken, 2017. Zahlen, Daten, Fakten der Kreditwirtschaft, https://bankenverband.de/media/publikationen/16112017_Zahlen_und_Fakten_web.pdf (14.12.2018).
- Burgstaller, J., Wagner, E., 2015. How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? *Journal of Risk Finance* 61, 73–101.
- Cameron C.A., Trivedi, P.K., 2009. *Microeconometrics using Stata*, Stata Press, College Station.
- Carney, M., Gedajlovic, E., Strike, V.M., 2014. Dead money: Inheritance law and the longevity of family firms. *Family Business Special Issue* 38, 1261-1283.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin, T., 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics* 95, 41-61.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., Litz, R.A., 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms. Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice* 28, 335–354.

- Chrisman, J.J., Chua, J.H., Sharma, P., 2005. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29, 555–575.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., Zahra, S.A., 2003. Creating wealth in family firms through managing resources. Comments and extensions. *Entrepreneurship Theory and Practice* 27, 359-365.
- Chrisman, J.J., Kellermanns, F.W., Chan, K.C., Liano, K., 2010. Intellectual foundations of current research in family business: an identification and review of 25 influential articles. *Family Business Review* 23, 9-26.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., Sharma, P., 1999. Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice* 23, 19-39.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., Steier, L.P., Rau, S.B., 2012. Sources of heterogeneity in family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice* 36, 1103-1113.
- Claßen, C.A.E., Schulte, R., 2017. How do conflicts impact change in the family business? The family system and familiness as a catalytic converter of change. *Journal of Organizational Change Management* 30, 1198-1212.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., Lang, L.H.P., 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Cliff, J.E., Jennings, P.D., 2005. Commentary on the multidimensional degree of family influence construct and the F-PEC measurement instrument. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29, 341-347.
- Coase, R.H., 1937. The Nature of the Firm, *Economica* 4, 386-405.
- Coleman, S., Carsky, M., 1999. Sources of capital for small family-owned businesses. Evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review* 12, 73-84.
- Croci, E., Doukas, J.A., Gonenc, H., 2011. Family control and financing decisions. *European Financial Management* 17, 860–897.
- D'Aurizio, L., Oliviero, T., Romano, L., 2015. Family firms, soft information and bank lending in a financial crisis. *Journal of Corporate Finance* 33, 279-292.
- David R.J., Han, S.K., 2004. A systematic assessment of the empirical support for transaction cost economics. *Strategic Management Journal* 25, 39-58.

- Davis, J.H., Schoorman, F.D., Donaldson, L., 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review* 22, 20–47.
- Dawson, A., Mussolino, D., 2014. Exploring what makes family firms different: Discrete or overlapping construct in the literature? *Journal of Family Business Strategy* 5, 169-183.
- DeAngelo, H., Masulis, R.W., 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* 8, 3-27.
- Deloof, M., (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting* 30, 573-588.
- Demsetz, H., 1967. Toward a Theory of Property Rights. *The American Economic Review* 57, 347-359.
- Demski, J.S., Feltham, G.A., 1978. Economic Incentives in Budgetary Control Systems. *The Accounting Review* 53, 336-359.
- Deutsche Bundesbank, 2019. Auswirkungen aus dem finalen Basel III-Reformpaket unverändert. <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressemitteilungen/auswirkungen-aus-dem-finalen-basel-iii-reformpaket-unveraendert-782876> (17.04.2018).
- Donaldson, G., 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press, Boston.
- Donaldson, L., 1990. The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review* 15, 369-381.
- Dyreng, S.D., Hanlon, M., Maydew, E.L., 2008. Long-run corporate tax avoidance. *Accounting Review* 83, 61-82.
- Dyreng, S.D., Hanlon, M., Maydew, E.L., 2010. The effects of executives on corporate tax avoidance. *The Accounting Review* 85, 1163-1189.
- Elsas, R., Krahenen, J.P., 1998. Is relationship lending special? Evidence from credit-file data in Germany. *Journal of Banking & Finance* 22, 1283-1316.
- Euler Hermes, 2019. European SMEs: Filling the bank financing gap. https://www.eulerhermes.com/content/dam/onemarketing/euh/eulerhermes_com/erd/publications/pdf/20190409-TheView-EuropeanSMEs.pdf (17.04.2019).
- Europäische Kommission, 2015a. Promoting entrepreneurship: Family Business-Main challenges faces by family firms, <http://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family-business/> (12.12.2018).

- Europäische Kommission, 2015b. Tax Reforms in EU Member States 2015 – Tax policy challenges for economic growth and fiscal sustainability, https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_58.pdf (10.04.2019).
- Europäische Kommission, 2016. Laying down rules against tax avoidance practices that directly affect the functioning of the internal market. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2016.193.01.0001.01.ENG (17.04.2019).
- Europäische Zentralbank, 2018. Pressemitteilung: Geldpolitische Beschlüsse, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.de.html> (14.12.2018).
- Fama, E.F., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E.F., Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fama, E.F., Miller, M.H., 1972. *The Theory of Finance*. Dryden Press, Hinsdale, US.
- Fohlin, C., 2007. The history of corporate ownership and control in Germany. In: Morck, R.K., (ed). *A history of corporate governance around the world*. Chicago, 223-281.
- Frank, H., Kessler, A., Rusch, T., Suess-Reyes, J., Weismeier-Sammer, D., 2017. Capturing the familiness of family businesses. Development of the family influence familiness scale (FIFS). *Entrepreneurship Theory and Practice* 41, 709-742.
- Frank, M.Z, Goyal, V.K., 2009. Capital structure decisions. Which factors are reliably important? *Financial Management* 38, 1–37.
- Gaaya, S., Lakhal, N., Lakhal, F., 2017. Does family ownership reduce corporate tax avoidance? The moderating effect of audit quality. *Managerial Auditing Journal* 32, 731-744.
- Gallo, M.Á., Tàpies, J., Cappuyns, K., 2004. Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review* 17, 303-318.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., 2005. The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management* 11, 51-69.

- Gómez-Mejía, L.R., Cruz, C., Berrone, P., De Castro, J., 2011. The bind that ties. Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals* 5, 653-707.
- Gómez-Mejía, L.R., Núñez-Nickel, M., Gutierrez, I., 2001. The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal* 44, 81-95.
- Gómez-Mejía, L.R., Takács Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., Moyano-Fuentes, J., 2007. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms. Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly* 52, 106–37.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., Trujillo, M.A., 2013. Family firms and debt. Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research* 66, 2308–2320.
- Gottardo, P., Moisello, A.M., 2014. The capital structure choices of family firms. *Managerial Finance* 40, 254–275.
- Gottardo, P., Moisello, A.M., 2015. The impact of socioemotional wealth on family firm's financial performance. *Problems and Perspectives in Management* 13, 67-77.
- Graham, J.R., 2003. Taxes and Corporate Finance: A Review. *The Review of Financial Studies* 16, 1075-1129.
- Guenther, D., Krull, L., & Williams, B., 2014. Are “Tax aggressive” Firms Just Inflating Earnings? Working Paper, University of Oregon.
- Guenther, D.A., Matsunaga, S.R., Williams, B.M., 2017. Is tax avoidance related to firm risk? *The Accounting Review* 92, 115-136.
- Habbershon, T.G., Williams, M.L., 1999. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review* 12, 1–25.
- Habbershon, T.G., Williams, M.L., MacMillan, I.C., 2003. A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing* 18, 451-465.
- Hanlon, M., Heitzman, S., 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics* 50, 127-178.
- Harms, H., 2014. Review of Family Business Definitions: Cluster Approach and Implications of Heterogeneous Application for Family Business Research. *International Journal of Financial Studies* 2, 280-314.

- Harris, M., Raviv, A., 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance* 45, 297-355.
- Hernández-Cánovas, G., Martínez-Solano, P., 2010. Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system. *Small Business Economics* 34, 465-482.
- Hiebl, M.R.W., 2012. Peculiarities of financial management in family firms. *International Business and Economics Research Journal* 11, 315-322.
- Hiebl, M.R.W., Feldbauer-Durstmüller, B., Duller, C. and Neubauer, H., 2012. Institutionalisation of management accounting in family businesses: empirical evidence from Austria and Germany. *Journal of Enterprising Culture* 20, 405-436.
- Hillier, D., Martinez, B., Patel, P.C., Pindado, J., Requejo, I., 2018. Pound of flesh? Debt contract strictness in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice* 42, 259-282.
- Holt, D.T., Rutherford, M.W., Kuratko, D.F., 2010. Advancing the Field of Family Business Research: Further Testing the Measurement Properties of the F-PEC. *Family Business Review* 23, 76-88.
- ifo Institut, 2019. Deutsche Wirtschaft entging Rezession nur knapp. http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2019/Q1/pm_20190214_Deutsche-Wirtschaft- (17.04.2019).
- ifW, 2019. ifW senkt Wachstumsprognose für Deutschland drastisch. <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/das-ifw-in-den-medien/2019/03/ifw-senkt-wachstumsprognose-fuer-deutschland-drastisch/> (17.04.2019).
- iwd, 2017. Unternehmensnachfolge ungeklärt. <https://www.iwd.de/artikel/unternehmensnachfolge-ungeklaert-326543/#compact> (17.04.2019).
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm. Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Jimenez-Castillo, L., Hoy, F., 2019. Origins of Family Business Research. In: Memili, E., Dibrell, C., (eds). *The Palgrave Handbook of Heterogeneity among Family Firms*, Cham ,19-39.

- KfW, 2016. Unternehmensbefragung. Finanzierungsklima stabil auf Allzeithoch – Finanzierungsanlass entscheidet mit über Kreditzugang, <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Unternehmensbefragung/Unternehmensbefragung-2016.pdf> (15.01.2019).
- KfW, 2018. Kreditvergabe an Unternehmen bleibt vorerst sehr kräftig, https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-KfW-Kreditmarktausblick/Kreditmarktausblick_Q4-2018.pdf (16.12.2018).
- Khan, M., Srinivasan, S., Tan, L., 2017. Institutional ownership and corporate tax avoidance: New evidence. *Accounting Review* 92, 101-122.
- Kimhi, A., 1997. Intergenerational succession in small family businesses: Borrowing constraints and optimal timing of succession. *Small Business Economics* 9, 309-318.
- King, M.R., Santor, E., 2008. Family values. Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance* 32, 2423–2432.
- Klein, S.B., 2000. Family Businesses in Germany: Significance and Structure. *Family Business Review* 13, 157-181.
- Klein, S.B., Astrachan, J.H., Smyrnios, K.X., 2005. The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory. *Entrepreneurship Theory and Practice* 29, 321-339.
- Koropp, C., Kellermanns, F.W., Grichnik, D., Stanley, L., 2014. Financial decision making in family firms. An adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review* 27, 307–327.
- Kotlar, J., Fang, H., De Massis, A. Frattini, F., 2014. Profitability goals, control goals and the R&D investment decisions of family and nonfamily firms. *Journal of Product Innovation Management* 31, 1128-1145.
- Kovermann, J.H., 2018. Tax avoidance, tax risk and the cost of debt in a bank-dominated economy. *Managerial Auditing Journal* 33, 683-699.
- Kovermann, J.H., Wendt, M., 2019. Tax avoidance in family firms: Evidence from large private firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 15, 145-157.
- Kraus, A., Litzenberger, R.H., 1973. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance* 28, 911-922.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Landry, S., Deslandes, M., Fortin, A., 2013. Tax aggressiveness, corporate social responsibility, and ownership structure. *Journal of Accounting, Ethics and Public Policy* 14, 611- 645.
- Lappalainen, J., Niskanen, M., 2013. Behavior and attitudes of small family firms towards different funding sources. *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 26, 579–599.
- Lehmann, E., Neuberger, D., 2001. Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany. *Journal of Economic Behavior and Organization* 45, 339–359.
- Linn, A., & Braun, T., 2016. The ATAD and its effect on German tax law. *International Tax Review*. <https://www.internationaltaxreview.com/Article/3647344/The-ATAD-and-its-effect-on-German-tax-law.html?ArticleId=3647344> (13.04.2019).
- Litz, R.A., Pearson, A.W., Litchfield, S., 2012. Charting the future of family business research: Perspectives from the field. *Family Business Review* 25, 16-32.
- López-Gracia, J., Sánchez-Andújar, S., 2007. Financial structure of the family business. Evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review* 20, 269–287.
- López-Gracia, J., Sogorb-Mira, F., 2008. Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics* 31, 117-136.
- Mafrolla, E., D'Amico, E., 2016. Tax aggressiveness in family firms and the non-linear entrenchment effect. *Journal of Family Business Strategy* 7, 178-184.
- Mazzi, C., 2011. Family Business and Financial Performance: Current State of Knowledge and Future Research Challenges. *Journal of Family Business Strategy* 2, 166-181.
- McKelvie, A., Wiklund, J., 2010. Advancing firm growth research. A focus on growth mode instead of growth rate. *Entrepreneurship Theory and Practice* 34, 261-288.
- McKelvie, A., Wiklund, J., Davidsson, P., 2006. A resource-based view on organic and acquired growth. In: Wiklund, J., Dimov, D., Katz, J.A., Shepherd, D.A., (eds.). *Entrepreneurship. Frameworks and empirical investigations from forth-coming leaders of European research*, Bingley (UK), 175-194.

- Michaelas, N., Chittenden, F., Poutziouris, P. 1998. A Model of Capital Structure Decision Making in Small Firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development* 5, 246-260.
- Michiels, A., Molly, V., 2017. Financing Decisions in Family Business: A Review and Suggestions for Developing the Field. *Family Business Review* 30, 369-399.
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., Steijvers, T., 2015. Dividends and family governance practices in private family firms. *Small Business Economics* 44, 299-314.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., 2006. Family governance and firm performance. Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review* 19, 73–87.
- Mishra, C.S., McConaughy, D.L., 1999. Founding family control and capital structure. The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice* 23, 53-64.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48, 261-297.
- Molly, V., Laveren, E., Jorissen, A., 2012. Intergenerational differences in family firms. Impact on capital structure and growth behaviour. *Entrepreneurship Theory and Practice* 36, 703–725.
- Molly, V., Uhlaner, L.M., De Massis, A., Laveren, E., 2018. Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Business Economics*, <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0058-9>.
- Myers, S.C., 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 575-592.
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- OECD, 2015. *Steuervermeidung multinationaler Unternehmen eindämmen: OECD präsentiert Reformen für internationales Steuersystem.* <https://www.oecd.org/berlin/presse/steuervermeidung-multinationaler-unternehmen-eindaemmen-oecd-praesentiert-reformen-fuer-internationales-steuersystem.htm> (17.04.2019).
- OECD, 2019. *OCED Economic Outlook, Interim Report March 2019. Number 104.* https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-interim-report-march-2019_69e962c6-en (17.04.2019).

- Pearson, A.W., Carr, J.C., Shaw, J.C., 2008. Toward a theory of familiness. A social capital perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice* 32, 949-969.
- Perrini, F., Russo, A., Tencati, A., 2007. CSR strategies of SMEs and large firms. Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics* 74, 285-300.
- Perrow, C., 1986. Economic Theories of Organisation. *Theory and Society* 15, 11-45.
- Pindado, J., Requejo, I., De La Torre, C., 2015. Does Family Control Shape Corporate Capital Structure? An Empirical Analysis of Eurozone Firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 42, 965-1006.
- Prigge, S., 1999. Corporate Governance. *Die Betriebswirtschaft* 59, 148-151.
- Pukall, T.J., Calabrò, A., 2014. The internationalization of family firms: A critical review and integrative model. *Family Business Review* 27, 103-125.
- Ramalho, J.J.S., Rita, R.M.S., Da Silva, J.V., 2018. The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship* 36, 574-604.
- Rau, S.B., Astrachan, J.H., Smyrnios, K.X., 2018. The F-PEC Revisited: From the Family Business Definition Dilemma to Foundation of Theory. *Family Business Review* 31, 200-213.
- Renner, M., 2016. Finanzierung von Familienunternehmen mit privat platziertem Fremdkapital, Göttingen.
- Romano, C.A., Tanewski, G.A., Smyrnios, K.X., 2001. Capital structure decision making. A model for family business. *Journal of Business Venturing* 16, 285-310.
- Ross, S.A., 1973. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review* 63, 134-139.
- Rutherford, M.W., Kuratko, D.F., Holt, D.T., 2008. Examining the link between "familiness" and performance: can the F-PEC untangle the family business theory jungle? *Entrepreneurship Theory and Practice* 32, 1089-1109.
- Sánchez-Marín, G., Portillo-Navarro, M.J., Clavel, J.G., 2016. The influence of family involvement on tax aggressiveness of family firms. *Journal of Family Business Management* 6, 143-168.
- Sánchez-Vidal, J., Martín-Ugedo, J.F., 2005. Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 25, 341-355.

- Schmid, T., 2013. Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking and Finance* 37, 257–272.
- Schmidt, R.H., Teberger, E., 1997. *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*, 4. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Schneider, D., 1989. Agency Costs and Transaction Costs: Flops in the Principal-Agent-Theory of Financial Markets. In: Bamberg, G., Spreman, K., (eds). *Agency Theory, Information, and Incentives*, Berlin, 481-494.
- Schraml, S.C., 2010. *Finanzierung von Familienunternehmen. Eine Analyse spezifischer Determinanten des Entscheidungsverhaltens*, Wiesbaden. Dissertation, Technische Universität München.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., 2003a. Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing* 18, 473-490.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., 2003b. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal* 46, 179-194.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., Buchholtz, A.K., 2001. Agency relationships in family firms. Theory and evidence. *Organization Science* 12, 99-116.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., da Silva, J.V., 2012. Are financing decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence using panel data. *Journal of Management and Organization* 18, 363–382.
- Setia-Atmaja, L., 2010. Dividend and debt policies of family controlled firms. The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance* 6, 128-142.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A., Skully, M., 2009. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 36, 863–898.
- Shackelford, D.A., Shevlin, T., 2001. Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting & Economics* 31, 321-387.
- Sharma, P., 2008. Commentary: Familiness: capital stocks and flows between family and business. *Entrepreneurship Theory and Practice* 32, 971-977.
- Sharma, P., Chrisman, J.J., Chua, J.H., 1997. Strategic management of the family business. Past research and future challenges. *Family Business Review* 10, 1-35.

- Shevlin, T., Porter, S., 1992. The corporate tax comeback in 1987: Some further evidence. *Journal of the American Taxation Association* 7, 17-31.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Siebels, J.F., Knyphausen-Aufseß, D., 2012. A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance. *International Journal of Management Reviews* 14, 280-304.
- Sirmon, D.G., Hitt, M.A., 2003. Managing resources. Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice* 27, 339–358.
- Statistisches Bundesamt, 2018. Unternehmensregister. Unternehmen, Beschäftigte und Umsatz. Stand: 30.09.2018, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/UnternehmenHandwerk/Unternehmensregister/Tabellen/UnternehmenBeschaeftigteUmsatzWZ08.html> (28.02.2019).
- Steiger, T., Duller, C., Hiebl, M.R.W., 2015. No consensus in sight: An analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *Journal of Enterprising Culture* 23, 25-62.
- Steijvers, T., Niskanen, M., 2014. Tax aggressiveness in private family firms: An agency perspective. *Journal of Family Business Strategy* 5, 347-357.
- Steijvers, T., Voordeckers, W., 2009. Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review* 22, 333-346.
- Steijvers, T., Voordeckers, W., Vanhoof, K., 2010. Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics* 34, 243-259.
- Steward, A., Hitt, M.A., 2012. Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business? Modes of Professionalization in Family Firms. *Family Business Review* 25. 58-86.
- Stiftung Familienunternehmen, 2009. Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, https://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Boersennotierte_Familienunternehmen.pdf (28.02.2019).

- Stiftung Familienunternehmen, 2016. Der Beitrag der Familienunternehmen zum Steueraufkommen in Deutschland – Entwicklung der Steuern von Einkommen und Ertrag, https://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Steuerbeitrag-der-Familienunternehmen-in-Deutschland.pdf (13.12.2018).
- Stiftung Familienunternehmen, 2017. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen, https://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Volkswirtschaftliche-Bedeutung_Studie_Stiftung_Familienunternehmen.pdf (13.12.2018).
- Stockmans, A., Lybaert, N., Voordeckers, W., 2010. Socioemotional Wealth and Earnings Management in Private Family Firms. *Family Business Review* 23, 280-294.
- Tagiuri, R., Davis, J., 1996. Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review* 9, 199-208.
- Thiele, F.K., Wendt, M., 2017. Family firm identity and capital structure decisions. *Journal of Family Business Management* 7, 221-239.
- Uhlener, L.M., 2005. The Use of the Guttman Scale in Development of a Family Orientation Index for Small-to-Medium-Sized Firms. *Family Business Review* 18, 41-56.
- Van Essen, M., Carney, M., Gedajlovic, E.R., Heugens, P.P.M.A.R., 2015. How does Family Control Influence Firm Strategy and Performance? A Meta-Analysis of US Publicly Listed Firm. *Corporate Governance: An International Review* 23, 3-24.
- Vandemaele, S., Vancauteran, M., 2015. Nonfinancial Goals, Governance, and Dividend Payout in Private Family Firms. *Journal of Small Business Management* 53, 166-182.
- Velte, P., 2010. Stewardship-Theorie. *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung* 20, 285–293.
- Villalonga, B., Amit, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80, 385–417.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M.A., Guzman, A., 2015. Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics* 7, 635–654.

- Voordeckers, W., Le Breton-Miller, I., Miller, D., 2014. In search of the best of both worlds: Crafting a finance paper for the Family Business Review. *Family Business Review* 27, 281-286.
- Watrin, C., Ebert, N., Thomsen, M., 2014. Book-tax conformity and earnings management: Insights from European one- and two systems. *Journal of the American Taxation Association* 36, 55-89.
- Watrin, C., Pott, C., Ullmann, R., 2012. The effects of book-tax conformity and tax accounting incentives on financial accounting: Evidence from public and private limited companies in Germany. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 8, 274-302.
- Watson, R., Wilson, N., 2002. Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal of Business Finance and Accounting* 29, 557-578.
- Weismeier-Sammer, D., Frank, H., von Schlippe, A., 2013. Untangling familiness: A literature review and directions of future research. *Entrepreneurship and Innovation* 14, 165-177.
- Wernerfelt, B., 1984. A Resource Based View of the Firm, *Strategic Management Journal* 5, 171-180.
- Westhead, P., Cowling, M., Howorth, C., 2001. The Development of Family Companies: Management and Ownership Imperatives. *Family Business Review* 14, 369-385.
- Williams, R.I., Jr, Pieper, T.M., Kellermanns, F.W., Astrachan, J.H., 2018. Family firm goals and their effects on strategy, family and organization behavior. *International Journal of Management Reviews* 20, 63-82.
- Williamson, O.E., 1973. Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations, *American Economic Review* 63, 316-325.
- Wolter, H.J., Sauer, I., 2017. Die Bedeutung der eigentümer- und familiengeführten Unternehmen in Deutschland, https://www.ifm-bonn.org/uploads/tx_ifmstudies/IfM-Materialien-253_2017.pdf (13.12.2018).
- Xi, J., Kraus, S., Filser, M., Kellermanns, F.W., 2015. Mapping the field of family business research: past trends and future directions. *International Entrepreneurship and Management Journal* 11, 113-132.

Zellweger, T.M., Eddleston, K.A., Kellermanns, F.W., 2010. Exploring the concept of Familiness. Introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy* 1, 54–63.

Zellweger, T.M., Kammerlander, N., 2015. Family, wealth, and governance. An agency account. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39, 1281-1303.

Artikel 1: Family Firm Identity and Capital Structure

Decisions

Abstract

The purpose of this study is to grasp the effect of Familiness on capital structure decisions in family firms, as family firm identity may be an important source of competitive advantage due to its potential to moderate relationships with stakeholders such as banks. The paper uses panel data from 2010 to 2014, which combine financial and structural data on 691 large private German companies. The econometric approach is a random-effect and tobit panel regression using different dependent variables relating to debt. The study reveals that family firms have significantly higher overall and long-term debt levels compared to their non-family counterparts. Contrary to extant literature, tangibility is not significantly related to debt in the context of family firms and the hypothesized higher usage of trade credits by family-owned businesses could not be supported. Future research can improve the measurement of Familiness by changing from a dichotomous to a continuous variable, acknowledging that family businesses are not homogenous. This would also enable a different econometric approach. A practical implication for family firms is to actively capitalize on their identity and thus, improving the way they present themselves towards different groups of stakeholders to mitigate information asymmetries and enhance trust. The paper investigates large private family-owned businesses, applies multiple dependent variables, and uses a family firm specific theoretical framework, namely Familiness, to explain the family's influence on the business.

Introduction

The overlap of the family and the business system leads to an idiosyncratic set of objectives and preferences, as family members also gain non-pecuniary utility from their owning and controlling position in the firm (Sharma et al., 1997; Sirmon & Hitt, 2003; Gómez-Mejía et al., 2007; Berrone et al., 2010). Therefore, it can be assumed that these circumstances also shape corporate decision-making (Pearson et al., 2008), such as corporate finance decisions.

Extant studies reveal that family enterprises tend to follow a certain pecking order and prefer internal financing, for instance through retained earnings, over external debt financing (Myers & Majluf, 1984; Romano et al., 2001; Poutziouris, 2001; Blanco-

Mazagatos et al., 2007). Furthermore, financing with external equity represents the third and least preferred funding alternative (Romano et al., 2001; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Croci et al., 2011; Lappalainen & Niskanen, 2013; Gottardo & Moisello, 2014; Koropp et al., 2014). However, internal funding is often not sufficient to realize existing growth opportunities, so external funding is required (Behr & Guettler, 2007).

In bank-based economies, such as Germany or Austria, where relationship lending predominates, family businesses might have good access to debt funding (Lehmann & Neuberger, 2001; Behr & Guettler, 2007; Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2010). This is based on the fact that they often strive for a long-term perspective, for example due to management stability and ownership continuity within the family (Dyer, 1988; Malone, 1989; Berrone et al., 2012). Consequently, family businesses often maintain long-lasting and trustworthy relationships with their banks and these banks often possess comprehensive and valuable information about the borrower, which enables them to lower the risk premium (Behr & Guettler, 2007; Croci et al., 2011). Therefore, it can be argued that “a family firm identity may be an important source of competitive advantage”, which helps to finance the firm (Zellweger et al., 2010, p. 59), as banks value the long-term orientation and provide enhanced access to debt (Anderson et al., 2003; Croci et al., 2011), which might result in higher debt ratios of family businesses compared to non-family entities.

Following this, the present paper aims to investigate how owner families and the firm’s identity as a family firm affect capital structure decisions. To answer this, panel regressions are applied and a unique dataset of 691 private family and non-family businesses from Germany is analysed. The sample consists of large corporations, according to the German commercial code, and includes financial and structural data for the years 2010 to 2014.

The results contribute to the literature in three ways. Firstly, they provide insights on debt levels of large private family-owned businesses, which have received limited research attention thus far. This is relevant, as “public firms may not be a clear representation of family firms” (Rutherford et al., 2008, p. 1097). Furthermore, there is a need to enhance the understanding of leverage in large private family firms, as these firms have no direct access to capital markets and hence heavily rely on bank

finance in order to exploit growth opportunities (McKelvie et al., 2006; McKelvie & Wiklund, 2010; Ampenberger et al., 2013).

Secondly, it contributes to the literature by considering multiple dependent variables. A lot of extant studies focus only on total and / or long-term debt levels (e.g. Setia-Atmaja, 2010; Molly et al., 2012; Ampenberger et al., 2013; González et al., 2013; Schmid, 2013; Gottardo & Moisello, 2014). Nevertheless, the effect of family influence on short-term debt levels, especially in terms of trade credits, is also relevant and has not been investigated for large private family firms. Thus, the present study adds to the literature by including several leverage measures.

Thirdly, it contributes to theory by using a family firm specific theoretical framework, namely Familiness, to explain the family's influence on the business and its interference with the perceived family firm identity (Zellweger et al., 2010; von Schlippe & Frank, 2013). This construct describes the family firm's unique bundle of resources, stemming from the interaction between the family and the business, and is intended to explain a competitive advantage of family businesses (Wernerfelt, 1984; Habbershon & Williams, 1999). As the identity of a family firm may also represent an essential resource that is related to Familiness (Sharma & Manikutty, 2005; Zellweger et al., 2010), it can influence the behaviour of external stakeholders, such as banks, because debt providers might prefer these firms in their risk underwriting process (Brickson 2007; Zellweger et al., 2010; Frank et al., 2016). Therefore, Familiness represents a suitable theory to explain debt levels of family-owned businesses.

The remainder of the study is structured as follows: Section two summarizes extant empirical findings. Section three develops hypotheses on capital structures in family-owned businesses. Afterwards, section four describes the dataset and presents the applied methodology, while section five provides the empirical results. The paper ends with a discussion of the results and offers some concluding remarks as well as practical implications.

Literature Review

The extant stream of literature on capital structure decisions in family firms can be distinguished regarding different dimensions. In terms of *theory*, a lot of studies applied financial or capital structure theories, such as Pecking Order, Trade-off or Agency Theory, in order to explain the identified debt levels and the underlying financial behaviour of family-owned businesses (e.g. Romano et al., 2001; López-

Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Steijvers & Voordeckers, 2009; Setia-Atmaja, 2010; Molly et al., 2012; Serrasqueiro et al., 2012; Lappalainen & Niskanen, 2013; Burgstaller & Wagner, 2015; Baek et al., 2016). Surprisingly, specific theoretical frameworks from the field of family firm research are only used rarely. For instance, Gottardo and Moisello (2014) and Baek et al. (2016) based their hypotheses (partly) on insights from the Socioemotional Wealth Theory (cf. Gómez-Mejía et al., 2007).

Concerning *research topics*, a more diverse picture can be drawn. Some studies aimed to investigate whether family ownership affects capital structure decisions (Anderson et al., 2003; King & Santor, 2008; Serrasqueiro et al., 2012). Other studies adjusted this question towards how family ownership impacts financing decisions (Lappalainen & Niskanen, 2013), which motives drive families to influence these decisions (Schmid, 2013) or, more generally speaking, what are the determinants of financial behaviour in family firms (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Aside from that, some studies focused not only on the impact of family ownership but also on family involvement, which includes management and control dimensions (e.g. Schulze et al., 2003; Setia-Atmaja, 2010; Croci et al., 2011; Ampenberger et al., 2013; González et al., 2013; Burgstaller & Wagner, 2015; Baek et al., 2016).

Regarding the *applied samples*, extant studies analysed two groups of firms, listed and unlisted companies. However, studies using public samples investigated rather large firms, as this is linked to the company's status of being listed (e.g. Anderson et al., 2003; King & Santor, 2008; Croci et al., 2011; Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013, Baek et al., 2016). In contrast to this, samples of private firms mainly concentrated on small- and medium-sized companies (e.g. López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Molly et al., 2012; Serrasqueiro et al., 2012; González et al., 2013; Lappalainen & Niskanen, 2013; Burgstaller & Wagner, 2015). The study of Gottardo and Moisello (2014) is the only exception, as it deals with medium-large private firms. Moreover, the majority of the existing papers compared family firm subsamples with non-family ones. Only Molly et al. (2012), who examined intergenerational differences, used a pure family firm sample.

In terms of *measuring family ownership and involvement*, similarities amongst extant scientific contributions are observable. Most studies using samples of private firms measured family ownership with regard to shares held by the owner family and applied a 50% threshold (e.g. Romano et al., 2001; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007;

Steijvers & Voordeckers, 2009; Molly et al., 2012; Serrasqueiro et al., 2012; Lappalainen & Niskanen, 2013). Concerning listed firms, the required threshold was lower and varied mostly between 20 and 25% (e.g. King & Santor, 2008; Setia-Atmaja et al., 2009; Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013). Family management is either measured with a dummy variable of founder / family CEO (e.g. Mishra & McConaughy, 1999; Croci et al., 2011; González et al., 2013) or by (active) management participation, which is given if at least one member of the family is part of the management (e.g. Romano et al., 2001; Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013).

In terms of *results*, existing studies on debt levels in family firms provided mixed findings. For instance, results of Mishra and McConaughy (1999), Ampenberger et al. (2013) and Schmid (2013) revealed that family businesses use lower levels of leverage compared with non-family firms. Contrarily, other findings showed that family firms are relatively more leveraged than their non-family counterparts (e.g. Setia-Atmaja et al., 2009; Gottardo & Moisello, 2014; Burgstaller & Wagner, 2015). In terms of financial behaviour or decision-making, studies indicated multiple determinants. For instance, Ampenberger et al. (2013) identified family management as major determinant of lower leverage ratios, whereas Gottardo and Moisello (2014) showed that active family management increases leverage. Other studies found maintenance of control and influence, growth opportunities, and risk-aversion as explaining factors. Furthermore, limited financing options, the level of creditor monitoring, and the amount of internal resources are influencing factors as well (Romano et al., 2001; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; González et al., 2013; Schmid, 2013; Gottardo & Moisello, 2014; Burgstaller & Wagner, 2015). Overall, the findings of Croci et al. (2011) provided evidence that credit markets are interested in providing more long-term debt to family firms, as they perceive these borrowers as less risky.

All in all, prior literature revealed heterogeneous and partly contradictory results, which calls for additional research to gain more clarity on how owner families contribute to distinct capital structure outcomes. Moreover, most existing studies did not use family firm specific theories as an explaining framework and focused either on samples of large and listed companies or private small- and medium-sized firms. Thus, there is a lack of knowledge concerning leverage in large and private firms and the present study fills this gap by using such a sample from Germany. Furthermore, it applies a new theoretical framework (Familiness) to explain the findings.

Development of Hypotheses

Stemming from the resource-based view literature, the Familiness construct basically describes the family firm's unique bundle of resources that arises from the interaction between the family and the business (Wernerfelt, 1984; Habbershon & Williams, 1999). Hence, a precondition for the existence of Familiness is an ownership that enables a significant influence (cf. section 4) of the family on the business. The concept is originally intended to explain competitive advantages generated by the family business's valuable, rare, inimitable and non-substitutable resources (Barney, 1991). Especially relevant for the scope of this paper, is the fact that it can shape the behaviour of external stakeholders, such as banks, through family firm identity (Zellweger et al., 2010; Frank et al., 2016). Speaking about supply-side factors, it is known that they are important for explaining variations in capital structure (Faulkender & Petersen, 2006). Debt providers could potentially prefer family businesses as borrowers if their identity as a family firm is clearly and reliably communicated (Brickson 2007; Zellweger et al., 2010). In the same vein the family business can be an attractive target for non-family shareholders, such private equity investors (Dawson, 2011).

An explanation may be provided by the groundwork of Jensen and Meckling (1976) and Fama and Miller (1972), who apply agency conflicts between owners and managers to potential conflicts between existing shareholders (insiders) and debt or new equity claimants (outsiders). Similarly, credit granting comes with a conflict between borrowers and lenders. The antecedent of this conflict is the notion of self-interested owners to change risk preferences in the moment when debt providers engage. This results in difficulties to predict the actual future risk, as credit underwriting typically refers to past financial information presented in annual statements. Following this, owners may expropriate debt claimants as they gain from riskier projects whilst debt holders technically bear most of the additional costs e.g. costs of financial distress (Fama & Miller, 1972; Jensen & Meckling, 1976).

When it comes to the effect of Familiness the literature distinguishes between positive (distinctive) and negative (constrictive) attributes of family influence. The latter, for instance, addresses the irrational behavior of families facing succession issues. These decision processes might be coined by emotions, conflicts and other psychological constructs and might lead to the selection of an unqualified family member as successor, which can harm firm performance (Kellermanns & Eddleston, 2004;

Minichilli et al., 2010; Filser et al., 2013). In contrast to this, family firms are also perceived as trustworthy, quality-driven (Aronoff & Ward, 1995; Craig et al., 2008) and long-term oriented (Anderson et al., 2003; Croci et al., 2011). Clearly, these positive attributes relate to the unique identity that family firms generally seem to exhibit in people's minds. More specifically the perception is shaped by the organizational identity of the firm, which is shaped by a common set of beliefs, values and practices in firms leading to a distinct collective behaviour (Albert & Whetten, 1985; Scott and Lane, 2000). Zellweger et al. (2010) state the family personifies the business and builds a resource that can be easily recognized by the public. They may establish an "extended family" of stakeholders who support the firm and trust into the principles of the organization and can capitalize on the public's perception (Aronoff & Ward, 1995; Craig et al., 2008).

Thinking of their long-term orientation and trustworthiness a greater communality of interest between family firms and lender seems to exist. In other words, family ownership as an organizational structure, with its unique identity, can alleviate agency conflicts between equity claimants and lenders (Anderson et al., 2003; Gómez-Mejía et al., 2007; Hiebl, 2012). This is in line with Baek et al. (2016) who observed lower agency costs of debt due to greater interest alignment between both parties. Hence, the family firm identity may represent an essential resource improving access to debt and lowering cost of debt resulting in a motivation to use more debt (Anderson et al., 2003; Sharma & Manikutty, 2005; Zellweger et al., 2010, Presas et al., 2011; Westhead et al., 2011; Schmid 2013). In line with these arguments the following hypothesis is formulated:

H 1: Family ownership is positively related with overall debt levels.

Once dividing debt into the categories short and long-term, it is to be noted that their supply is not equally affected by information asymmetries (Myers & Majluf, 1984; Serrasqueiro et al., 2012; Lappalainen & Niskanen, 2013). Long-term debt comes with much more uncertainty about the borrower's success in the future than short-term debt (Anderson et al., 2003). Therefore, it usually comes with a pledge on assets as collateral, tighter credit monitoring, covenants, and lender control rights (Anderson et

al., 2003). Agency costs are, *ceteris paribus*, expected to be especially high for long-term debt, hence the study proposes:

H 2: Family ownership is positively related to long-term debt levels.

Following Frank and Goyal (2009), firms that have more tangible assets will tend to have higher leverage. The reasoning for that is the signaling characteristic of tangible assets as they may serve as collateral for credit arrangements. Moreover, the value of tangible assets can be more reliably estimated by firm outsiders and hence lower the debt cost (Baek et al., 2016). Banks may liquidate proceeds from the disposal of collaterals to settle their claims. Coming back to the suspected leap of faith family firms may benefit from, tangibility may show different effects on debt levels dependent on a family background.

H3: Tangibility is positively related to debt levels of non-family firms as it imposes fewer debt-related agency problems.

H4: Tangibility is not related to debt levels of family firms as the family firm identity signals trustworthy behaviour and thus, compensates for a potentially lower ratio of tangible assets.

The last hypothesis (H5) refers to the usage of trade credits as a source of non-interest bearing funding via negotiated payment terms with suppliers. According to Lappalainen and Niskanen (2013), family-owned businesses are more likely than their counterparts to use trade credits. This can be argued due to lower cost involved, as trade credits are provided interest free (neglecting cash discount for prompt payment) and without an intense credit monitoring. Moreover, long lasting supplier relationships and strong reputation enable a credit relationship besides the sole exchange of goods or services (Ang, 1992; Zellweger et al., 2010). In the same vein as for H1, it is expected that family firm identity can shape the behaviour of suppliers (Zellweger et al., 2010; Frank et al., 2016). Vendors, as long-term partners of the firm, might be

regarded as an extended family and in return they would mirror the trustworthy relationship and give credit to family firms. Stemming from family firm identity as a factor coining stakeholder behaviour the following hypothesis is formulated:

H 5: Family ownership is positively related to trade credit levels.

Dataset and methodology

A lot of previous studies have been conducted using listed companies due to poor data availability on private firms (Berrone et al., 2012). The present study takes advantage of unique and private panel data from 2010 until 2014 on unlisted German firms that fell into the definition of large corporations according to the German commercial code (HGB). The relevant lower bound thresholds refer to revenue (EUR 40 million) and balance sheet sum (EUR 20 million). Thus, the sample could also comprise companies that are defined as small- and medium-sized according to the upper bound criteria introduced by the European Commission (2015), namely a maximum turnover of EUR 50 million or a balance sheet sum of maximum EUR 43 million. Generally, the institutional context in Germany is equivalent to other large industrialized countries (Morck & Yeung, 2004). Nevertheless, the German bank-based economy is coined by comparably low investor protection, underdeveloped stock markets, high ownership concentration and tight credit monitoring by banks (La Porta et al., 1998; Ampenberger et al., 2013).

The data was obtained from three different sources. First, a Hamburg based research institute provided a list of relevant entities and their respective classification into family or non-family firms. The institute applied the following classification strategy. Firstly, at minimum 25.01% of the total equity needs to be in the hands of an individual person or family. Secondly, a material influence of the family on the corporate policies is required. According to the classification, this is the case if at minimum 50.01% of the shares are owned by the family. In case of equity holdings between 25.01% and 50%, material influence is assumed to be given by an active involvement of at least two family members in either the management or advisory / supervisory board. Thirdly, ensuring transgenerational and dynastic orientation, only companies established prior to the year 2000 were included. The externally conducted

classification enhances the validity of the present study and excludes the risk of intended misclassifications.

In a next step, the corresponding structural data, for instance information about ownership, management, and control, was generated from the DAFNE database of Bureau van Dijk. The third data source is the unique and private accounting database of the credit insurance company Euler Hermes SA. According to the German Federal Statistical Office about 3.6 million companies have been registered in 2013 (Statistisches Bundesamt, 2015). The Euler Hermes risk database covers roughly 2 million companies in Germany and is hence covering more than half of the population. Firms with incomplete information in the observation period were excluded from the sample resulting in a strongly balanced panel. The following further exclusions have been made in the data cleansing process. Observations of financial, insurance, and holding firms due to their specific accounting rules were dropped (Gurau and Benkraiem, 2013). Moreover, listed firms, cooperatives, firms with a public shareholder, and companies with a personal liability of an individual were excluded (Burgstaller & Wagner, 2015).

Following the described adjustments, a final sample of 691 firms remains in the study, which equals 3,455 firm-year observations as displayed in table I. The sample is composed of 2,381 (68.91 %) family-firm observations and 1,074 (31.09 %) non-family observations. In other words, about one third of the observations refer to non-family ones, which represents a similar distribution as the Austrian sample of private firms used by Burgstaller and Wagner (2015).

[Insert table I]

Clearly, it deviates from the composition of samples comprising only listed companies in German-speaking countries, such as Ampenberger et al. (2013) and Schmid (2013), where the share of non-family firms is significantly larger. Furthermore, a shrinking proportion of family firms over the five quantiles of revenue and total assets is observable. Concerning the industry affiliation presented in table I, the dataset contains a variety of different sectors but is clearly dominated by the manufacturing sector covering more than 60% of the observations followed by wholesale and retail. The

industry composition is not materially different from other capital structure studies (Molly et al., 2012; González et al., 2013).

For the regression models three different dependent variables have been used. As the main research question refers to debt finance through banks the debt ratio is calculated by taking interest-bearing bank debt and dividing it by the companies' total assets. Secondly, a special look is taken at the access to long-term bank debt and hence the long-term debt ratio is defined as long-term obligations towards banks divided by the companies' total assets. In addition, the trade credit ratio is considered. It is calculated as the proportion of payables toward suppliers divided by total assets.

Using archival data, Familiness is captured with an indirect and uni-dimensional proxy. This indicator represents the result of the previously described classification into family and non-family firms, which equals one for a family business and zero otherwise. According to Berrone et al. (2012, p. 264), the usage of such a kind of proxy is a "valid first-degree approximation". In addition, the Familiness dummy has been used as a moderator in an interaction term with tangibility, to distinguish direct and indirect effects stemming from family firm specific attributes. Accounting for potential differences in agency costs of debt (Anderson et al., 2003), the interaction term addresses the question of a unique relationship between tangibility and debt levels in the family firm context.

The control variables are commonly used controls for estimating debt levels (Gaud et al., 2005; Frank & Goyal, 2009; González et al., 2013; Gottardo & Moisello, 2014). They comprise the median industry leverage, tangibility (sum of assets – intangible assets / total assets). Similar to size, tangible assets or collaterals reduce the degree of information asymmetry and opaqueness (Bonaccorsi di Patti & Dell'Ariceia, 2004). Besides its role as a control variable, tangibility will be of special interest as a part of the interaction term with the family firm dummy to test H4. Furthermore, it is controlled for return on assets (EBITDA / total assets), firm size (log revenues), firm age (log age), growth (mean revenue growth), and firm specific risk (standard deviation of EBITDA). Furthermore, the study uses a dummy variable that represents the accounting standard chosen by the company. The choice between IFRS and the local accounting standard HGB can influence the reported debt ratios (Schmid, 2013). The variable equals one if HGB has been applied and zero otherwise. In the sample only less than 3% of the companies deviated from the local accounting standard.

[Insert table II]

Table II presents some univariate summary statistics within the sample and the respective subsamples for family firms and non-family firms. It is to be noted that the mean values for revenue and balance sheet sum confirm that the present study deals with large companies, as these values are considerably higher than the upper boundaries of common definitions of small-and medium-size companies. Looking at both subsamples individually, non-family firms are larger in revenues and balance sheet sums, whereas mean differences are only significant for revenues at the 0.10 % levels. Furthermore, there seems to be a significant difference in return on assets, debt ratio, and long-term debt ratio. Aside from that, family firms are older with an average age of 73.3 compared to 53.56 years. This is perfectly in line with the assumption of a transgenerational and dynastic orientation of family-owned businesses.

Estimations are done with the help of the panel data methodology of the STATA program. Contrary to the usually applied ordinary least squares (OLS) regressions, panel regressions are capable of capturing unobservable individual effects of firms, for instance the unique characteristics of a given family firm or distinct management capabilities (Baltagi, 2013; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). This is assumed to be different across firms (between variation) but relatively stable over time (within variation), especially in the light of the manageable length of the observation period (Aldrich & Cliff, 2003; Ampenberger et al., 2013; Weismeier-Sammer & Hatak, 2014). Another benefit is that panel regressions grasp the variability of dependent and independent variables of every company over the observed five years, which results in more consistent estimators than the traditional OLS cross-sectional approach. Family idiosyncrasy is assumed to be different for every company and constant over time (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). When applying panel regressions, two basic techniques can be distinguished namely, random-effect models and fixed-effect models. For fixed-effect models, panel data methodology drops variables that do not change over the observation period. This seriously affects the present study, as the dummy family variable shows almost no within variation across the sample and would consequently be dropped (Zhou, 2001). Hence, the study uses random-effect models to examine the proposed hypotheses. In order to correct for heteroscedasticity and

autocorrelation of error terms the study uses standard errors clustered by firm (King & Santor, 2008; Petersen, 2009; González et al. 2013). All in all, the hypotheses are tested by estimating the following panel regression model:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta F_{i,t} + \delta C_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

where $F_{i,t}$ is the family variable and $C_{i,t}$ comprises all the control variables introduced earlier in this section. It is to be noted that there is a large proportion of observations with zero debt (992 observations, 28,8 % of the sample). From an econometric point of view, the underlying data is left-censored with a lower limit at zero, as values of the dependent variables below zero cannot be observed. This violates basic assumptions of linear estimation models, which in return would not yield consistent parameter estimates (Cameron & Trivedi, 2009). Hence the random-effect tobit estimator has been applied to check for the robustness of the introduced linear model. Moreover, the applied tobit models include lagged control variables in order to address potential endogeneity and reverse causality issues. Table IV presents the results of the eight regressions, whereas the first four models refer to the linear random-effect regressions and the latter four to the tobit models.

Results

The different univariate correlations can be drawn from the Pearson's correlation matrix shown in table III. Tangibility shows a rather strong correlation with the debt ratio. However, the interaction term family firm x tangibility shows a relatively weaker correlation. Surprisingly there is no correlation between the profitability measure (return on assets) and the debt ratio, whereas it is correlated with long-term debt ratio and trade credit ratio. Growth does not seem to play a role across the debt measures according to the correlation coefficients and the p-values. The family firm dummy is correlated with the debt ratio and the long-term debt ratio, which gives already some first light indication of a relationship between the family firm identity and debt ratios.

[Insert table III]

As described in the previous section, random-effects panel regressions and tobit regressions have been applied. The results are displayed in table IV. According to the results of the first regression model, the family firm coefficient is positive and highly significant. This is also confirmed by model V, the lagged tobit estimator. It can be derived that on average family firms within the sample have a higher debt ratio. This is in line with the univariate relationship between the two variables shown in table III as well as the summary statistics of the sample shown in table II. Thus, evidence is robust and supports H1. Across the relevant models, there are minor differences in the control variables. The tobit model cannot confirm size and firm specific risk as influencing factors but introduces growth as a relevant contributing factor. What is more is that, as expected, tangibility is positively related with the debt ratio. In both models it is highly significant and thus H3 is already supported.

[Insert table IV]

The regression output of the models II and IV refer to the long-term debt ratio as the dependent variable. Long-term debt is much more sensitive to information asymmetries between the lender and the borrower (Anderson et al., 2003). Therefore, H2 proposed also a positive relationship between the family firm status and long-term debt levels, which is confirmed by the empirical results.

Some control variables apparently do not play a role compared to the overall debt ratio models. Especially when comparing amongst model V and VI, return on investment, growth, age and size show insignificant coefficients. Size seems to be unrelated to long-term debt levels, probably because long-term debt is expected to finance investment opportunities, which do not necessarily coincide with company size.

In line with the literature about asymmetric information, the models III and VII show that tangibility has a direct effect on the debt ratio, as the coefficient is highly significant and positive. The interaction term introduced in these models is intended to study whether the direct effect of tangibility is moderated by the family firm status. The results show that the interaction term is not significant. Aside from its direct effect on debt ratios (cf. model I and V), the family firm status has apparently an indirect effect on debt ratios as it moderates the positive relationship between tangibility and debt ratios. It can be derived from the results that for non-family firms there is still a

positive relationship, whereas for their family counterparts there is no empirical evidence for a relationship anymore. When taking tangibility as a supply-side factor of credit granting there is an indication that family firms might compensate tangibility through their family firm status. Their trustworthiness and the alignment of interests may lead banks to underwrite credit with less emphasis on a solid collateral basis. The empirical results support H4 and again H3.

The last hypothesis H5 examines the question whether family firms can convince their suppliers to grant payment terms or in other terms trade credit. The underlying idea is that family firm identity can influence the behaviour of external stakeholders and helps to establish long-lasting relationships. Models IV and VIII shall answer this proposition. Interestingly, there is no support for H5 as the family firm coefficient is statistically not significant in both models. Thus, family firms do not per se use more trade credits according to the provided empirical results.

Discussion

Overall, the results, based on the sample of 691 family and non-family firms, provide support for H1, H2, H3, and H4. In terms of the last hypothesis (H5), no empirical evidence could be provided. The robustness of these results is verified by the applied tobit models (models V to VIII), which account for censored data and also address potential endogeneity issues.

The first hypothesis (H1) assumed that family ownership is positively related with overall debt levels, as the particular identity is an essential resource that improves the family firms' access and motivation to use debt (Anderson et al., 2003; Sharma & Manikutty, 2005; Zellweger et al., 2010; Schmid 2013). The analysed sample backs this assumption and reveals that family firms indeed have higher debt ratios. This is in line with the results of Gottardo and Moisello (2014), who also showed that medium-large firms with family ownership are more leveraged than their non-family counterparts. Aside from that, Burgstaller and Wagner (2015), for example, found family firms to be more leveraged than non-family ones as well. However, these results were based on a sample of private small and medium-sized companies. As mentioned above, other extant studies with samples of large firms examined public corporations and revealed contradictory findings, as they found family firms to use less debt than non-family firms (e.g. Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013). This deviation might be explained by differences in the definition of debt ratios, as both studies with listed

firms applied the market value of equity rather than the book value. Moreover, the financial behaviour of listed family firms might deviate from private ones, as their decision for going public indicates that these firms are willing to share risk and return.

The second hypothesis (H2) deals with long-term debt levels as dependent variable and proposes a positive impact of family ownership. This is due to the fact that long-term debt is much more sensitive to information asymmetries (Anderson et al., 2003) and that the family firm status has a positive effect on this relationship. The empirical results in the present context confirm higher long-term debt levels of family-owned businesses and thereby indicate that family ownership, as an organizational structure, can mitigate agency conflicts between firms and debt providers (Anderson et al., 2003; Gómez-Mejía et al., 2007; Hiebl, 2012). The mentioned results can be seen in the light of the findings of Croci et al. (2011), who provided evidence that credit markets are interested to offer long-term debt to family firms, as they perceive these borrowers as less risky.

Regarding the third and fourth hypothesis, different outcomes, depending on the ownership type, are possible. In case of non-family firms (H3), for example, it is expected that companies with more tangible assets tend to have higher debt ratios, as these assets can alleviate debt-related agency costs (Frank & Goyal, 2009). In case of family businesses (H4) it is assumed that the family firm identity can offset potential lacks of sufficient tangibility because the status family firm per se signals trustworthiness and long-term orientation towards banks. The reason for this is that family firms are capable of mirroring their behaviour towards internal and external stakeholders. Thus, it is expected that tangibility is not related to debt levels of family firms. The present empirical evidence is supporting both hypotheses. Tangibility as a supply-side factor of credit granting and a mitigating factor for information asymmetries (Frank & Goyal, 2009) shows the predicted positive direction when estimating debt and long-term debt levels. However, in case of family firms, tangibility is not statistically significant for either debt ratio or long-term debt ratio (not reported).

The previously mentioned results (H1-H4) may indicate a leap of faith that family firms benefit from. Moreover, the empirical results of the study lend support for the theoretical arguments of RBV and Familiness. More precisely these firms, with their unique bundle of resources, seem to create a trustworthy identity that might generate a competitive advantage in obtaining financing.

Concerning the fifth hypothesis (H5), the use of trade credits provided by suppliers is examined. This form of funding is not interest-bearing and is available without a complex credit approval process by the lender and thus relatively easy to obtain. Furthermore, family-owned businesses are often assumed to have a strong reputation of trustful relationships with their suppliers (Ang, 1992; Zellweger et al., 2010). Therefore, it is expected that family ownership is positively related to trade credit levels. Nevertheless, the present empirical findings do not provide any support for this hypothesis. Thus, the results stand in contrast to the findings of Lappalainen and Niskanen (2013), who provided evidence that family-owned businesses are more likely to use trade credits compared with their non-family counterparts. However, the authors also suggested that trade credits might not be the preferred funding source for family firms. This hints at a possible explanation for the missing support of H5 in the present context. Family firms might not use trade credits intentionally but only in case that more preferred funding options are not available, hence they do not want to stretch their suppliers too much.

Conclusion

The objective of the present paper was to investigate how owner families and the firm's identity as a family firm affect capital structure decisions. To answer this, panel regressions were applied in order to analyse a unique dataset of 691 large private family and non-family businesses from Germany. The study adds to the literature in three ways. Firstly, it provides insights on debt levels of large private family-owned businesses, which have not received much research attention thus far. Secondly, the study contributes to literature by considering multiple dependent variables, such as the overall debt ratio, the long-term debt ratio, and the trade credit ratio. Thirdly, it contributes to theory by using a family firm specific theoretical framework, namely Familiness, to explain the family's influence on the business. Moreover, the identity of a family firm may also represent an essential resource that is related to Familiness, as it can influence the behaviour of external stakeholders, such as banks.

The findings of the study reveal that family firms have significantly higher overall and long-term debt levels compared to their non-family counterparts. Thus, the results are in line with previous research on capital structure decisions of private family firms. Furthermore, the present analysis shows that tangibility is less important in the context

of family firms as borrowers. Aside from that, the empirical evidence does not support the proposed higher usage of trade credits by family-owned businesses.

This study may have a practical implication for family business consultants and owners. The results on higher debt ratios indicate that family businesses might indeed have a good access to debt funding. It can be argued that the identity of a family firm may be an essential resource that helps to finance the firm, as banks value the long-term orientation and provide an enhanced access to debt (Anderson et al., 2003; Zellweger et al., 2010; Croci et al., 2011). Therefore, it is of importance for practitioners to use their family firm identity as a competitive advantage and actively capitalize on that by improving the way how they present themselves towards different groups of stakeholders. This is also in line with the results and recommendations of Krappe et al. (2011), who examined the family firm as a brand.

The paper also has its limitations. The theoretical framework of Familiness and especially its measurement are still at an early stage in research (Irava & Moores, 2010). Furthermore, the additionally provided data on family management and control were only available for one year. Thus, Familiness was measured by only using the unidimensional proxy of family ownership, which limits the study's results to this dimension. Based on this, future research can improve the measurement of the family influence and the family firm identity by including more than ownership variables. For instance, Frank et al. (2016) established a Family Influence Familiness Scale, which represents a multidimensional measurement scale that can be used to verify the results presented by this study.

Moreover, random-effects regressions have been applied due to a very little within variation of the family firm dummy. It is to be noted that random-effect regressions work with the strong assumption, that the firm individual effect is uncorrelated with the independent variables (Baltagi, 2013). Thinking of distinct management capabilities in family firms or idiosyncratic management policies, the individual effect could be correlated with profitability, size, age, etc. Hence, there could be potential for future research to advance the econometric approach in assessing the family firm effect.

References

- Albert, S. and Whetten, D.A. (1985), "Organizational identity", in Cummings, L.L. and Barry, M.S. (Ed.), *Research on organizational behaviour. An annual series of analytical essays and critical reviews*, Vol. 7 No.1, pp. 263–295.
- Aldrich, H.E. and Cliff, J.E. (2003), "The pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddedness perspective", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 No. 5, pp. 573–596.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.K. and Kaserer, C. (2013), "Capital structure decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy", *Review of Managerial Science*, Vol. 7 No. 3, pp. 247–275.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M. (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 No. 2, pp. 263–285.
- Ang, J.S. (1992), "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1 No. 3, pp. 185–203.
- Aronoff, C.E and Ward, J.L. (1995), "Family-owned businesses: A thing of the past or a model for the future?", *Family Business Review*, Vol. 8 No. 2, pp. 121–130.
- Baek, H.Y. Cho, D.D. and Fazio, P.L. (2016), "Family ownership, control and corporate capital structure: An examination of small capitalization public firms", *Journal of Family Business Management*, Vol. 6 No. 2, pp. 169–185.
- Baltagi, B.H. (2013), *Econometric Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Barney, J.B. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, Vol. 17 No. 1, pp. 99–120.
- Behr, P. and Guettler, A. (2007), "Credit risk assessment and relationship lending: An empirical analysis of German small and medium-sized enterprises", *Journal of Small Business Management*, Vol. 45 No. 2, pp. 194–213.
- Berrone, P., Cruz, C. and Gomez-Mejia, L.R. (2012), "Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research", *Family Business Review*, Vol. 25 No. 3, pp. 258–279.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L.R. and Larrazza-Kintana, M. (2010), "Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less?", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 55 No 1, pp. 82–113.

- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. and Castrillo, L.A. (2007), “The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study”. *Family Business Review*, Vol. 20 No. 3, pp. 199-213.
- Bonaccorsi Di Patti, E. and Dell’Ariccia, G. (2004), “Bank competition and firm creation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36 No. 2, pp. 225–251.
- Brickson, S. (2007), “Organizational identity orientation: The genesis of the role of the firm and distinct forms of social value”, *Academy of Management Review*, Vol. 32 No. 3, pp. 864–888.
- Burgstaller, J. and Wagner, E. (2015) “How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs?”, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 61 No. 1, pp. 73–101.
- Cameron, A.C. and Trivedi, P.K. (2009), *Microeconometrics Using Stata*, Stata Press Books, College Station, Texas.
- Craig, J.B., Dibrell, C. and Davis, P.S. (2008), “Leveraging family-based brand identity to enhance firm competitiveness and performance in family businesses”, *Journal of Small Business Management*, Vol. 46 No. 3, pp. 351–371.
- Croci, E., Doukas, J.A. and Gonenc, H. (2011), “Family control and financing decisions”. *European Financial Management*, Vol. 17 No. 5, pp. 860–897.
- Dawson, A. (2011), “Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 26, No. 2, pp. 189–199.
- Dyer, G.W. (1988), “Culture and continuity in family firms”, *Family Business Review*, Vol. 1 No. 1, pp. 37-50.
- European Commission (2015), “*User guide to the SME definition*”, available at: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/15582/attachments/1/translations/en/renditions/native> (accessed 7th June 2016).
- Fama, E.F. and Miller, M.H. (1972), *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York.
- Faulkender, M. and Petersen, M.A. (2006), “Does the source of capital affect capital structure?”, *Review of Financial Studies*, Vol. 19 No. 1, pp. 45-79.
- Filser, M., Kraus, S. and Märk, S. (2013), "Psychological aspects of succession in family business management", *Management Research Review*, Vol. 36, No. 3, pp. 256-277.

- Frank, H., Kessler, A., Rusch, T., Suess-Reyes, J. and Weismeier-Sammer, D. (2016), “Capturing the familiness of family businesses: Development of the family influence familiness scale (FIFS)”, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, forthcoming. doi:10.1111/etap.12229.
- Frank, M.Z and Goyal, V.K. (2009) “Capital structure decisions: Which factors are reliably important?”, *Financial Management*, Vol. 38 No. 1, pp. 1–37.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. and Bender, A. (2005), “The capital structure of swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data”, *European Financial Management*, Vol. 11 No. 1, pp. 51–69.
- Gómez-Mejía, L.R., Takács Haynes, K., Núñez Nickel, M., Jacobson, K.J.L. and Moyano Fuentes, J. (2007), “Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from spanish olive oil mills”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52 No. 1, pp. 106–137.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C. and Trujillo, M.A. (2013), “Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control”, *Journal of Business Research*, Vol. 66 No. 11, pp. 2308–2320.
- Gottardo, P. and Moisello, A.M. (2014), “The capital structure choices of family firms: Evidence from Italian medium-large unlisted firms”, *Managerial Finance*, Vol. 40 No. 3, pp. 254–275.
- Gurau, C. and Benkraiem, R. (2013), “How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs?”, *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, Vol. 19 No. 2, pp. 149-164.
- Habbershon, T.G. and Williams, M.L. (1999), “A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms“, *Family Business Review*, Vol. 12 No. 1, pp. 1–25.
- Hernández-Cánovas, G. and Martínez-Solano, P. (2010), “Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system”, *Small Business Economics*, Vol. 34 No. 4, pp. 465–482.
- Hiebl, M.R.W. (2012), “Peculiarities of financial management in family firms”, *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 11 No. 3, pp. 315-322.
- Irava, W.J. and Moores, K. (2010), “Clarifying the strategic advantage of familiness: Unbundling its dimensions and highlighting its paradoxes”, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 1 No. 3, pp. 131-144.

- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Kellermanns F.W. and Eddleston, K.A. (2004), "Feuding families: When conflict does a family firm good", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, No. 3, pp. 209-228.
- King, M.R. and Santor, E. (2008), "Family values: Ownership structure, performance and capital structure of canadian firms", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32 No. 11, pp. 2423–2432.
- Koropp, C., Kellermanns, F.W., Grichnik, D. and Stanley, L. (2014), "Financial decision making in family firms: An adaptation of the theory of planned behavior", *Family Business Review*, Vol. 27 No. 4, pp. 307–327.
- Krappe, A., Goutas, L. and von Schlippe, A. (2011), "The 'family business brand': An enquiry into the construction of the image of family businesses", *Journal of Family Business Management*, Vol. 1 No. 1, pp. 37-46.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998), "Law and finance". *Journal of Political Economy*, Vol. 106 No. 6, pp. 1131–1155.
- Lappalainen, J. and Niskanen, M. (2013), "Behavior and attitudes of small family firms towards different funding sources", *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, Vol. 26 No. 6, pp. 579–599.
- Lehmann, E. and Neuberger, D. (2001), "Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 45 No. 4, pp. 339–359.
- López-Gracia, J. and Sánchez-Andújar, S. (2007), "Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms", *Family Business Review*, Vol. 20 No. 4, pp. 269–287.
- Malone, S.C. (1989), "Selected correlates of business continuity planning in the family business", *Family Business Review*, Vol. 2, No. 4, pp. 341-353.
- McKelvie, A. and Wiklund, J. (2010), "Advancing firm growth research: A focus on growth mode instead of growth rate", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 34 No. 2, pp. 261-288.

- McKelvie, A., Wiklund, J. and Davidsson, P. (2006), "A resource-based view on organic and acquired growth", in Wiklund, J., Dimov, D., Katz, J.A., and Shepherd, D.A. (ed.) *Entrepreneurship: Frameworks And Empirical Investigations From Forthcoming Leaders Of European Research*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 175-194.
- Minichilli, A., Corbetta, G. and MacMillan, I.C. (2010) "Top management teams in family-controlled companies: 'Familianness', 'faultlines', and their impact on financial performance", *Journal of Management Studies*, Vol. 47, No. 2, pp. 205-222.
- Mishra, C.S. and McConaughy, D.L. (1999), "Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23, No. 1, pp. 53-64.
- Molly, V., Laveren, E. and Jorissen, A. (2012), "Intergenerational differences in family firms: Impact on capital structure and growth behavior", *Entrepreneurship: Theory and Practice* Vol. 36 No. 4, pp. 703–725.
- Morck, R. and Yeung, B. (2004), "Family control and the rent-seeking society". *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28 No. 4, pp. 391–409.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No.2, pp. 187–221
- Pearson, A.W., Carr, J.C. and Shaw, J.C. (2008), "Toward a theory of familiness: A social capital perspective", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32 No. 6, pp. 949-969.
- Petersen, M.A. (2009), "Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches", *Review of Financial Studies*, Vol. 22 No. 1, pp. 435-480.
- Poutziouris, P.Z. (2001), "The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy", *Family Business Review*, Vol. 14 No. 3, pp. 277–291.
- Presas, P., Muñoz, M.D. and Guia, J. (2011), "Branding familiness in tourism family firms", *Journal of Brand Management*, Vol. 18 No. 4, pp. 274-284.
- Romano C.A, Tanewski, G.A. and Smyrnios, K.X. (2001), "Capital structure decision making: A model for family business", *Journal of Business Venturing*, Vol. 16 No. 3, pp. 285–310.

- Rutherford, M.W., Kuratko, D.F. and Holt, D.T. (2008), “Examining the link between ‘familiness’ and performance: Can the F-PEC untangle the family business theory jungle?”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32 No. 6, pp. 1089-1109.
- Schmid, T. (2013), “Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37 No. 2, pp. 257–272.
- Schulze, W., Lubatkin, M.H. and Dino, R.N. (2003) “Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms”, *Academy of Management Journal*, Vol. 46 No. 2, pp. 179-194.
- Scott, S.G. and Lane, V.R. (2000), “A stakeholder approach to organizational identity”. *Academy of Management Review*, Vol. 25 No. 1, pp. 43–62.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M. and da Silva, J.V. (2012), “Are financing decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence using panel data”, *Journal of Management and Organization*, Vol. 18 No. 3, pp. 363–382.
- Setia-Atmaja, L. (2010), “Dividend and debt policies of family controlled firms. The impact of board independence”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 6 No. 2, pp. 128-142.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A. and Skully, M. (2009), “The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 36 No. 7&8, pp. 863–898.
- Sharma, P. and Manikutty, S. (2005), “Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 29 No. 3, pp. 293–311.
- Sharma, P., Chrisman, J.J. and Chua, J.H. (1997), “Strategic management of the family business: Past research and future challenges”, *Family Business Review*, Vol. 10 No. 1: 1-35.
- Sirmon, D.G. and Hitt, M.A. (2003), “Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27 No. 4, pp. 339-358.
- Statistisches Bundesamt (2015), “Anzahl der Unternehmen in Deutschland nach Umsatzgrößenklassen Im Jahr 2013”, available at: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/239418/umfrage/unternehmen-in-deutschland-nach-umsatzgroessenklassen/> (accessed 12 October 2015).

- Steijvers, T. and Voordeckers, W. (2009) "Private family ownership and the agency costs of debt", *Family Business Review*, Vol. 22 No. 4, pp. 333-346.
- Von Schlippe, A. and Frank, H. (2013) "The Theory of Social Systems as a Framework for Understanding Family Businesses", *Family Relations*, Vol. 62, No. 3, pp. 384-398.
- Weismeier-Sammer, D. and Hatak, I.R. (2014). "Succession in the family business: Challenges for successors from an entrepreneurial perspective", *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, Vol. 15 No. 4, pp. 279–284.
- Wernerfelt, B. (1984), "The resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal*, Vol. 5 No. 3, pp. 171–180.
- Westhead, P., Wright, M. and McElwee, G. (2011), *Entrepreneurship: Perspectives and Cases*, Pearson Education Limited, Harlow.
- Zellweger, T.M., Eddleston, K.A. and Kellermanns, F.W. (2010), "Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity", *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 1 No. 1, pp. 54–63.
- Zhou, X. (2001). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: Comment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 62 No. 3, pp. 559–571.

Table I: Industry classification

Industry classification	n _{firms} = 691					
	Non-family firms		Family firms		All sample firms	
	<i>n</i>	%	<i>n</i>	%	<i>n</i>	%
Agriculture	5	0.1%	20	0.6%	25	0.7%
Mining	5	0.1%	0	0.0%	5	0.1%
Manufacturing	642	18.6%	1,468	42.5%	2,110	61.1%
Energy & water supply	25	0.7%	5	0.1%	30	0.9%
Construction	35	1.0%	80	2.3%	115	3.3%
Wholesale and retail	272	7.9%	683	19.8%	955	27.6%
Hotel & restaurants	0	0.0%	10	0.3%	10	0.3%
Transportation & communication	30	0.9%	80	2.3%	110	3.2%
Real estate	50	1.4%	30	0.9%	80	2.3%
Other social activities	10	0.3%	5	0.1%	15	0.4%
Total	1,074	31.1%	2,381	68.9%	3,455	100.0%

Notes: This table reports the composition of the 691 sample firms by industry classification. Sample period is for the five-year period from 2010 to 2014, for a total of 3,455 firm-years. Data are collected from Euler Hermes, the DAFNE database and from a Hamburg based research institute. The sample consists of unlisted German firms that fell into the definition of large corporations according to the German commercial code. The relevant lower bound thresholds refer to revenue (€40m) and balance sheet sum (€20m). The industry classification has been conducted with NACE codes. The database excludes financial, insurance, holding firms, cooperatives, firms with a public shareholder and firms with a personal liability of an individual. Family firms were strictly classified (cf. section 4). The percentages are the number of observations in each industry divided by the total numbers of observations.

Table II: Sample composition

Variables	All sample N=3,455	Mean		t-stat.
		Non-family firm observation N=1,074	Family firm observation N=2,381	
		(1)	(2)	(1)-(2)
Revenue (€)	472,011,945.03	583,243,365.90	421,838,679.20	2.04370 *
Balance sheet sum (€)	328,866,755.22	372,843,741.20	309,030,013.10	0.76000
Age	67.14	53.56	73.26	-11.60000 ***
ROA	0.09	0.06	0.11	-14.48000 ***
Leverage ratio	0.45	0.45	0.45	-0.36330
Debt ratio	0.13	0.09	0.15	-10.85930 ***
Long-term debt ratio	0.06	0.04	0.07	-11.10350 ***
Trade credit ratio	0.12	0.12	0.12	0.2542

Notes: This table presents summary tests for differences in means for revenue, balance sheet sum, capital structure and control variables. It is to be noted that the leverage ratio is not used in the regressions and is only shown as additional information. It is defined as the sum of all liabilities (interest and non-interest bearing) divided by total assets. ROA refers to return on assets. Data are annual periods from 2010-2014. *, **, *** Significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively.

Table III: Pearson's correlation matrix

	Debt ratio	Long-term debt ratio	Trade credit ratio	Family firm	Family firm x tangibility	Median industry leverage	Tangibility	ROA	Size	Age	Growth	Firm specific risk	Accounting standard
Debt ratio	1.00												
Long-term debt ratio	0.72 (0.00)	1.00 -											
Trade credit ratio	-0.03 (0.05)	-0.08 (0.00)	1.00 -										
Family firm	0.18 (0.00)	0.19 (0.00)	-0.00 (0.80)	1.00 -									
Family firm x tangibility	0.36 (0.00)	0.35 (0.00)	-0.12 (0.00)	0.85 (0.00)	1.00 -								
Median industry leverage	0.18 (0.00)	0.15 (0.00)	0.18 (0.00)	0.04 (0.01)	0.08 (0.00)	1.00 -							
Tangibility	0.43 (0.00)	0.39 (0.00)	-0.27 (0.00)	0.08 (0.00)	0.49 (0.00)	0.06 (0.00)	1.00 -						
ROA	0.00 (0.98)	0.07 (0.00)	-0.13 (0.00)	0.24 (0.00)	0.22 (0.00)	-0.02 (0.21)	0.07 (0.00)	1.00 -					
Size	-0.05 (0.00)	-0.03 (0.07)	0.17 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.06 (0.00)	-0.10 (0.00)	-0.02 (0.23)	1.00 -				
Age	-0.04 (0.03)	0.00 (0.81)	-0.02 (0.17)	0.22 (0.00)	0.20 (0.00)	-0.06 (0.00)	0.04 (0.02)	0.03 (0.12)	0.04 (0.03)	1.00 -			
Growth	0.00 (0.97)	-0.00 (0.97)	0.02 (0.30)	0.01 (0.49)	-0.01 (0.60)	-0.02 (0.31)	-0.03 (0.06)	0.15 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.01 (0.53)	1.00 -		
Firm specific risk	-0.09 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.03 (0.05)	-0.09 (0.00)	0.43 (0.00)	0.03 (0.11)	-0.00 (0.85)	1.00 -	
Accounting standard	0.03 (0.06)	0.02 (0.33)	0.01 (0.61)	0.00 (0.80)	0.00 (0.88)	0.03 (0.05)	0.03 (0.12)	0.00 (0.98)	-0.29 (0.00)	-0.01 (0.64)	0.00 (0.99)	-0.31 (0.00)	1.00 -

Notes: This table presents summary correlation for the capital structure, family, and control variables. The panel presents the correlation matrix for all 3,455 firm-year observations over the 5-years period from 2010-2014. *p*-Values are in parentheses.

Table IV: Regression output

Model	(1) RE	(2) RE	(3) RE	(4) RE	(5) Lagged tobit	(6) Lagged tobit	(7) Lagged tobit	(8) Lagged tobit
VARIABLES	Debt ratio	Long-term debt ratio	Debt ratio	Trade credit ratio	Debt ratio	Long-term debt ratio	Debt ratio	Trade credit ratio
Median industry leverage	0.425*** (0.0737)	0.227*** (0.0559)	0.426*** (0.0735)	0.220*** (0.0536)	0.440*** (0.0902)	0.208** (0.0832)	0.443*** (0.106)	0.256*** (0.0641)
Family firm	0.0585** (0.0250)	0.0339*** (0.00741)	0.0488** (0.0227)	0.00726 (0.00716)	0.0856*** (0.0266)	0.0714*** (0.0129)	0.122*** (0.0453)	0.00196 (0.00737)
Family firm x tangibility			0.0179 (0.0630)				-0.0654 (0.0921)	
Tangibility	0.174*** (0.0223)	0.118*** (0.0141)	0.164*** (0.0455)	-0.0357** (0.0143)	0.240*** (0.0368)	0.251*** (0.0316)	0.285*** (0.0709)	-0.0555*** (0.0119)
ROA	-0.186*** (0.0249)	-0.0235* (0.0131)	-0.186*** (0.0248)	-0.0685*** (0.0176)	-0.176*** (0.0400)	-0.0260 (0.0334)	-0.177*** (0.0527)	-0.0272 (0.0202)
Size	0.00938* (0.00482)	0.00313 (0.00253)	0.00921* (0.00472)	0.0215*** (0.00416)	0.00672 (0.00739)	0.00928 (0.00608)	0.00707 (0.00699)	0.0137*** (0.00427)
Age	-0.0213*** (0.00775)	-0.00719* (0.00420)	-0.0213*** (0.00772)	-0.00745 (0.00506)	-0.0168* (0.00923)	0.00318 (0.00520)	-0.0169* (0.00934)	-0.00575 (0.00474)
Growth	0.00915 (0.00617)	-0.00186 (0.00367)	0.00931 (0.00608)	0.00302 (0.00603)	0.0407*** (0.00993)	0.0109 (0.0164)	0.0405*** (0.00888)	-0.00364 (0.00681)
Firm specific risk	-4.77e-10*** (1.73e-10)	-1.14e-10*** (0)	-4.76e-10*** (1.73e-10)	-4.75e-10** (1.96e-10)	-5.16e-10 (7.20e-10)	-2.60e-10 (4.43e-10)	-5.15e-10 (4.70e-10)	-3.71e-10 (3.89e-10)
Accounting standard	-0.00179 (0.0228)	-0.00171 (0.0101)	-0.00149 (0.0229)	0.0190* (0.0108)	-0.0322 (0.0377)	-0.0363* (0.0217)	-0.0332 (0.0389)	0.0107 (0.0151)
Constant	-0.105 (0.106)	-0.0714 (0.0542)	-0.0968 (0.102)	-0.269*** (0.0840)	-0.142 (0.147)	-0.351*** (0.129)	-0.173 (0.155)	-0.113 (0.0838)
Observations	3,455	3,455	3,455	3,455	2,764	2,764	2,764	2,764
Number of firms	691	691	691	691	691	691	691	691
Adjusted R-squared	0.219	0.187	0.221	0.128	-	-	-	-

Note: This table presents the results of random-effect panel regressions (RE) in models I-IV and tobit regressions (Tobit) in models V-VIII of the family variables and control variables on debt ratio, long-term debt ratio and trade credit ratio. The Tobit models include lagged control variables which is the reason for the smaller number of observations. The results are for all 691 firms (3,455 firm-year observations / 2,764 firm-year observations) over five (four) fiscal years from 2010 (2011) through 2014. Robust standard errors corrected for clustering are in parentheses. *, **, *** Significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively.

Artikel 2: Family Firm Heterogeneity and Bank Debt: An Application of the F-PEC Scale

Abstract

Financial resources are the most critical and limiting resources in firms and having adequate access is a key challenge for family firms. The application for capital is a key task for a firm's top management and needs to be read in conjunction with the long-term strategy of the firm. Family firms seem to be structurally different in their financial decision making, which is why the present study examines dynamics in bank debt levels and its drivers with primary data of 98 German unquoted family firms of the year 2017. Contrary to prior research, the study includes a multidimensional measurement of family influence capturing power, experience and culture (F-PEC). The use of this F-PEC scale shows that the power dimension has a negative relationship to bank debt, whereas for experience and culture no significant relationship can be found. Further the results indicate that culture has a positive influence on bank debt levels under the condition of powerful family representation in the management board.

Introduction

According to the EU commission access to finance is one of the main challenges of European family firms (European Commission, 2015). Without sufficient financial resources, a firm cannot conduct its operations, cannot make necessary investments, or realize growth opportunities and may even put its own long-term existence at risk (Koropp et al., 2014; Molly et al., 2012). Thus, corporate finance has become a broadly discussed topic in family research (Michiels & Molly, 2017), e.g. strategic decisions such as succession (Kimhi, 1997) or diversification of the firm (Benito-Hernández et al., 2014). Family firm owners are seen as large undiversified owners being emotionally attached to their business and following risk avoidance and control enhancing policies (Chrisman et al., 2010; Gómez-Mejía et al., 2007). Their personal preferences concerning growth, risk, survival and ownership-control shape transaction costs in respect to lending and lead to a specific "peculiar financial logic" (Gallo et al., 2004). This is especially evident in Germany, a country well known for its bank-based financial system, where the house-bank is a major player in the financing of family

firms (Behr & Güttler, 2007), where stock markets are comparably undeveloped in comparison to Anglo-Saxon countries and where ownership is rather concentrated (Ampenberger et al., 2013).

The capital structure is expected to be a result of the before mentioned family influence and its consequences for the transaction costs between the family firm and the capital provider (Harris & Raviv, 1988). The Pecking Order Theory has been found to be especially suitable for private firms (Lappalainen & Niskanen, 2013; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). They seem to follow a distinct financing hierarchy along increasing transaction (information) cost for funding caused by enlarging information asymmetries. Thus, they prefer internal finance over bank debt or external equity, where they need to disclose information in order to reduce information gaps (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). However, as family firms are perceived as being reliable, stable and long-term oriented, information asymmetries might be even mitigated simply by their nature of being a family firm. In bank-based economies such as Germany, this results in long-lasting relationships to banks and mutual trust providing favorable access to debt funding (Berrone et al., 2012, Harhoff & Körting, 1998; Lehmann & Neuberger, 2001). Family influence can make banks even forego agreements on collateral (Thiele & Wendt, 2017).

According to Klein et al. (2005) the level of family influence can be differentiated via the three dimensions namely power, experience and culture. Variations in the levels of these dimensions can help to explain heterogeneity in family firms' decision making (Astrachan et al., 2002). Conversely, extant literature on capital structures in family firms comes along with a simplified dichotomization of family firms and non-family firms. Dummy variables are mostly crafted based on artificial thresholds of ownership stake or management board representation (Michiels & Molly, 2017). This is neither a multidimensional view nor accounts for heterogeneity and subsequently causes confusion in results and harms the reliability as well as the validity of the investigations (Astrachan et al., 2002; Carney, 2005; Chrisman & Patel, 2012; Sharma, 2008). For instance, a slight shift in thresholds for the dummy variable may change or even reverse regression coefficients (Villalonga & Amit 2006, p. 413). Maybe this explains why extant literature remains rather inconclusive with regard to the question whether family firms use more or less debt (Michiels & Molly, 2017). Differences

among family firms might be even more significant and worth a closer look (Chua et al., 2012).

The aim of the present study is to come up with more detailed insights on the effect of family influence on bank debt levels. More specifically family influence is examined as a potential driver of information asymmetries between the family firm and the lender, which in return might shape funding transaction costs and thus bank debt levels. Moreover, the article aims at complementing the traditionally one-dimensional research designs by capturing soft aspects like experience and culture and their effect on funding transaction costs. Applying a continuous measurement scale, this study addresses frequent calls in the literature to apply a nuanced measurement scale and to account for family firm heterogeneity as a potential explanation for dynamics in bank debt levels (Jaskiewicz & Dyer, 2017; Michiels & Molly, 2017; Steiger et al., 2015). This approach is supplemented by arguments from the pecking order theory (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Differences between family firms are measured with a multidimensional scale accounting for variations in power, experience and culture (F-PEC). The sample includes 98 German family firms which were contacted in 2017 to respond to the 13 F-PEC scale questions (see appendix) validated by Holt et al. (2010). Power is expected to negatively influence bank debt levels on the demand side due to family firms' risk avoidance and control considerations. Experience as a symbol for tradition, reliance and sustainability is expected to positively shape the supply of bank debt. Quite the similar is expected for family culture, since family values and the commitment of family members shape the reputation of external shareholders (Zellweger et al., 2010). First, a confirmative factor analysis is conducted to test whether the three factors power, experience and culture would emerge based on the questionnaire items. Afterwards the factor values are used in an OLS and in a tobit model. A battery of robustness checks as well as tests for potential biases in the sample secured the reliability of the results.

The study's results indicate that solely the power dimension has a significant effect on bank debt levels in the expected negative direction. This is in line with Ampenberger et al. (2013) and Schmid (2013) who found a negative effect of family management and show strong control considerations of German family owners. For experience and culture no direct effect could be observed. However, the approach to also examine interactions between aspects of power and culture brought an interesting insight. The

positive supply-side effect of the culture dimension is dependent on the level of management board participation.

This study contributes to the family firm literature in several ways. First, the approach takes a multidimensional view of family influence and accounts for firm heterogeneity with respect to variations of bank debt levels. The F-PEC scale has yet not been applied for corporate finance related issues. Second, as proposed by Cliff and Jennings (2005), the study takes a first view on the interplay between dimensions of the F-PEC scale. This is particularly interesting as a logical relationship between power, experience and culture might exist. For instance, family culture cannot prevail if no family member is active in the company or shapes the behavior of the family firm. Older firms or in other words experienced firms might show (family) ownership dispersion. Third, the sample examines the yet understudied group of large private family firms (Ampenberger et al., 2013). The results indicate that the empirical application of the F-PEC scale helps to grasp family firm heterogeneity as well as to explain variations in funding transaction cost and thus dynamics in capital structures. Moreover, they deliver a potential explanation for the rather diverse findings with regard to capital structures in family firms in previous studies.

Literature review and hypotheses development

In general, the application of debt can be regarded as a transaction leading to specific transaction costs between lender and borrower (Anderson et al., 2003). The basic assumptions for the presence of transaction costs are linked to the behavior of the involved parties. Theory suggests that actors behave opportunistically and have limited cognitive abilities leading to a distinct degree of irrationality (Coase, 1937). In practice, a potential debtor initially needs to convince banks to receive debt funding, as the lender is less informed about the financial shape of the borrower than the borrower itself leading to a distinct “shareholder-debtholder agency relationship” (Jensen & Meckling, 1976). At this point agency costs incur on both sides to solve this adverse selection issue. On the one hand the applicant will need to invest resources to compile financial information and needs to accept the provision of sensitive information such as liquidity, profitability or leverage ratios. On the other hand, the capital provider needs to dedicate resources to the examination of the received information. The credit screening process is usually based on past information and both parties are still left with a remaining degree of information asymmetry concerning

future loan performance (Andrieu et al., 2018). This agency problem may weaken credit availability, involves further costs for this external finance and hence directly affects the firms' funding (Myers, 1984; Shleifer & Vishny, 1997). For instance, the borrower could immediately change his risk preferences after the engagement of the debt provider. Borrowers thus may expropriate banks by gaining more margin from riskier projects, whereas the costs (e.g. bankruptcy costs) are borne by the debt claimant (shareholder-debtholder agency problem).

Family firms represent a special class of firms and seem to follow a "peculiar financial logic" as financial choices reflect both economic and non-economic considerations (Gallo et al., 2004, Gómez-Mejía et al., 2007). Most of the prior empirical studies dealt with listed companies. Large private firms have very rarely been studied despite of the fact that results based on listed firms cannot necessarily be transferred to the large share of private family firms (Steijvers & Voordeckers, 2009; Vandermaele & Vancouteren, 2015). Given the fact that financial data is difficult to obtain, large scale-evidences from private family firms are missing (Gottardo and Moisello, 2014; Thiele & Wendt, 2017).

The Pecking Order Theory by Myers (1984) as well as Myers and Majluf (1984) has been found to be especially suitable for private family firms (Lappalainen & Niskanen, 2013; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). According to this theory family firms follow a distinct hierarchy along increasing transaction costs caused by enlarging information asymmetries between capital supplier and the firm. The financing strategy needs to assure the survival and the independence of the firm as well as that ownership and management remain in family hands (Serrasqueiro et al., 2016). The loss of control aversion would family firms make prefer internally generated funds like retained earnings as they come with low information cost and control. In case of a financial deficit they would switch to debt and would use external equity only as a last resort (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Romano et al., 2001).

However, the literature remains inconclusive concerning the question how family firms' characteristics and preferences in general shape agency problems and thus their financial choice (Michiels & Molly, 2017; Schulze et al., 2003a). While Ampenberger et al. (2013), Mishra & McConaughy (1999) and Schmid (2013) found support for lower debt levels in family businesses, others found contrary results (Burgstaller & Wagner, 2015; Gottardo & Moisello, 2014; Thiele & Wendt, 2017). The determining

factors for capital structure were family management, control considerations, credit monitoring and risk-aversion. Ampenberger et al. (2013) showed a negative relationship between family management and debt levels arguing with the superior goal of independence and loss of control aversion. Therefore, family firms would rather avoid external capital.

Nevertheless, it remains a challenge to draw conclusions about the naturally heterogeneous group of family firms (Sharma et al., 1997). Family firms do not necessarily have identical interests, goals or preferences which causes their peculiarity (Kimhi, 1997). The lion's share of the extant studies took a 50 per cent threshold of family ownership or management board participation to categorize firms in family and non-family firms (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Molly et al., 2012; Steijvers & Voordeckers, 2009). The categorization as such follows the notion that family influence is additive and mainly exerted via "official" channels like top management, supervisory board or shareholder's meetings (Klein, 2000). This does not account for heterogeneity and reflects only one dimension of family influence (Sharma, 2008). Astrachan et al. (2002) state that family influence is multidimensional in nature and create the F-PEC scale. According to them family influence is exerted via (a) power, the influence via ownership, management and control; (b) experience, the gained knowledge, judgement, and intuition stemming from generational transfer; and (c) culture, the overlapping of family goals and business goals as well as the family's commitment to the firm (Astrachan et al., 2002; Holt et al., 2010). These dimensions can be measured via the continuous F-PEC scale in order to provide a more nuanced view on family firms and accounting for heterogeneity. One can find several studies applying only the power dimension or, in other words, the influence of ownership, management board participation and control on various dependent variables (Jaskiewicz et al., 2005; Koropp et al., 2014). Only a few reflect items from all three dimensions to draw conclusions about phenomena in family firms (Holt et al., 2010; Merino et al., 2015; Rutherford et al., 2008; Stubner et al., 2012; Sánchez-Marín et al., 2016). Whereas Holt et al. (2010) and Rutherford et al. (2008) examined and commented on the validity of the F-PEC scale, the scale has only yet been applied in three empirical articles. The research topics were internationalization (Merino et al., 2015), firm performance (Stubner et al., 2012) and tax aggressiveness in family firms (Sánchez-Marín et al., 2016). So far, the F-PEC scale has not been used in a capital structure study. Moreover, the F-PEC scale facilitates a multidimensional view and an

examination of a potential interplay of its dimensions as proposed by Cliff and Jennings (2005).

Family firms strive for independence, are reluctant to disclose financial information and aim at avoiding monitoring through a family external capital provider (Lappalainen & Niskanen, 2013; Poutziouris, 2001). Based on this notion private family firms seem to follow a pecking order and prefer internal over external financing in order to save information costs and to avoid losing control (Myers & Majluf, 1984). The power dimension of the F-PEC scale refers to the additive degree of control and presence of the family in the management board and governance board. The higher the power is, the more family driven is the financial choice of the family business. This leads to the first hypothesis:

H 1: The family power is negatively related to bank debt.

The second dimension experience refers to background the family has brought into the business over generations (Klein et al., 2005). It is assumed to be linked to relationship lending, which exists for family firms (Lehmann & Neuberger, 2001; Steijvers & Voordeckers, 2009). Knowledge and information transferred from one generation to the next should enhance trust and thus the relationship between banks and the family firm. Thinking in terms of transaction costs between borrower and lender, the long-term orientation, the reputation and the repeated personal contact might be seen as signaling and monitoring directly affecting agency costs (Jensen & Meckling, 1976). Looking from the supply side of debt, information asymmetries can be partially overcome due to a bonding between a family firm and its house-bank leading to a favorable and less strict provision of bank debt. This is especially evident in Germany as a bank-oriented economy where firms rather have long-term bank-customer relationships (Ampenberger et al., 2013; Lehmann & Neuberger, 2001). This may even lead to the notion that banks forego the arrangement of collaterals for securitization of their loans in case of family firms (Thiele & Wendt, 2017). Thus, it is assumed that information asymmetries can be reduced over longer periods of collaboration affecting the financing hierarchy in the sense of the pecking order theory.

H 2: The family experience is positively related to bank debt.

The last F-PEC scale dimension is aimed at grasping the culture, defined as the overlap of family goals and business goals as well as the family's commitment to the firm (Astrachan et al., 2002; Holt et al., 2010). Family involvement and its subsequent cultural identity may be recognized in business relationships with different stakeholders such as clients, suppliers or banks (Sageder et al., 2018; Zellweger et al., 2010). From the perspective of the debt holder, this can result in particular credit underwriting stances and pricing (Anderson et al., 2003; Lehmann and Neuberger, 2001; Ma et al., 2017). The underlying shareholder-debtholder agency relationship between banks and family firms is characterized by context-specific risk drivers as well as mitigants (Jensen & Meckling, 1976). The family culture may either promote aspects of reliability, transparency, stability and long-sightedness (Ang, 1992; Schmid, 2013) or it may signal prevailing self-control problems, expropriation intentions and excessive altruism (Schulze et al., 2003b; Steijvers & Voordeckers, 2009). Moreover, in terms of independency and sovereignty the family might not even strive for high debt levels especially when agency costs prevent them from turning away from internal finance resources. As indicated, relationship lending and the established long-term partnerships between family firms and their house-bank prevail and play an important and mitigating role (Harhoff & Körting, 1998; Lehmann & Neuberger, 2001). The culture of a family firm may be an important resource signaling integrity, honesty and reliability proven over many years in respective relationships and thus influencing debtholders' views (Crocì et al., 2011; Parmentier, 2011; Zellweger et al., 2010). In the context of Germany, the cultural aspects, including family members' commitment to the business, are expected to have a positive influence on loan attractiveness. Cultural aspects might also serve as signaling and monitoring in the light of agency costs (Jensen & Meckling, 1976). Similar to experience it is therefore expected that information asymmetries are reduced and subsequently the founding hierarchy affected.

H 3: The family culture is positively related to bank debt.

Looking at the three different dimensions and the developed hypotheses, one may argue that power and its components can represent a prerequisite for the other two dimensions. The power dimension provides a channel via which influence can be exerted, knowledge transferred and the family culture and its commitment be transmitted (Astrachan et al., 2002). In this vein, it is expected that management board participation as a component of the power dimension will especially deliver the most direct channel of family influence and represents a possibility of implementing the family goals and culture (Molly et al., 2018). Thus, power and experience could be interrelated in their effect on bank debt levels as one dimension might be bound to the other (Cliff & Jennings, 2005). Experience represents the family memory within the organization (Klein et al., 2005). It is gained from a succession process and the subsequent takeover of the next generation which is critical for the organization (Koropp et al., 2013). The uniqueness of family firms is that the founder and later generations try to keep the business in family hands in order to make sure that efforts of ancestors will not be destroyed by family external persons (Chrisman et al., 2005). With respect to finance, the active involvement of the family carrying experience and knowledge forward is expected to be important with regard to relationship lending, as personal bonds are constantly renewed and information asymmetries mitigated. The proximity between the family firm and the house-bank as well as the personal contact to the family might mitigate informational asymmetries (Steijvers et al., 2010). In other words, a decrease in family representation in the management board and thus a reduction of formal family influence would lead to a change in the firm's contact persons and their nimbus. This in return may put information asymmetries back at the non-family level. It is thus expected that family influence is a precondition for experience taking its full effect.

H 4: The relationship between experience and bank debt is moderated by the power dimension.

H 5: The relationship between experience and bank debt is moderated by management board participation.

Successful family firms tend to bring family values into their firm, which affects strategies, policies and business practices (Habbershon & Williams, 1999; Habbershon et al., 2003). A precondition for a family-oriented organizational culture is that family values and business values are aligned and that family members show their loyalty and commitment to the business (Ward, 2004; Zahra et al., 2008). The organizational identity as a cognitive view of the organization needs to be unique in the sense that it carries the beliefs of the family (Zellweger et al., 2010). The creators of the F-PEC scale state that key people from the family, their politics, communication style, conflict management and other preferences shape the culture (Klein et al., 2005). To put it differently, without a formal involvement of key persons in the management and governance bodies of an organization it might be difficult to ensure the transfer between the family and the business sphere. Following that it is expected that family influence is also a precondition for culture taking its full effect. The following two hypotheses are derived.

H 6: The relationship between culture and bank debt is moderated by the power dimension.

H 7: The relationship between culture and bank debt is moderated by management board participation.

Dataset and Methodology

Sample

The present study exclusively used archival financial data of large, unquoted firms and their responses to a countrywide survey in Germany (F-PEC scale 13 items) that the author conducted from June to October 2017. During the survey period, 1,491 firms were contacted. The invitation clearly stated that the questions should be answered by a family person who was an executive, which is in line with the commonly used key informant approach (Kumar et al., 1993). The survey was closed on October 31st of 2017 with a total number of 109 responses. That corresponds to an overall response rate of 7.3 %. Certainly, this response rate is rather low but in line with other empirical studies in the field (Rutherford et al., 2008; Sánchez-Marín et al., 2016). The process

of matching the survey data and the annual accounts showed several observations with missing financials, which is why 11 cases were excluded, yielding 98 complete firm observations. The corresponding financial data was retrieved from Euler Hermes SA. The years 2016 and 2015 have been intentionally chosen as these are the financial years being closest to the date of the survey. In addition, the survey data showed a small number of missing answers. However, the disposal of observations with missing values would have led to a further 17 % drop in observations and hence to 81 remaining cases. In line with Wooldridge (2002), the missing values were imputed with sample mean values of the respective variables (mean imputation), and 98 observations remain in the final sample. The lion share of observations is from the manufacturing industry (42.86 %), followed by wholesale (27.55 %) and construction (13.27 %). The industry composition is not structurally different from other capital structure studies (González et al., 2013; Molly et al., 2012). The sample consists of unlisted German firms that fell into the definition of large corporations according to the German commercial code. The data excludes financial, insurance, holding, cooperatives firms with a public shareholder and firms with the personal liability of an individual to avoid biases (Ampenberger et al., 2013; Burgstaller & Wagner, 2015).

Measurement and Variables

The dependent variable is the bank debt ratio, which corresponds to the amount of bank debt scaled by total assets. The control variables are commonly used controls for estimating debt levels (Frank & Goyal, 2009). They consist of tangibility ((sum of assets - intangible assets)/total assets), profitability (EBITDA/total assets), size (logarithmized revenues), firm age (logarithmized age), sales growth (year-on-year growth revenues of financial year 2015 and 2016) and payout ratio (dividends/total assets). The independent variables are intended to grasp different dimensions of family influence. Based on the resource-based view (Habbershon & Williams, 1999), the F-PEC scale operationalizes family influence with a multidimensional and continuous scale (Cliff & Jennings, 2005). The measure was developed by Astrachan et al. (2002) and Klein et al. (2005) and includes three factors of family influence forming the overall degree of family influence. The dimensions consist of (a) power, the influence via ownership, management and control; (b) experience, the gained knowledge, judgement, and intuition stemming from generational transfer; and (c) culture, the overlapping of family goals and business goals as well as the family's commitment to

the firm. The calculation of the *power* dimension is in accordance with Klein (2000), who interprets the single power items as additive elements enhancing the overall level of power exerted by the family. It is to be noted that this study accounts for the two-tier system in Germany, which is why a combined ratio of management board participation and supervisory board participation has been calculated for the factor analysis. The experience dimension was calculated using the approach of Astrachan et al. (2002) and Klein et al. (2005). They call for the consideration of diminishing marginal experience transferred with increasing generations. Family business experience is understood as an exponential function. Hence, the first generation has zero experience, the second 0.5, the third 0.75, and the fourth 0.875. The experience value is the firm individual mean across the three generational items. The culture value is also a firm individual mean across the seven cultural items. In the next step, the values of the survey items were z-transformed in order to enhance comparability. The respective variable definitions can also be taken from Table 1.

[Insert Table 1]

Two different methods are used in the analytical part of the study. At first, the z-transformed 13 single survey items are taken to conduct a confirmatory factor analysis. After the factor analysis, the measures are used to estimate bank debt levels. In order to ensure the robustness of the results, both OLS and tobit estimators have been applied. The tobit estimator especially accounts for the fact that the underlying data is censored at zero, meaning that the bank debt rate as a ratio cannot be lower than zero or higher than one (Cameron & Trivedi, 2009). Fifteen of the 98 companies showed zero debt. The estimations are done with the following regression model:

$$Y_i = \alpha + \beta F_i + \delta C_i + \varepsilon_i$$

where F_i contains the three dimensions of the F-PEC scale (calculated as described above) or the factor values after the factor analysis. C_i represents the controls as described earlier.

Investigation of Potential Biases

To address a potential non-response bias (Kanuk & Berenson, 1975; Oppenheim, 2000), the structural differences between the responding and 1,102 non-responding firms were tested with regard to industry, age, turnover and balance sheet sum. No systematic difference could be identified, and hence a non-response bias was excluded. It is notable that the number is slightly lower than the actual number of non-responding firms due to the availability of financial data. By using the non-parametric Kolmogorov-Smirnov test and the Mann-Whitney U-test, it could also be shown that there are non-significant differences between early and late responses in the given survey (Armstrong & Overton, 1977). The variance inflator factor (VIF) as a measure of multicollinearity was favorable with mean value of 1.22 and showed that multicollinearity is not an issue in the given dataset. Single values for the respective variables also did not indicate any individual multicollinearity issues.

Empirical results

Univariate Statistics

[Insert Table 2]

Table 2 provides an overview about the univariate statistics. The average bank debt ratio is 16 percent and in line with previous capital structure studies (Baek et al., 2016; Thiele & Wendt, 2017). The mean management board participation is between 55 percent and 60 percent, which shows that the sample does not only include companies exclusively managed by the family. The average age of the family firms is quite high with almost 62 years, which is not surprising looking at the expected long-term orientation. The average size in revenues shows that the study aims at looking at large companies.

Factor Analysis

First, the internal consistency and reliability of the F-PEC scale dimensions were tested with the help of Cronbach's alpha (Cronbach, 1951). It is significant that power is the only dimension showing a low internal consistency (0.257). This is due to the fact that

in practice, high family ownership does not necessarily go along with strong family representation either via management board or supervisory board. As described in the methodology section, a factor analysis was conducted, which is shown in Table 3.

[Insert Table 3]

Before starting with the factor analysis, the data was checked regarding appropriateness (Wooldridge, 2002). The Kaiser-Meyer-Olkin criterion, a measure for sampling adequacy, shows a middling value (0.733). This provides an adequate basis for the extraction of meaningful factors. The factor extraction was done with the principal components analysis, which was deemed the most appropriate method for the study. For robustness reasons, the principal factor and iterated principal factor methods were conducted and indicated the emergence of the same three factors as well (unreported). The Kaiser Eigenvalue criterion states that factors need to have at least an Eigenvalue of 1 to be considered a reliable factor to a construct. The scree test indicated three reliable factors since there is a kink after the first three factors, showing a remarkable decline of additional variance explained through the subsequent factor. The extraction of factors was done with an oblique promax rotation in order to account for the suggested interplay between the three dimensions of family influence (Wooldridge, 2002). In conclusion, on the basis of the given survey data, the three original F-PEC scale factors according to power, experience and culture emerged (Table 3). The respective factor values for every single firm were calculated as an alternative for the other dimension values, as proposed by Astrachan et al. (2002) and Klein et al. (2005).

[Insert Table 4]

Table 4 shows a high correlation between the calculated F-PEC scale values for power, experience and culture and the respective factors' values. It provides evidence that factors have been decently extracted from the data. Looking at the univariate relationships resulting from the variables of interest, only the experience dimension seems to be significantly correlated to debt levels.

Regression Analysis

Before conducting the regression analysis, the data was checked for outliers, homoscedasticity and multicollinearity. While outliers and multicollinearity could not be observed, the subsequent regressions accounted for heteroscedastic residuals. Hence, the analyses were done with robust (White) standard errors. The results of the regression analyses are shown in Tables 5-7.

[Insert Table 5]

The models in Table 5 do not study the interplay of dimensions and are separated with regard to the estimation approach (OLS and tobit). The first of each of the regressions only included control variables; the second the F-PEC scale values according to Holt et al. (2010); and the third column the calculated factor values. Hypotheses 1, 2 and 3 are tested in Table 5, which only provides support for H 1 stating that the power dimension has a negative impact on debt levels. It can be taken from the table that the result is robust in terms of the estimation method applied, as well as the calculation of the variables of interest. No support can be identified for experience and culture.

[Insert Table 6]

Tables 6 and 7 deal with the interplay of the power and experience or culture. Table 6 studies H 4 and H 5. Models 1 and 2 lend additional support for the significant and negative effect of power regardless of the definition. However, the interaction of power and experience is not significant with respect to debt levels. The interaction of management board participation (models 3 and 4) as a sub-element of the power dimension does also not yield a significant impact according to Table 6. Furthermore, it can be taken from Table 6 that the negative effect of power is expected to be driven by management board participation and supervisory board participation. Family ownership shows no effect on debt levels. This may be attributed to the rather low internal consistency of the power factor, which is driven by low variance in the ownership levels across the dataset as mentioned in the factor analysis. Management and supervisory board participation seem to be the driving elements of the power dimension. Table 7 refers to H 6 and H 7, which studies the interplay between power

and culture, whereas the models 3 and 4 again examine the special case of management board participation.

[Insert Table 7]

Table 7 indicates that power as a whole dimension does not moderate the effect of culture on debt levels as supposed by H 6. Nevertheless, the more detailed view on the element of management board participation shows a moderating effect. As stated in H 7, the family share in the management board of the firms drives the effect of culture on debt levels (models 3 and 4).

[Insert Graph 1]

Graph 1 shows the result of the analysis at different margins of the moderator “management board participation.” For comparably low levels of management board participation, the effect of culture on debt levels is negative and changes into a positive direction between the 25th and 75th percentile. The slope is slightly steeper for values higher than the 75th percentile. An analysis of the significance of management board participation at different margins indicates that the interaction effect is not continuously significant. The moderator shows a significant negative effect on the relationship at the 10th percentile and at the 25th percentile. At the 50th percentile, the moderation becomes insignificant and turns into a positive significant influence between the 50th percentile and the 75th percentile. Graph 2 provides an overview about all hypotheses and results of this study.

[Insert Graph 2]

Discussion

Family firms are not homogenous and follow distinct financial preferences. In order to study different financial structures and their drivers, the study takes a multidimensional view and applies the F-PEC scale. Taking this well-established and relevant scale provides the advantage of distinguishing between dimension-specific

effects and interactions between different channels of family influence. This is of special importance since heterogeneity among family firms might be even larger than between family and non-family firms (Chua et al., 2012).

The results of the study are in line with the majority of extant capital structure studies because they support the negative relationship between family influence via power elements such as management board and supervisory board representation. It is to be noticed that prior studies have largely referred to family ownership and management board participation and thus have more or less unconsciously examined aspects of the F-PEC scale power dimension. However, the results of prior studies were mixed regarding these power items, which can be attributed to different family firm definitions, operationalizations institutional contexts and samples. The present study with its focus on private firms in a bank-based economy like Germany is consistent with a large scale of comparable studies in respect to subdimensions of power (Ampenberger et al., 2013, López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Romano et al., 2001; Schmid, 2013). The results regarding the power dimension provide support for the pecking order theory and arguments like risk aversion, avoidance of lender monitoring and independence aspirations (Ampenberger et al., 2013). Regarding a possible generational effect, the study supports the findings of Burgstaller and Wagner (2015), who could not find any relationship to debt levels. Apparently, leverage across generations does not necessarily change, and founding generations do not behave systematically different than descending generations and do not get a bonus for accumulated experience and proven stability.

Furthermore, the study comes up with a possible explanation for various studies that found higher debt levels in family firms (Burgstaller & Wagner, 2015; Gottardo & Moisello, 2014; Thiele & Wendt, 2017), as it shows a positive relationship between culture and debt levels under the condition of sufficient management board representation. This moderating effect is particularly interesting as it underlines the supply-side argument of family firm identity (Zellweger et al., 2010), mitigating agency problems to banks under sufficient family involvement (Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2010). The results are robust regardless of the estimation technique or the F-PEC scale calculation applied. In addition, the indirect effect of culture, including family values and commitment, is in line with the conclusion of

Koropp et al. (2014), who suggest that family norms determine the capital structure chosen.

The results indicate that family firm heterogeneity plays an important role in bank debt dynamics. However, the study's results further suggest that the level of ownership is not related to bank debt but that family participation via management and/or the supervisory board drives the negative relationship. As suggested by Cliff & Jennings (2005), the interplay between dimensions of family influence needs special attention. Accordingly, the moderation analysis of the relationship between the power and the culture dimensions yielded the most valuable and interesting insights in this study. Whereas the dimensions of experience and culture could not be related to changes in bank debt on a stand-alone basis, the effect of culture was found to be dependent on the level of management board participation of family members. Aside from differences in significance, the effect of culture also seems to change its direction according to different levels of management board participation.

Despite of a rather similar argumentation for a positive effect of culture and experience on bank debt levels, it turned out after the empirical testing that the two dimensions might not work as similar as expected. Whilst culture seem to be dependent on the level of management board participation, experience shows neither a direct effect nor a moderated effect. The time component which is primary related to experience, as knowledge is accumulated across generations, is apparently insufficient to drive expected supply side effects. Nevertheless, the time component might be somehow included in the cultural dimension as well, as it is expected to influence the overlap of business and family goals and family commitment over the existence of the family firm.

First, the result supports the suggestion that the cultural dimension of the F-PEC scale, namely the overlap of family and business goals as well as the family's commitment, can be noticed by lenders and appreciated if and only if the family exerts sufficient power to implement and enforce its culture (Sageder et al., 2018). The moderation analysis indicates that at lower degrees of power (Graph 1), the family culture is perceived critically by lenders. The reason for this notion may be suggested by the higher potential for conflicts of interest and information asymmetries between the family and the management. The lender relationship between family firms and their house-bank is based on trust, reliance and long-term relations, which may be impaired

if the family has a rather low influence via the formal channels of power. Contrarily, family firms receive a benefit from banks for showing a high degree of value overlap and commitment. It clearly affects the borrower-lender relationship in terms of information asymmetries (Anderson et al. 2003; Croci et al., 2011; Hiebl, 2012). A potential lack of trust could be mitigated through signaling (in the sense of the agency theory) with the help of a family culture that is actually put in place in the case of sufficient family management board participation. As the moderation analysis is based on a multiplication, it remains at least partly in question whether culture could also vice versa be a precondition for a positive effect of power and its items. Thus, an alternative explanation could be that power itself may not convince debt providers of the trustworthy family firm character and needs to be supplemented by aspects of culture in order to reduce information asymmetries (see Table 7). The overlap of family values and the commitment of family members to the business could be a necessary condition for potential debt suppliers to trust in the firm and hence provide to funds.

As stated in the literature, the results of capital structure studies are not fully conclusive. Purely looking at small private firms or large quoted firms' structural elements leaves out the special case of professionalized family firms that have not opened up to equity markets. Moreover, a unidimensional approach looking at ownership, management board and supervisory board, for instance, might be misleading. Different past studies argued their negative relationship between power items and debt levels by purely demand-driven arguments (Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013). Especially in Germany where relationship lending plays an important role (Harhoff & Körting, 1998), the picture needs to be completed by supply-side arguments that enhance the attractiveness of debt for family firms. A culture that is actually put in place in the firm may influence the perception of stakeholders such as banks (Zellweger et al., 2010). The initially negative effect of power and its empirically tested relationship with cultural aspects shows that it is worth digging deeper into the different aspects of family influence and their interplay. Looking at previous capital structure studies, the partly explorative character of this study with respect to soft facts like experience and culture provide a good starting point for further investigations. These investigations might further examine the identified differences of culture and experience with respect to debt levels, which exist despite of their partly common ground time.

The study contributes to the family firm literature in several ways. First, by using the F-PEC scale the study addresses family firm heterogeneity and avoids a one-dimensional proxy. Second, as proposed by Cliff and Jennings (2005), the interplay between different dimensions of the F-PEC scale is empirically tested by integrating a moderation analysis yielding interesting results. These results deliver a first exploratory basis for further application of the F-PEC scale with respect to finance topics. Third, the sample used deviates from commonly used samples because it benefits from a unique and private dataset including the yet understudied class of large private family firms. Fourth, the yet contradicting results for power and culture moderated by management board participation may serve as a potential explanation for mixed results in the literature and path the way for further assessment of deviating demand and supply-side arguments in family firm financing. A future avenue of research in respect to finance might capture the soft factors like experience and culture and examine how these are being recognized by different lenders of capital.

Lastly, the findings may also have some practical implications for family firms. The negative relationship between power and debt levels generally supports the notion to forgo growth opportunities for family firms when external capital is needed. On the other hand, due to their culture, family firms with a high share of family members in the management board may benefit from the supply of debt. The trustful partnership with house-banks can be used to realize innovation and promising investments when internally generated funds are fully exhausted.

Conclusion

This study took the F-PEC scale as a means of measurement derived from the home-grown concept of familiness to explain dynamics in the bank debt levels. A sample of 98 German large private family firms was used to study the hypothesized directions of the three dimensions of family influence and their interplay by using financial data from the years 2015 and 2016. The results lend support for a negative relationship between the power dimension and debt levels, which can, among others, be explained by risk avoidance of family firms and less need for the disciplining effect of debt when the level of power is rather high. Moreover, the study indicates that culture positively affects debt levels when family management board representation is rather high. This can be explained by supply-side arguments suggesting that information asymmetries

between family firms and their lenders can be influenced due to their reliability and long-term orientation.

The paper has some limitations and further potential which might be addressed by other researchers in the future. First, a higher observation number would help in obtaining more insights into family firms' financial structures, but is hard to achieve for large private firms. These firms are usually asked to join surveys very often and are difficult to convince to participate. Nevertheless, in even a small sample, significant and robust results could be achieved and a non-response bias excluded. Second, the F-PEC scale values have been obtained by means of a survey which relied on self-reporting and a key informant approach. However, this approach is a common approach in quantitative research and represents the general notion of the firm. Certainly, a qualitative study design incorporating a multi-respondent design might shed additional light on intra-family dynamics. It is difficult to distinguish between supply-side and demand-side arguments in a pure quantitative research design. Hence, a qualitative design could also give the opportunity to provide better evidence for demand and supply side arguments by directly integrating capital providers and their perceptions. Third, due to the survey design, only cross-sectional data could be used for the analysis. Nevertheless, the independent variables usually do not vary that much from year to year, and hence, the results are deemed to be unbiased in this respect. Future research could collect F-PEC scale values at different points in time to study the effect of changes in a longitudinal design.

References

- Ampenberger M, Schmid T, Achleitner AK, Kaserer C (2013) Capital structure decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy. *Rev Manag Sci* 7:247-275
- Anderson RC, Mansi SA, Reeb DM (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt. *J Financ Econ* 68:263-285
- Andrieu G, Stagliano R, Van der Zwan P (2018) Bank debt and trade credit for SMEs in Europe: firm-, industry-, and country-level determinants. *Small Bus Econ* 51:245-264
- Ang JS (1992) On the theory of finance for privately held firms. *J Entrep Financ* 1:185–203
- Armstrong JS, Overton TS (1977) Estimating Nonresponse Bias in Mail Surveys. *J Mark Res* 14:396-402
- Astrachan JH, Klein SB, Smyrnios KX (2002) The F-PEC Scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Fam Bus Rev* 15:45-58
- Baek HY, Cho DD, Fazio PL (2016) Family ownership, control and corporate capital structure: An examination of small capitalization public firms. *J Fam Bus Manag* 6:169-185
- Behr P, Güttler A (2007) Credit risk assessment and relationship lending: An empirical analysis of German small and medium-sized enterprises. *J Small Bus Manag* 45:194-213
- Benito-Hernández S, Priede-Bergamini T, López-Cózar-Navarro C (2014) Factors determining exportation and internationalization in family businesses: The importance of debt. *South Afr J Bus Mang* 45:13-25
- Berrone P, Cruz C, Gómez-Mejía L (2012) Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches and Agenda for Future Research. *Fam Bus Rev* 25:258-279
- Burgstaller J, Wagner E (2015) How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? *J Risk Financ* 61:73-101
- Cameron AC, Trivedi PK (2009). *Microeconometrics Using Stata*. TX: Stata Press Books, College Station.
- Carney M (2005) Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrep Theory Pract* 29:249-265

- Chrisman JJ, Chua JH, Steier L (2005). Sources and consequences of distinctive familiness: An introduction. *Entrep Theory Pract* 29:237-247
- Chrisman JJ, Kellermann FW, Chan KC, Liano K (2010). Intellectual foundations of current research in family business: an identification and review of 25 influential articles. *Fam Bus Rev* 23:9-26
- Chrisman JJ, Patel PC (2012) Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: behavioural agency and myopic loss aversion perspectives. *Acad Manag J* 55:976-997
- Chua JH, Chrisman JJ, Steier LP, Rau SB (2012) Sources of heterogeneity in family firms: An introduction. *Entrep Theory Pract* 36:1103-1113
- Cliff JE, Jennings PD (2005) Commentary on the multidimensional degree of family influence construct and the F-PEC measurement instrument. *Entrep Theory Pract* 29:1-36
- Coase RH (1937) The Nature of the Firm, *Economica* 4:386-405
- Croci E, Doukas JA, Gonenc H (2011) Family control and financing decisions. *Eur Financ Manag*, 17:860–897
- Cronbach LJ (1951) Coefficient alpha and the internal structure of tests. *Psychometrika*, 16: 297-334
- Frank MZ, Goyal VK (2009) Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financ Manag* 38:1-37
- European Commission (2015) Promoting entrepreneurship: Family business – Main challenges faced by family firms. http://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family-business/index_en.htm (18.4.2019)
- Gómez-Mejía LR, Takács Haynes K, Núñez-Nickel M, Jacobson KJL, Moyano-Fuentes, J (2007) Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms. Evidence from Spanish olive oil mills. *Adm Sci Q* 52:106-37
- González M, Guzmán A, Pombo C, Trujillo MA (2013) Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *J Bus Res* 66:2308-2320
- Gottardo P, Moisello AM (2014) The capital structure choices of family firms: Evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Manag Financ* 40:254-275
- Habbershon TG, Williams ML (1999) A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Fam Bus Rev* 12:1-25
- Habbershon TG, Williams ML, MacMillan IC (2003) A unified systems perspective of family firm performance. *J Bus Ventur* 18:451-465

- Harhoff D, Körting T (1998) Lending relationships in Germany—Empirical evidence from survey data. *J Bank Financ* 22:1317-1353
- Harris M, Raviv A (1991) The Theory of Capital Structure. *J Financ* 46:297-355
- Hernández-Cánovas G, Martínez-Solano P (2010) Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system. *Small Bus Econ* 34:465-482
- Hiebl MRW (2012) Peculiarities of financial management in family firms. *Int Bus Econ Res J* 11:315-322
- Holt DT, Rutherford MW, Kuratko DF (2010) Advancing the field of family business research: Further testing the measurement properties of the F-PEC. *Fam Bus Rev* 23:76-88
- Jaskiewicz P, Dyer WG (2017) Addressing the elephant in the room: Disentangling family heterogeneity to advance family business research. *Fam Bus Rev* 30:11-118
- Jaskiewicz P, González V, Menéndez S, Schiereck D (2005) Long-run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses. *Fam Bus Rev* 18:179-202
- Jensen M, Meckling W (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *J Financ Econ* 3:305-360
- Kanuk L, Berenson C (1975) Mail surveys and response rates: A literature review. *J Mark Res* 12:440-453
- Kimhi A (1997) Intergenerational succession in small family business: Borrowing constraints and optimal timing of succession. *Small Bus Econ* 9:309-318
- Klein S (2000) Familienunternehmen—Theoretische und empirische Grundlagen, Wiesbaden: Gabler Springer
- Klein S, Astrachan JH, Smyrnios KX (2005) The F-PEC scale of family influence: construction, validation, and further implication for theory. *Entrep Theory Pract* 29:321-339
- Koropp C, Grichnik D, Gygax A (2013) Succession financing in family firms. *Small Bus Econ* 41:315-334.
- Koropp C, Kellermanns FW, Grichnik D, Stanley L (2014) Financial decision making in family firms: An adaptation of the theory of planned behavior. *Fam Bus Rev* 27:307-327
- Kumar N, Stern LW, Anderson JC (1993) Conducting interorganizational research using key informants. *Acad of Manag J* 36:1633-1651

- Lappalainen J, Niskanen M (2013) Behavior and attitudes of small family firms towards different funding sources. *J Small Bus Entrep* 26:579-599
- Lehmann E, Neuberger D (2001) Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany. *J Econ Behav Organ* 45:339-359
- López-Gracia J, Sánchez-Andújar S (2007) Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms. *Fam Bus Rev* 20:269-287
- López-Gracia J, Sogorb-Mira F (2008) Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Bus Econ* 31:117-136
- Ma L, Ma S, Tian G (2017) Corporate opacity and cost of debt for family firms. *Eur Account Rev* 26:27-59
- Merino F, Monreal-Pérez J, Sánchez-Marin G (2015) Family SMEs' internationalization: Disentangling the influence of familiness on Spanish firm's export activity. *J Small Bus Manag* 53:1164-1184
- Michiels A, Molly V (2017) Financing decisions in family business: A review and suggestions for developing the field. *Fam Bus Rev* 30:369-399
- Mishra CS, McConaughy DL (1999) Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrep Theory Pract* 23:53-64
- Molly V, Laveren E, Jorissen A (2012) Intergenerational differences in family firms: Impact on capital structure and growth behavior. *Entrep Theory Pract* 36:703-725
- Molly V, Uhlander LM, De Massis A, Laveren E (2018) Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Bus Econ*, forthcoming, <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0058-9>
- Myers SC (1984) The capital structure puzzle. *J Financ* 39:574-592
- Myers SC, Majluf NS (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *J Finan Econ* 13:187-221
- Oppenheim AN (2000) *Questionnaire Design, Interviewing and Attitude Measurement: New Edition*. London: Continnum-3PL
- Parmentier M (2011) When David met Victoria: Forging a strong family brand. *Fam Bus Rev* 24:217-232
- Poutziouris, PZ (2001) The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Fam Bus Rev* 14:277-291
- Romano CA, Tanewski GA, Smyrnios KX (2001) Capital structure decision making: A model for family business. *J Bus Ventur* 16:285-310

- Rutherford MW, Kuratko DF, Holt DT (2008) Examining the link between ‘familiness’ and performance: Can the F-PEC untangle the family business theory jungle? *Entrep Theory Pract* 32:1089-1109
- Serrasqueiro Z, Nunes PM, Da Silva JV (2016) The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms’ Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Rang Plann* 49:723-754
- Sageder M, Mitter C, Feldbauer-Durstmüller B (2018) Image and reputation of family firms: a systematic literature review of the state of research. *Rev Manag Sci* 12:335–377
- Sánchez-Marín G, Portillo-Navarro MJ, Clavel JG (2016) The influence of family involvement on tax aggressiveness in family firms. *J Fam Bus Manag* 6:143-168
- Schmid T (2013) Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *J Bank Financ* 37:257-272
- Schulze WS, Lubatkin MH, Dino RN (2003a) Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Acad Manag J* 46:179-194
- Schulze WS, Lubatkin MH, Dino RN (2003b) Toward a theory of agency and altruism in family firms. *J Bus Ventur* 18:473-490
- Sharma P (2008) Commentary: Familiness: Capital stocks and flows between family and business. *Entrep Theory Pract* 32:971-977
- Sharma P, Chrisman JJ, Chua JH (1997) Strategic Management of the Family Business Past Research and Future Challenges. *Fam Bus Rev* 10:1-35.
- Shleifer A, Vishny RW (1997) A survey of corporate governance. *J Financ* 52:737-783
- Steiger T, Duller C, Hiebl RW (2015) No consensus in sight: An analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *J Enterprising Cult* 23:25-62
- Steijvers T, Voordeckers W (2009) Private family ownership and the agency costs of debt. *Fam Bus Rev* 22:333-346
- Steijvers T, Voordeckers W, Vanhoof K (2010) Collateral, relationship lending and family firms. *Small Bus Econ* 34:243-259.
- Stubner S, Blarr WH, Brands C, Wulf T (2012) Organizational ambidexterity and family firm performance. *J Small Bus Entrep* 25:217-229

- Thiele FK, Wendt M (2017) Family firm identity and capital structure decisions. *J Fam Bus Manag* 7:221-239
- Vandermaele S, Vancauteran M (2015) Nonfinancial Goals, Governance and Dividend Payout in Private Family Firms. *J Small Bus Manag* 53:166-182.
- Villalonga B, Amit R (2006) How do ownership, control and management affect firm value? *J Financ Econ* 80:385-417.
- Ward, JL (2004) *Perpetuating the Family Business: 50 Lessons Learned from Long-lasting Successful Families in Business*, Macmilian, Houndmills
- Wooldridge, JM (2002) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press, Cambridge, MA
- Zahra SA, Hayton JC, Neubaum DO, Dibrell C, Craig J (2008) Culture of family commitment and strategic flexibility: the moderating effect of stewardship. *Entrep Theory Pract* 32:1035-1054.
- Zellweger TM, Eddleston KA, Kellermans FW (2010) Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity. *J Fam Bus Strateg* 1:54-6

Table 1: Variable definitions

Variable	Definition
<i>Dependent variable</i>	
Bank debt ratio	Bank debt/total assets
<i>Variables of interest</i>	
Management board participation	Share of family managers in top management
Power (F-PEC)	Additive value of family ownership and board participation (Management Board and/or Supervisory Board); formula according to Klein (2000)
Experience (F-PEC)	1st generation = 0; 2nd generation = 0.5; 3rd generation = 0.75, diminishing marginal knowledge transfer according to Astrachan et al. (2002) and Klein et al. (2005)
Culture (F-PEC)	Individual mean of standardized answers of experience items (7–13)
Factor I (Culture)	Firm individual factor values for culture dimension after factor analysis
Factor II (Experience)	Firm individual factor values for experience dimension after factor analysis
Factor III (Power)	Firm individual factor values for power dimension after factor analysis
<i>Controls</i>	
Tangibility	Tangible assets/total assets
Profitability	EBITDA/total assets
Size	Logarithmized revenues
Age	Logarithmized firm age
Sales growth	Year-on-year growth of revenues (2015 & 2016)
Payout ratio	Dividends/total assets

Table 2: Descriptive statistics of all applied variables

Variables	Mean	Median	Min	Max	Standard Deviation
Bank debt ratio	0.16	0.11	0.00	0.72	0.17
Management board participation	13.01	12.00	1.00	22.00	7.58
Power (F-PEC)	0	0.17	-6.60	1.42	1.51
Experience (F-PEC)	0	0.10	-1.55	1.47	0.83
Culture (F-PEC)	0	0.20	-3.20	0.67	0.74
Tangibility	0.55	0.58	0.06	0.98	0.21
Profitability	0.08	0.08	-0.23	0.27	0.08
Size (Revenues in €m)	366	158	1.86	5,996	610
Age	61.80	47.00	2.00	237.00	46.34
Sales growth	0.03	0.01	-0.25	1.18	0.16
Payout ratio	0.02	0.01	0.00	0.12	0.03

Notes: The values are the result of different percentage classes. 1 corresponds to 0 percent, 2 corresponds to 1–5 percent; this goes up in 5 percent steps up to 22, which corresponds to 100 percent. 12 corresponds to 51 percent–55 percent.

Table 3: Factor analysis

Factors

Factor	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Factor I (Culture)	3.96	1.74	0.33	0.33
Factor II (Experience)	2.22	0.93	0.18	0.51
Factor III (Power)	1.29	.	0.11	0.62

Factor loadings

Variable	Factor 1 (Culture)	Factor 2 (Experience)	Factor 3 (Power)	Uniqueness
Power item 1			0.62	0.57
Power item 2			0.82	0.32
Experience item 1		0.90		0.17
Experience item 2		0.74		0.32
Experience item 3		0.83		0.32
Culture item 1	0.57			0.59
Culture item 2	0.76			0.34
Culture item 3	0.87			0.25
Culture item 4	0.78			0.39
Culture item 5	0.80			0.36
Culture item 6	0.65			0.56
Culture item 7	0.74			0.46

Notes: Principal-component factors with oblique promax rotation; blanks represent loadings below 0.

Table 4: Pearson's correlation matrix

	Power (F-PEC)	Experience (F-PEC)	Culture (F-PEC)	Power Factor	Experience Factor	Culture Factor	Bank Debt Ratio	Tangibility	Profitability	Size	Age	Sales growth	Payout Ratio
Power (F-PEC)	1.00												
Experience (F-PEC)	0.11 (0.29)	1.00											
Culture (F-PEC)	0.09 (0.39)	0.08 (0.42)	1.00										
Power Factor	0.95 (0.00)	0.12 (0.24)	0.08 (0.42)	1.00									
Experience Factor	0.08 (0.41)	0.99 (0.00)	0.10 (0.33)	0.07 (0.49)	1.00								
Culture Factor	0.08 (0.44)	0.09 (0.39)	1.00 (0.00)	0.06 (0.55)	0.11 (0.28)	1.00							
Bank Debt Ratio	-0.10 (0.34)	-0.18 (0.07)	0.07 (0.47)	-0.08 (0.45)	-0.19 (0.06)	0.07 (0.49)	1.00						
Tangibility	0.09 (0.36)	-0.05 (0.61)	0.05 (0.64)	0.07 (0.52)	-0.06 (0.57)	0.05 (0.65)	0.44 (0.00)	1.00					
Profitability	-0.16 (0.11)	-0.09 (0.39)	-0.11 (0.27)	-0.19 (0.06)	-0.07 (0.48)	-0.10 (0.34)	-0.08 (0.46)	0.09 (0.36)	1.00				
Size	-0.13 (0.21)	0.01 (0.94)	-0.05 (0.60)	-0.17 (0.10)	0.02 (0.84)	-0.05 (0.61)	-0.12 (0.24)	-0.31 (0.00)	0.11 (0.27)	1.00			
Age	0.07 (0.50)	0.36 (0.00)	-0.07 (0.51)	0.03 (0.76)	0.37 (0.00)	-0.06 (0.55)	-0.14 (0.16)	0.12 (0.25)	-0.17 (0.09)	-0.31 (0.00)	1.00		
Sales growth	-0.06 (0.57)	-0.10 (0.32)	0.05 (0.65)	-0.05 (0.65)	-0.12 (0.26)	0.04 (0.67)	-0.05 (0.65)	-0.05 (0.66)	0.23 (0.02)	0.14 (0.17)	-0.07 (0.49)	1.00	
Payout Ratio	-0.01 (0.94)	-0.02 (0.88)	-0.05 (0.66)	-0.02 (0.81)	0.02 (0.85)	-0.03 (0.77)	-0.22 (0.03)	-0.16 (0.11)	0.36 (0.00)	-0.07 (0.50)	-0.02 (0.86)	0.07 (0.48)	1.00

Note: Values in parentheses represent significance.

Table 5: Regression output bank debt (no interactions)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLE	OLS	OLS	OLS	Tobit	Tobit	Tobit
Power (F-PEC)		-0.0190** (0.00951)			-0.0241** (0.00953)	
Experience (F-PEC)		-0.0141 (0.0213)			-0.0211 (0.0222)	
Culture (F-PEC)		0.00772 (0.0157)			0.00708 (0.0162)	
Power (Factor)			-0.0272* (0.0150)			-0.0363** (0.0156)
Experience (Factor)			-0.0105 (0.0177)			-0.0158 (0.0183)
Culture (Factor)			0.00575 (0.0110)			0.00542 (0.0113)
Tangibility	0.370*** (0.0714)	0.376*** (0.0703)	0.370*** (0.0711)	0.491*** (0.0978)	0.503*** (0.0951)	0.496*** (0.0956)
Profitability	-0.294 (0.201)	-0.350* (0.194)	-0.350* (0.199)	-0.432* (0.231)	-0.516** (0.219)	-0.519** (0.225)
Size	-0.0107 (0.0164)	-0.0107 (0.0155)	-0.0121 (0.0159)	-0.00487 (0.0188)	-0.00472 (0.0173)	-0.00668 (0.0176)
Age	-0.0415** (0.0183)	-0.0353* (0.0182)	-0.0372** (0.0182)	-0.0454** (0.0199)	-0.0374* (0.0194)	-0.0399** (0.0193)
Sales Growth	0.121 (0.102)	0.112 (0.0945)	0.115 (0.0948)	0.147 (0.104)	0.134 (0.0926)	0.138 (0.0930)
Payout Ratio	-0.722 (0.472)	-0.663 (0.463)	-0.678 (0.462)	-0.785 (0.572)	-0.708 (0.547)	-0.719 (0.542)
Constant	0.352 (0.359)	0.299 (0.337)	0.321 (0.344)	0.196 (0.413)	0.127 (0.379)	0.155 (0.383)
Industry	included	included	included	included	included	included
Observations	98	98	98	98	98	98
F	7.25	5.30	5.24	3.939	3.774	3.621
Adjusted R ²	0.210	0.220	0.215	-	-	-

Pseudo R ²	-	-	-	-4.053	-4.679	-4.614
-----------------------	---	---	---	--------	--------	--------

Notes: This table presents the results of the OLS and tobit regression models. The results are for the 98 responding firms for financial year 2016. The sales growth rate has been calculated with the help of the 2015 financials. Robust standard errors are in parentheses. *, **, *** significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively.

Table 6: Regression output bank debt (Experience Interactions)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
Power (Factor)	-0.0278*	-0.0374**		
	(0.0140)	(0.0148)		
Experience (Factor)	-0.0103	-0.0155	-0.0133	-0.0200
	(0.0180)	(0.0183)	(0.0187)	(0.0192)
Interaction (Factor)	-0.00270	-0.00517		
	(0.0190)	(0.0181)		
Culture (Factor)	0.00576	0.00559	-0.000941	-0.00535
	(0.0110)	(0.0110)	(0.0118)	(0.0122)
Management Board Participation			-0.0373**	-0.0433**
			(0.0183)	(0.0190)
Management Board Participation x Experience (Factor)			0.0156	0.0190
			(0.0183)	(0.0185)
Family Ownership			0.000358	-0.00355
			(0.0113)	(0.01000)
Supervisory Board Participation			-0.0221*	-0.0363**
			(0.0129)	(0.0159)
Tangibility	0.368***	0.492***	0.396***	0.529***
	(0.0716)	(0.0960)	(0.0763)	(0.0987)
Profitability	-0.349*	-0.516**	-0.374*	-0.554**
	(0.201)	(0.224)	(0.209)	(0.236)
Size	-0.0124	-0.00724	-0.0117	-0.00291
	(0.0162)	(0.0179)	(0.0168)	(0.0181)
Age	-0.0373**	-0.0402**	-0.0381**	-0.0387**
	(0.0184)	(0.0195)	(0.0184)	(0.0189)
Sales Growth	0.113	0.133	0.142	0.173*
	(0.0903)	(0.0877)	(0.0893)	(0.0919)
Payout Ratio	-0.688	-0.735	-0.653	-0.686
	(0.451)	(0.529)	(0.479)	(0.544)
Constant	0.325	0.163	0.305	0.0666
	(0.348)	(0.386)	(0.369)	(0.397)
Industry	included	included	included	included
Observations	98	98	98	98
F	4.78	3.409	3.86	3.347
Adjusted R ²	0.205	-	0.222	-
Pseudo R ²	-	-4.622	-	-5.094

Notes: This table presents the results of the OLS and tobit regression models. The results are for the 98 responding firms for financial year 2016. The sales growth rate has been calculated with the help of the 2015 financials. Robust standard errors are in parentheses. *, **, *** significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively.

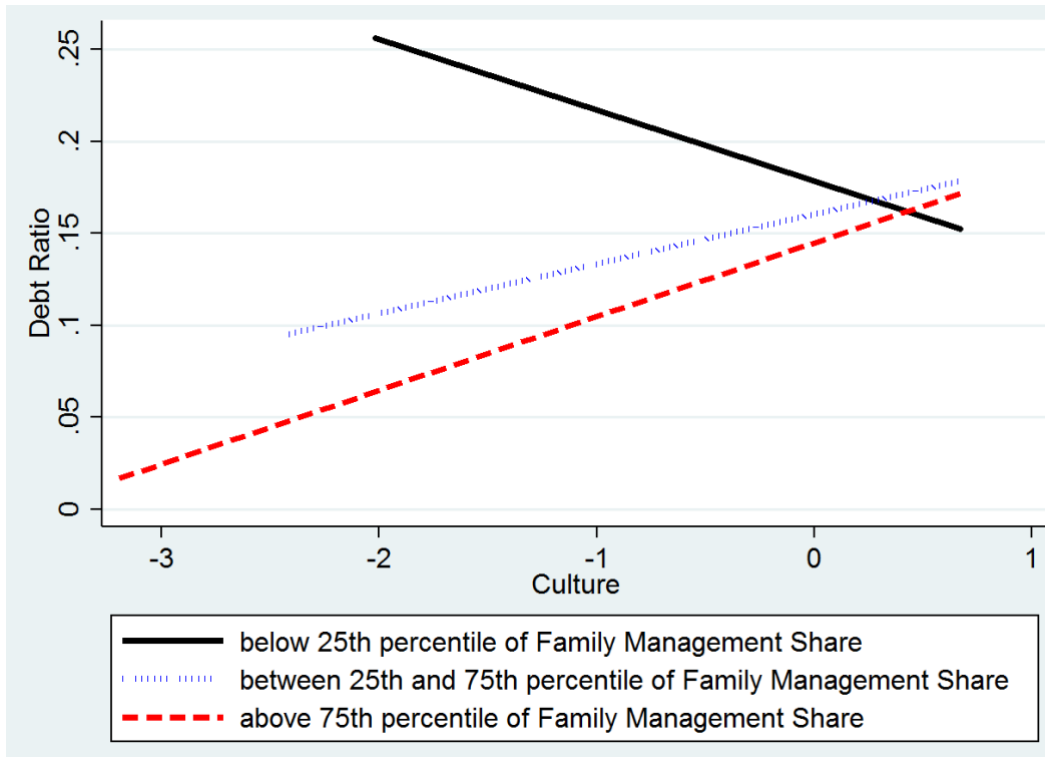
Table 7: Regression output bank debt (Culture Interactions)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
Power (Factor)	-0.0273*	-0.0367**		
	(0.0149)	(0.0153)		
Culture (Factor)	0.00612	0.00643	-0.00420	-0.00774
	(0.0116)	(0.0120)	(0.0120)	(0.0121)
Interaction (Factor)	0.00811	0.0109		
	(0.0131)	(0.0130)		
Experience (Factor)	-0.0105	-0.0162	-0.0141	-0.0206
	(0.0179)	(0.0183)	(0.0179)	(0.0182)
Management Board Participation			-0.0433**	-0.0495**
			(0.0192)	(0.0196)
Management Board Participation x Culture (Factor)			0.0310**	0.0290**
			(0.0122)	(0.0136)
Family Ownership			-0.00638	-0.0101
			(0.0111)	(0.0101)
Supervisory Board Participation			-0.0379***	-0.0517***
			(0.0137)	(0.0165)
Tangibility	0.373***	0.499***	0.391***	0.514***
	(0.0722)	(0.0965)	(0.0766)	(0.0998)
Profitability	-0.356*	-0.529**	-0.361*	-0.536**
	(0.202)	(0.226)	(0.198)	(0.221)
Size	-0.0119	-0.00643	-0.0109	-0.00248
	(0.0162)	(0.0178)	(0.0163)	(0.0178)
Age	-0.0367**	-0.0394**	-0.0344*	-0.0354*
	(0.0183)	(0.0194)	(0.0182)	(0.0189)
Sales Growth	0.111	0.129	0.114	0.138
	(0.0967)	(0.0950)	(0.0896)	(0.0890)
Payout Ratio	-0.698	-0.747	-0.655	-0.714
	(0.467)	(0.547)	(0.490)	(0.551)
Constant	0.320	0.155	0.266	0.0398
	(0.347)	(0.386)	(0.361)	(0.393)
Industry	included	included	included	included
Observations	98	98	98	98
F	4.92	3.468	5.59	4.253

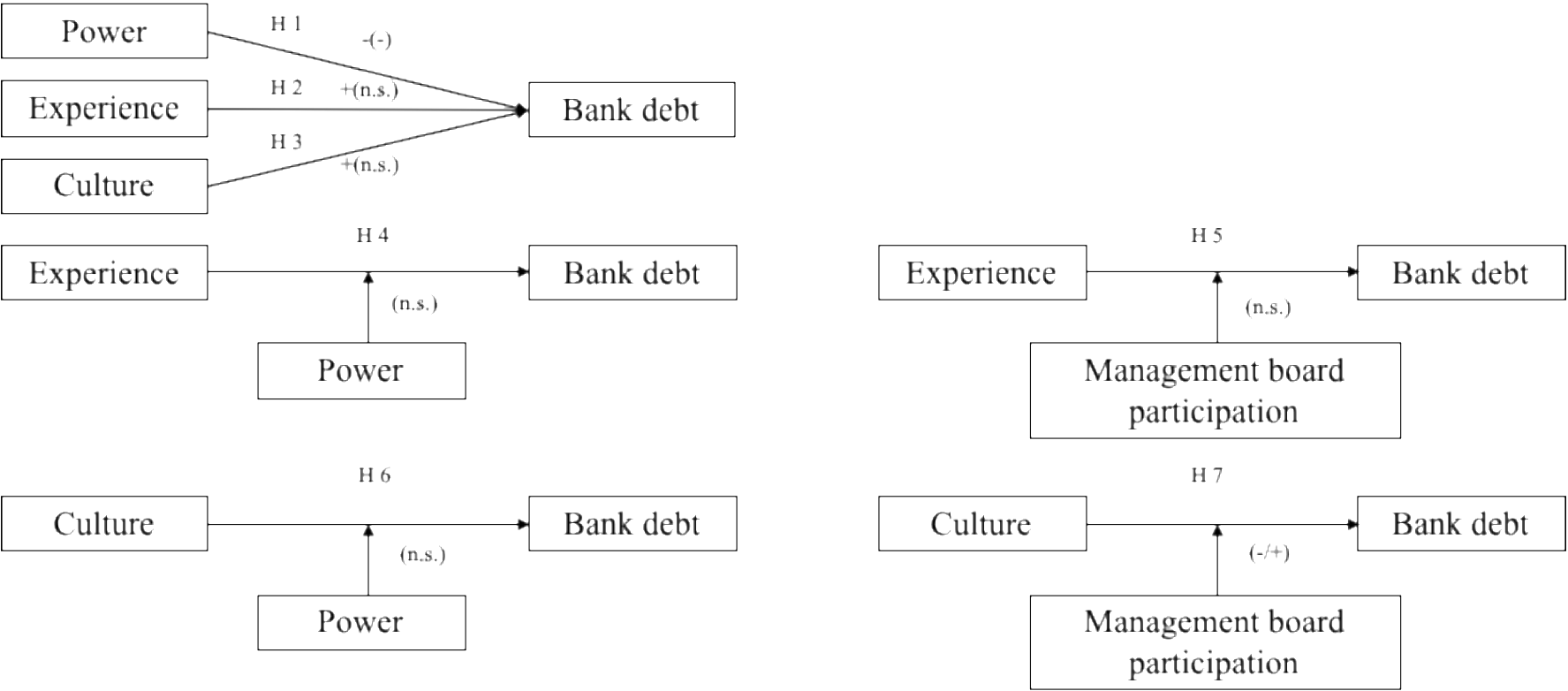
Adjusted R ²	0.207	-	0.244	-
Pseudo R ²	-	-4.647	-	-5.22

Notes: Robust standard errors are in parentheses. *, **, *** significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively.

Graph 1—Moderation analysis



Graph 2 - Hypotheses and results



Notes: This graph presents the conceptual models and the hypotheses tested in the study. For the hypotheses 1-3 the suggested direction of the effect is stated before the parentheses. The results are indicated within the parentheses whereas n.s. stands for a non-significant effect. As shown in the graph hypotheses 4-7 related to the testing of presence of moderating effects.

Appendix – F-PEC Questions

1. Please indicate the proportion of share ownership held by family and non-family members:

(a) Family _____ %

2. Does the business have a governance board?

(a) Yes / No

(b) Proportion of family members _____ %

3. Does the family have a management board? *

(a) Yes / No

(b) Proportion of family members _____%

4. Which generation owns the company (holding stock)? _____ generation

5. Which generation is actively managing company operations?

_____generation

6. Which generation is active on the company's board? _____generation

(Scale for the subsequent questions: 1-5 ranging from “Strongly Disagree” to “Strongly Agree”)

7. As family, we are proud to tell others that we are part of the family business.

8. As family, we feel loyalty to the family business.

9. As family, we agree with the family business goals, plans, and policies.

10. I understand and support my family's decisions regarding the future of the family business.

11. As family, we support the family business in discussions with friends, employees, and other family members.

12. As a single member of the family, deciding to be involved with the family business has had a positive influence on my life.

13. Our family members are willing to put in a great deal of effort beyond that normally expected of non-family employees in order to help the family business to be successful.

Artikel 3: Tax Avoidance in Family Firms: Evidence from Large Private Firms

Abstract

Ownership structure plays an important role in firms' decisions on tax avoidance. Recently, the effect of family ownership on corporate tax avoidance has become an issue of increasing interest among scholars from both the fields of family business research and tax research; however, empirical findings have so far remained ambiguous. Based on a unique sample of 678 large private family firms from Germany, we show that for unlisted large firms (i) family firms avoid more tax than non-family firms, (ii) tax avoidance increases with the percentage of family ownership, and (iii) tax avoidance is a function of the number of shareholders. We interpret our results as evidence that benefits from avoiding taxes outweigh the non-tax costs in the case of large private family firms in Germany. Furthermore, as the number of family shareholders increases, family firms satisfy increasing demand for dividends by avoiding taxes

Introduction

Family firms make up a large share of the economic force around the world – especially in Germany, where they are considered the backbone of the economy (La Porta et al., 1999; Faccio & Lang, 2002; Morck et al., 2005). On average, they paid EUR 46.8 billion of income tax in Germany annually between 2009 and 2013. This corresponds to an average of 41.7 percent of the country's total income tax receipts during those years (Stiftung Familienunternehmen, 2016). Regardless of the ownership type, the total tax burden for a single company can make up around one-third of pre-tax income and hence represents a large cost item (Chen et al., 2010). Hence, avoiding taxes can be seen as a means of generating additional internal funds. The saved cash outflows may either be reinvested or paid out to shareholders. In fact, tax avoidance can generally be expected to be in the interest of shareholders (Chen et al., 2010).

Accordingly, managing their tax payments is a central task for any firm (Shackelford & Shevlin, 2001). From a shareholder perspective, a higher after-tax income is desirable as it leaves more resources available for private consumption. Tax avoidance aimed at reducing tax payments might be legitimate and economically reasonable, but

it also comes with a certain risk, e.g., unpredictable additional payments, interest, penalties, reputational damage or intensive and costly tax audits (Scholes et al., 2005; Stiglitz, 1985). It is well established, however, that family firms follow idiosyncratic financial policies (Gallo et al., 2004; Koropp et al., 2004) and that because the majority of family firms are still led by members of the family, opportunistic behavior of managers – such as the diversion of firm resources for private ends, plays a minor role in these businesses (Stiftung Familienunternehmen, 2017).

From an agency perspective, this overlap of family shareholders and management decreases agency cost, which is significantly higher in firms where ownership and management are separated (Anderson et al., 2003; Ang et al., 2000; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Due to family firms' tendency to concentrate wealth among management and shareholders who tend to be closely aligned, the benefits of tax avoidance can be expected to be greater in family firms (Chen et al., 2010) and hence they are expected to avoid more tax.

However, whereas the classical agency conflict between shareholders and managers (agency conflict type I) that arises from the separation of ownership and control is typical in firms with a dispersed ownership structure, Villalonga and Amit (2006) suggest that in firms with a concentrated ownership structure, the conflict between controlling majority shareholders and non-controlling minority shareholders (agency conflict type II) is more prevalent. In family firms, where the agency conflict between the family as the controlling majority and a minority of outsiders is likely to occur (Villalonga & Amit, 2006), it is unclear how this will affect family firms' tax avoidance: Either the controlling family will become subject to an entrenchment effect and allow that firm to behave inefficiently by not avoiding taxes, or the controlling family may even increase tax avoidance, since they have the opportunity to expropriate the powerless minority and reap the fruits of tax avoidance.

Extant studies on tax avoidance in family firms have reported mixed results (Chen et al., 2010; Gaaya et al., 2017; Mafrolla & D'Amico, 2016; Sánchez-Marín et al., 2016, Steijvers & Niskanen, 2014). While three of them cover listed firms only (Chen et al., 2010; Gaaya et al., 2017; Mafrolla & D'Amico, 2016), two other studies (Sánchez-Marín et al., 2016, Steijvers & Niskanen, 2014) examine tax avoidance using a dataset of private small and medium-sized enterprises (SMEs). However, no study has yet investigated tax avoidance in family firms that are private in legal nature and large in

size. We expect dissimilarities in tax avoidance between SMEs and large firms, e.g., with regard to professionalization and culture (Perrini et al., 2007) and between public and private firms with regard to agency cost and thus attractiveness of tax avoidance.

In our study, we use the financial and structural panel data of 678 unique German private firms between 2010 and 2014. Private firms are a particularly relevant and interesting setting to examine, since they make up a substantial fraction of most countries' economies (Brav, 2009; Bigelli & Sánchez-Vidal, 2012), but are nevertheless underexplored as data on them are not as easily accessible (Thiele & Wendt, 2017). Furthermore, theoretical predictions made with regard to public firms might not apply to private firms because they differ in a number of ways (Asker et al., 2011). Primarily, private firms are less exposed to capital market pressures and therefore they can be less concerned about asymmetric information problems, which are at the heart of principal agent theory. Furthermore, private firms tend to have more concentrated ownership structures (Brav, 2009) and the separation of ownership and control is often less pronounced. Therefore, empirical findings on private firms may differ dramatically from findings on public firms.

Due to the prevalence of agency problem type II among family firms (Setia-Atmaja, 2010), the family will have the opportunity to extract rents for their private benefit at the expense of minority shareholders from the firm. Since this cannot cause a negative stock price reaction in private, i.e. unlisted, firms, the cost of doing so is relatively smaller as compared to public firms, and the benefit can be substantial. Hence, private family firms can be expected to have a strong incentive to avoid taxes. Therefore, we predict that private family firms will avoid taxes more intensively than private non-family firms.

The present article contributes to the literature in several ways. Unlike U.S. samples, our sample contains large private family firms in a market characterized by high ownership concentration and low investor protection (Achleitner et al., 2014; La Porta et al., 1999), thus facilitating the expropriation of minorities. This setting provides a framework to study alignment between managers and shareholders in family firms. We add to the literature as we introduce the total number of shareholders as a further driver of tax avoidance in private firms.

The remainder of the paper is organized as follows. The next section summarizes extant empirical literature regarding tax avoidance. Section 3 develops hypotheses

based on the literature and relevant theoretical lenses. This is followed by an introduction of the methodological concept and the applied sample. Afterwards, Section 5 gives an overview of the results. The paper closes with a discussion of the results as well as concluding remarks, limitations and implications.

Literature Review

Hanlon and Heitzman (2010) conceptualize tax avoidance as a continuum. Tax avoidance begins on the left of this continuum with “benign” tax strategies (Lisowsky, 2010) that are completely legal, socially accepted and within the spirit of the law, such as making use of tax-loss carryforwards. In the middle, tax avoidance increases to more aggressive levels, moving into a gray area where the taxpayer takes advantage of loopholes and ambiguities in tax laws, finally ending in clearly illegal tax evasion. Hence, tax avoidance can be broadly defined as “anything that reduces the firm’s taxes relative to its pre-tax accounting income” (Dyreng et al., 2010, p. 1164). The advantage of this broad definition is that it captures all variants of tax avoidance along the continuum. It encompasses, but is not limited to, tax evasion, and it should be noted that the definition does not necessarily imply that tax avoidance must, by nature, involve anything improper (Dyreng et al., 2008).

Tax avoidance increases after-tax cash flows that can subsequently be used for investment or distributed to shareholders. Thus, the benefits of tax avoidance seem to be straightforward. Nevertheless, tax avoidance is a risky activity that can impose substantial costs on the firm (Rego & Wilson, 2012). If positions taken in a corporate tax return are disallowed by the fiscal authority, additional tax payments that are accompanied by high-interest payments must be borne by the firm. Hence, tax avoidance can be thought of as a risky investment opportunity available to the firm (Armstrong et al., 2015).

Under the separation of ownership and control, which is typical for public firms, classical agency theory assumes managers to be risk-averse due to fear of job loss (Jensen & Meckling, 1976). Given that tax avoidance delivers cash flows to shareholders but also incurs substantial risk, agency theory presumes managers will only invest in the risky project of tax avoidance if their interests are sufficiently aligned with those of shareholders. Armstrong et al. (2012) presented evidence that incentive alignment by equity-based compensation exhibits a strong negative relationship to

effective tax rates, i.e., increases tax avoidance. Further evidence for this association was found by Rego and Wilson (2012).

Agency theory assumes firms to be owned by a large number of dispersed shareholders and further assumes shareholders to hold their wealth in highly diversified portfolios. Under such a structure, shareholders do not take particular interest in any single firm, since they have neither sufficient resources nor incentives to closely monitor all their investments (Fama, 1980). However, empirical research shows that concentrated ownership by blockholders is prevalent in many countries (Faccio & Lang, 2002; La Porta et al., 1999). Because large blockholders, in contrast to shareholders with diversified portfolios, have strong incentives to monitor their firms, the separation of ownership and control is less distinct (Shleifer & Vishny, 1986). Taking this characteristic of corporate ownership into account, blockholders can be expected to be in a superior position to monitor management and thus have more effective control over the firm. Furthermore, blockholders may be able to replace managers if they do not deliver desired outcomes. This leads to the expectation that firms with blockholders will avoid more tax, since inefficient management behavior will not be tolerated. Supportive evidence was presented by Cheng et al. (2012), who find that firms that are targeted by hedge funds experience significant increases in tax avoidance after the intervention. Similar evidence was obtained by Bird and Karolyi (2017) and Khan et al. (2017), who find that firms increase their tax avoidance after increases in institutional ownership.

Like firms with blockholdings and institutional ownership, family firms represent a further setting, where the separation of ownership and control is less pronounced or not present at all. In family firms, i.e., firms where members of a family typically hold a large, often controlling fraction of equity and in many cases are present in the top management of the firm (Schulze et al., 2001), ownership and control are not separated. Since ownership and control typically go together in family firms, the agency problems that plague most public firms, i.e., conflicts between owners and managers, are a less serious concern. Accordingly, one may expect family firms to engage in tax avoidance more intensively. Examining a sample of Italian public firms, Mafrolla and D'Amico (2016) find that family ownership can lead to an increase in tax avoidance once family engagement exceeds a threshold of 25% ownership. Furthermore, Gaaya et al. (2017), using a sample of Tunisian public firms, also present

evidence that family firms are more engaged in tax avoidance than non-family firms. They even find a positive association between the fraction of family shareholdings and tax avoidance, independent of passing a threshold.

Nevertheless, a competing view that has become popular in the literature holds that tax avoidance is a complement to managerial rent diversion (Desai & Dharmapala, 2006). Since effectively avoiding taxes requires a certain corporate opaqueness (e.g., through setting up a web of subsidiaries in tax havens), the resulting lack of transparency enables managers to divert firm resources for private purposes. From this perspective, tax avoidance is in the interest of managers, but it is no longer in the interest of shareholders. Following this argument, effective interest alignment should lead to a reduction in tax avoidance. Desai and Dharmapala (2006) find that increases in incentive compensation tend to reduce the level of tax avoidance, which is consistent with a complementary relationship between tax avoidance and managerial rent diversion.

Apart from managers diverting rents from shareholders, expropriation of minority shareholders by majority shareholders is another source of agency conflict within firms. Whereas the above research investigated tax consequences of agency conflicts between shareholders and managers (agency problem I), Villalonga & Amit (2006) suggested that this classical owner-manager conflict can be overshadowed by a conflict between shareholders (agency problem II). In a firm that is characterized by the presence of one large controlling shareholder and a fringe of minority shareholders, the controlling shareholder can expropriate the minority (Villalonga & Amit, 2006).

One common setting where agency problem II is likely to occur is under dual class structures where one superior class of shares has multiple voting rights and an inferior class has only a single voting right. However, both classes have the same cash-flow rights – i.e., their claim on dividends does not differ (Gompers et al., 2010). It is theoretically ambiguous whether agency problem II increases or decreases tax avoidance under dual class structure (McGuire et al., 2014). First, the group of insiders could become entrenched and thus have no interest in increasing cash flows, since the outsiders will be entitled to a large fraction of them. Furthermore, as managers cannot be removed by the outsiders, this insulates managers from demands to increase cash flows through tax avoidance. McGuire et al. (2014) find evidence that U.S. firms with dual class structures exhibit less tax avoidance than firms with single class structures.

On the other hand, dual class structure may also have an increasing effect on tax avoidance. Assuming that tax avoidance is complementary to managerial rent diversion (Desai & Dharmapala, 2006), entrenched managers could increase tax avoidance for their private benefit without the outside shareholders being able to sanction them. However, using a Chinese sample, Richardson et al. (2016) find that dual class firms have higher levels of tax avoidance than single class firms. Conflicting results may be attributed to differing levels of investor protection and corporate governance quality in the U.S. compared to China. Nevertheless, evidence of whether controlling insiders have a positive or negative effect on tax avoidance is theoretically and empirically ambiguous.

Family firms are another typical corporate setting in which agency problem II may arise, since a group of controlling shareholders, who may also be involved in the management of the firm, is able to expropriate a minority of non-family shareholders. This leads to the prediction that family ownership increases tax avoidance due to the family's private rent-seeking behavior. For instance, the family could extract resources by providing high-interest loans to the firm that reduce tax payments (but also reduce dividends to minority shareholders). This is consistent with the findings of Mafrolla and D'Amico (2016), who concluded that a positive impact of family ownership on tax avoidance is dependent on the share of family ownership exceeding a certain threshold – i.e., only if the family has a high level of control over the firm will the firm engage in more tax avoidance. Evidence obtained by Chen et al. (2010) does not support this claim, however. Chen et al. (2010) examine a large sample of U.S. public firms and find that family firms are less engaged in tax avoidance than non-family firms. They interpret their findings as evidence of family firms forgoing the benefits of tax avoidance in order to prevent any potential price discount that could arise out of minority shareholders' concerns with family rent-seeking behavior. Nevertheless, this finding is limited to public family firms, whereas private family firms are not faced with capital market concerns. A recent study by Steijvers and Niskanen (2014) examines a sample of small and medium-sized firms from Finland. They, too, find that family firms on average avoid less tax than non-family firms. Steijvers and Niskanen (2014) link this to the risky character of tax avoidance, arguing that family firms are risk-averse due to their desire to preserve the business for future generations.

The aspect of family firms typically being bequeathed to subsequent generations is also addressed by Sánchez-Marín et al. (2016). They reason that family managers who do not belong to the founding generation but to whom the firm has been passed are more concerned with aspects of financial management, whereas the founding generation tends to be more focused on operational issues. Their study finds that relatively, Spanish family firms are more engaged in tax avoidance if they are managed by the second or subsequent generation.

It is clear, then, that extant research on tax avoidance in family firms has come to highly ambiguous findings. Whereas Mafrolla and D'Amico (2016) and Gaaya et al. (2017) find that public family firms engage more intensively in tax avoidance than non-family firms, Chen et al. (2010) find the opposite for public, and Steijvers and Niskanen (2014) for small private family firms. This ambiguity may in large part be attributed to the different institutional settings in which the studies were performed. Whereas the United States and (especially) Finland have strong tax enforcement institutions, Italy and Tunisia have comparatively weak tax enforcement and investor protection, making it easier for controlling family shareholders and managers to expropriate the minority by means of tax avoidance.

Development of Hypotheses

Studying tax avoidance in the context of family firms requires the application of frameworks that consider structural differences in family firms. We develop our hypotheses based on extant literature (cf. Section 2) as well as on arguments rooted in agency theory that account for the closer alignment of managers and owners in family firms.

Looking at extant studies in the field, the results are mixed due to different samples and institutional contexts. The most prominent study by Chen et al. (2010) comes to the clear conclusion that among listed family firms in the United States, the potential benefits of tax avoidance are outweighed by the subsequent associated costs. Tax avoidance is understood by the market for corporate control as a signal for entrenched family shareholders aiming to expropriate minority (non-family) shareholders. Another example for a similar market reaction can be drawn from the corporate governance literature. Claessens et al. (2002) demonstrate that large deviations of cash flow and control rights indicating entrenched blockholders lead to decreased market valuation. These results are especially driven by family control. Claessens et al. (2002)

argue that agency cost increases along with growth in influence of majority shareholders. This phenomenon is also known as the “self-control problem” or “agency problem II” (Villalonga & Amit, 2006).

Family firms face a trade-off when deciding on the degree of tax avoidance they wish to participate in. If costs exceed the benefits, they conduct less tax avoidance, as observed by Chen et al. (2010) for a sample of public family firms. However, it is important to remember that private family firms’ policies may not be affected by the same amount of costs. There is no risk of a negative stock market reaction, for example. Still, there are costs associated with tax avoidance that may arise, regardless of whether the firm is listed – e.g., reputational damage or penalties. In general, tax avoidance works as a continuum (Hanlon & Heitzman, 2010), and at a certain point the risk of sanctions and reputational damage prevails over the benefits of increased after-tax income. Outside the influence of the stock market, the continuum may result in tax avoidance becoming more attractive for large family firms. Hence, we propose that:

H 1: Large private family firms avoid more tax compared with private non-family firms.

Furthermore, we propose that tax avoidance is driven by the proportion of family ownership. With a larger share of family ownership, the family can exert more effective control over the firm and minority shareholders are less powerful. Given that German company law is characterized by a rather low level of investor protection (Achleitner et al., 2014; La Porta et al., 1999), powerful majority shareholders can effectively expropriate the minority shareholders. Therefore, incentives for tax avoidance and the ability to avoid tax increase with a higher share of family ownership. Hence, we propose that:

H 2: The higher the share of family ownership in large private firms, the more tax is avoided.

Unlike extant approaches for studying tax avoidance in family firms, we develop a new theoretical and practical argument for dynamics in tax avoidance. Sánchez-Marín et al. (2016) studied tax avoidance from different dimensions. While the *culture dimension* of family firms did not affect the choice of a distinct tax policy, the *experience dimension*, representing the knowledge that is transferred from one generation to the next (Astrachan et al., 2002; Klein et al., 2005), had a significant and positive effect on tax avoidance. Sánchez-Marín et al. (2016) argue that this is due to descendant generations being more concerned about monetary outcomes of taxation policies due to their improved management capabilities. However, we would like to introduce another reason for a potential positive relationship between generational aspects and tax avoidance. We propose that the number of shareholders plays a role in tax avoidance. Given that dividends may serve as compensation between firm insiders and outsiders (Setia-Atmaja, 2010), the most straightforward argument is certainly that the larger the community of shareholders, the more “hungry mouths to feed,” which raises increased concerns for cash outflows. The less tax that is paid, the higher the dividends that can be distributed to shareholders not actively involved in the business. This effect should be particularly strong among private firms; decreased exposure to the scrutiny of capital markets positively affects their propensity to pay out dividends (Michaely & Roberts, 2012).

However, this effect may play a role in family and non-family firms alike. Dividends could be a means of resolving an intra-familial principal-principal conflict (Schulze et al., 2001) that occurs between active and passive family shareholders. Michiels et al. (2015) find that the presence of passive (i.e. not involved in management) family shareholders results in a higher propensity to pay dividends among private family firms. Hence, the larger the number of shareholders in a family firm, the higher its need for cash to pay dividends. This provides an additional need to avoid tax payments. This effect should be particularly strong among private firms, since they lack the disciplining role of the stock market that public firms are exposed to (Michiels et al., 2015). Hence, we suppose that:

H3a: The higher the number of shareholders, the more tax is avoided by large private family and non-family firms.

H3b: The effect of the number of shareholders on tax avoidance is stronger for large private family firms than for large private non-family firms.

Methodology and Data

As data from private family firms is difficult to obtain, most past studies were based on samples of publicly traded companies (Chen et al., 2010; Gaaya et al., 2017; Mafrolla & D'Amico, 2016). The present study takes advantage of a unique and private panel dataset on private German firms from 2010 until 2014 that comply with the definition of large corporations according to the German commercial code (HGB). These are defined by two lower-bound thresholds: firms must earn at least EUR 40 million in revenues and hold at least EUR 20 million total assets. The year 2010 is an ideal starting point to examine tax avoidance in a German setting because a reform that took effect a year earlier considerably weakened book-tax alignment, thus increasing opportunities for tax avoidance (Watrin et al., 2012).

We obtained the underlying data from three different sources. First, we obtained the classification into family and non-family firms from the Hamburg Institute of Family-Owned Business, which accounts for different aspects of family involvement (Astrachan et al., 2002; Thiele & Wendt, 2017): first, a minimum of 25.01 percent of the total equity needs to be in the hands of an individual person or family. Second, the family must materially influence the corporate policies. This is decided in one of two ways: if a minimum 50.01 percent of the shares are owned by the family or in case of equity holdings between 25.01 and 50 percent, material influence is assumed if at least two family members are active in either the management or advisory/supervisory board. Third, ensuring transgenerational and dynastic orientation, only companies established prior to the year 2000 are included. The external classification was used for each firm-year observation and independently of either of the authors' research. This approach minimizes the risk of any intended misclassifications.

In a second step, the authors checked the classifications with the help of structural data (information about ownership, management and control) obtained from the DAFNE database of Bureau van Dijk. It should be noted that in addition to the classification dummy, the authors collected further data on the number of family shareholders and the aggregated family stake.

The third source is the unique and private financial database of the credit insurance company Euler Hermes SA. According to the German Federal Statistical Office, about 3.6 million companies were registered in 2013 (Statistisches Bundesamt, 2015). Euler Hermes' financial database covers approximately two million companies in Germany and hence offers a broad coverage of the whole German economy. The following further exclusions were made in the data-cleansing process: holding companies were excluded due to their specific accounting principles (Gurau & Benkraiem, 2013). Additionally, cooperatives, listed firms, companies in public ownership and companies with unlimited personal liability of an individual were removed from the sample, as risk-taking is shaped by the degree of liability (Burgstaller & Wagner, 2015). Consistent with prior literature (Dyreg et al., 2008; Dyreg et al., 2010), we also exclude firms with negative pre-tax income, since these can be assumed to not have strong incentives for tax avoidance.

After the described exclusions, a final sample of 678 firms remained in the sample, which equals 3,043 firm-year observations.

[insert Table 1]

As shown in Table 1, the sample is composed of 2,203 (72.4%) family-firm observations and 840 (27.6%) non-family-firm observations. In sum, nearly one-third of the observations refer to non-family businesses – a typical distribution, considering the size of businesses in the category from which the sample was drawn. As already mentioned, the German economy is dominated by family firms (Stiftung Familienunternehmen, 2017). Table 1 shows that two sectors, manufacturing (60.4%) and wholesale and retail (28.5%), make up almost 90 percent of the observations; other sectors play only minor roles. Other studies in this field also report that manufacturing makes up the lion's share of the economy (Achleitner et al., 2014; Sánchez-Marín et al., 2016; Van Tendeloo & Vanstraelen, 2005).

[insert Table 2]

An overview of the variables and the calculation of the values used in the study is shown in Table 2. In the regression analyses to follow, two different dependent variables are used. We rely on a measure that is widespread in empirical tax research and can be calculated from financial statement data, the current effective tax rate (CETR). Following Gupta and Newberry (1997), we calculate CETR as current tax expense divided by pre-tax income. Current tax expense relates to the tax liability incurred in the current period and is calculated as total tax expense minus deferred tax expense (which relates to future periods). Tax avoidance may also involve accelerating deductions and deferring income for tax purposes, which reduces current tax expense but increases deferred tax expense (Dyreg et al., 2008). Hence, such forms of tax avoidance can only be captured by using the current portion of tax expense only in the calculation of CETR (Lennox et al., 2013). Gupta and Newberry (1997) suggest using current tax expense, since this captures all forms of tax avoidance, including those that result in deferral of tax payments. Furthermore, current tax expense should be highly correlated with cash taxes paid. This makes CETR especially suitable for investigating tax avoidance among private firms, because private firms can be expected to be more interested in cash taxes than public firms (Graham et al., 2014).¹ It should be noted that a low CETR reflects a high level of tax avoidance by the firm. Furthermore, it should be noted that CETR can be interpreted in a meaningful way only if pre-tax income is positive, which required us to limit our sample to firm-years with positive income.

To capture family-firm involvement, an indirect and unidimensional proxy is used. The dummy measure is the variable of interest and the result of the external classification into family firms (value = 1) and non-family firms (value = 0). The use of a unidimensional proxy is legitimate and represents a “valid first-degree approximation” (Berrone et al., 2012, p. 264). Moreover, two alternative measurements are applied. We use the total proportion of family ownership to measure the intensity-of-wealth alignment between firm and family, and the number of shareholders to account for ownership dispersion regardless of the type of ownership. The control variables and their calculation are also shown in Table 2. The selection is mainly guided by extant research on tax management and earnings management.

¹ We do not use Cash ETR as proposed by Dyreg et al. (2008) because cash flow data are not included in our dataset. In a prior version of this paper, additional analyses were conducted using total book-tax

Capital-intensive firms are affected by differing depreciation rules for tax- and financial-reporting purposes (Chen et al., 2010). Accelerated depreciation schedules under tax-reporting rules cause temporary book-tax differences and may therefore affect firms' current effective tax rates. Hence, our first control variable is property, plant and equipment (PPE). Provisions can be a further source of difference between tax and financial reporting. German income tax law considerably limits the recognition of provisions and puts tight restrictions on their valuation, which leads to lower balances in tax accounts than in financial accounts. Hence, we control for provisions. Furthermore, tax and financial reporting treatments for intangible assets differ, so these are also controlled for, as is interest-bearing debt, as prior research found that effective tax rates are affected by leverage (Dyreng et al., 2008). Further, we control for equity income from subsidiaries because, under German tax law, equity income from subsidiaries is 95 percent tax-free for the receiving parent corporation. Hence, for firms with large amounts of equity income, we cannot necessarily infer aggressive tax planning. All the above control variables are scaled by total assets. The remaining control variables are firm size (Zimmerman, 1983) and profitability (Gupta & Newberry, 1997), both of which have empirically been found to affect firms' tax expense. Firm size is measured as the natural logarithm of total assets, and profitability as EBIT scaled by total assets. We further control for firm age, since setting up the structures necessary for effective tax avoidance may require considerable time.

[insert Table 3]

Table 3 provides some univariate summary statistics of the overall sample and the respective family firm and non-family firm subsample. It shows that there are significant differences in means between family firms and their non-family peers with regard to CETR, provisions, age, revenues, interest expenses, profitability and intangibles. The univariate relationships reveal a first indication of higher tax avoidance in family firms, since CETR is significantly lower by almost seven percentage points (significant at 1 percent level) than for non-family firms. In line with the assumption of transgenerational and dynastic orientation of family firms, the statistics show that family firms are, on average, 20 years older in the given sample.

With respect to profits obtained from affiliated companies, total assets and fixed-assets ratio, we do not see any significant differences.

The regressions are done with the help of the panel-data methodology of STATA. Unlike ordinary least squares regressions applied in earlier studies (Chen et al., 2010; Steijvers & Niskanen, 2014), panel regressions can capture unobservable individual effects of firms – for instance, the unique characteristics or distinct management capabilities of a given family firm (Baltagi, 2013; Zariyawati et al., 2017). The effect is assumed to vary across firms (between variation), but is relatively stable over time (within variation). Since our variables of interest show almost no within-group variation, we are not able to use fixed-effects estimations – the regression would drop time-invariant variables (Zhou, 2001). We instead perform a Breusch-Pagan Lagrange multiplier test to test for the applicability of a pooled OLS approach or a random-effects regression. The result clearly indicates that a random-effect regression is the superior approach. Nevertheless, we decided to show the results of both regression techniques in order to demonstrate the robustness of our results.

In addition, we performed several further tests to check for potential biases of our results. We excluded the risk of multicollinearity of independent variables with the help of the VIF inflator (being below 10). There are no issues of serial correlation according to the Woolridge Test for autocorrelation. Moreover, we can exclude concerns of unit-roots of the panel data after having performed the Harris-Tzavalis unit-root test. The White Test and the Breusch-Pagan Test revealed that the error term of our regression models is heteroscedastic. Since panel data are likely to suffer from serial correlation within entities which render usual heteroscedasticity-robust Huber-White standard errors inappropriate (Stock & Watson, 2012), we use standard errors clustered by firm, as suggested for panel data by Petersen (2009). Looking at the studentized residuals of our estimations, we clearly observe severe outliers. We addressed this concern by winsorizing our data for the regressions at the 5 percent and 95 percent levels. The hypotheses are tested by estimating the following panel regression model:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta F_{i,t} + \delta C_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

where $F_{i,t}$ is the variable of interest (family dummy) and $C_{i,t}$ includes all control variables mentioned earlier in this section (see Table 2).

Results

First, we can derive some univariate correlations from Pearson's correlation matrix (Table 4). Our variables of interest – the family ownership dummy, proportion of family ownership and number of shareholders – show negative and statistically significant correlations with CETR. This gives some early indications of higher levels of tax avoidance, but should be interpreted with caution. Among the control variables, PPE and provisions are most noteworthy. PPE is negatively correlated with CETR, while provisions are positively correlated with CETR, which is reflective of much lower balances on the tax accounts. Obviously, restrictive recognition and measurement rules regarding provisions affect book-tax differences to some extent. Interest-bearing debt shows the expected negative correlation with CETR. Firm size is positively related to CETR, which is consistent with Zimmerman (1983). The age of the company is negatively related to CETR, which can be explained both by the fact that family firms per se are older than their peers and also by older firms being more experienced in effective tax planning.

[insert Table 4]

We test the hypotheses presented in Section 4 separately by introducing the three different variables of interest into various regression models. From an econometric point of view, we demonstrated in Section 3 that random-effects models are appropriate to study the hypotheses, but we complement this approach using a simple pooled OLS regression.

[insert Table 5]

In total, eight different regression models were used, which we summarize in Table 5. Models (1) and (2) study hypothesis H1, whether family influence affects tax avoidance. Family influence, measured by the indicator variable FF, leads to a lower CETR. The coefficients are statistically significant at the one-percent-level in the OLS

model and at the five-percent-level in the random-effects model. In sum, the results taken from the two models lend support for H1. To a large extent, CETR is also driven by intangibility and by equity income from subsidiaries. Intangible assets have a positive effect on CETR, which means that firms with high intangibility have a higher tax burden. Counterintuitive at first glance, the reason for this is that German firms may not impair goodwill in their tax accounts; they must amortize it over long periods, and this results in goodwill often having a higher balance in the tax accounts. Equity income from subsidiaries, as expected, has a negative sign, which reflects that intracorporate dividends are largely tax-free.

Models (3) and (4) investigate the second hypothesis which states an effect of the proportion of family ownership on tax avoidance. This approach represents an alternative to the indicator approach used in the first two models. We hypothesized that a higher share of family ownership implies more tax avoidance. Both models (3) and (4) confirm this hypothesis: the coefficients show that the share of family ownership is negatively associated with CETR. The results are statistically significant at the one-percent-level for the OLS model and weakly significant ($p < 0.1$) for the random-effects model.

The final hypotheses, 3a and 3b, add a new dimension to current debates about tax avoidance in private family and non-family firms. As discussed in Section 3, it is possible that a positive relationship exists between the number of shareholders and tax avoidance regardless of whether the firm is family-owned or not. Models (5) and (6), also included in Table 5, examine this potential connection. The negative regression coefficient for the variable “number of shareholders” (No. Sh.) shows that the number of shareholders has a strong positive effect on tax avoidance. Results for both models (5) and (6) are statistically significant at the ten percent level. Private family firms, as well as private non-family firms with many “mouths to feed” are more likely to engage in tax avoidance strategies.

Next, we examine whether this effect depends on ownership type. In models (7) and (8) we include an interaction term between the family-firm status and the number of shareholders, to test hypothesis 3b. Once again, we observe that the indicator variable FF and the number of shareholders show the expected negative association with CETR. The interaction between the two (“FF x No. Sh”) also exhibits a negative sign, which is indicative of family-firm status increasing the effect of the number of

shareholders on tax avoidance. Nevertheless, the coefficients for the interaction terms are slightly insignificant.² Hence, we conclude that contrary to our expectation, the influence of the number of shareholders does not play a more important role in family firms compared to their non-family peers. However, it is weakly supportive of the view that tax avoidance in family firms tends to be affected by concerns for private consumption of the family shareholders.

Discussion

Key assumptions of classical agency theory justify the prediction that family firms engage more strongly in tax avoidance than their non-family-owned counterparts due to there being more effective incentive alignment. Complemented by the theoretical argument put forward by Desai and Dharmapala (2006) that tax avoidance would facilitate rent extraction at the expense of (minority) shareholders, we expect family firms to avoid more tax than non-family firms. However, empirical studies on tax avoidance in family firms have not yet produced entirely consistent results. In this study, we investigate whether large private family firms in Germany avoid taxes to a greater or lesser extent than non-family firms. We further investigate whether the proportion of family ownership and the number of family shareholders affect family firms' tax avoidance.

Hypothesis 1 states that family firms avoid taxes more than non-family firms. Families may act as a controlling shareholder and reap the benefits of corporate control at the expense of minority shareholders. As tax avoidance may allow those in control to enjoy the benefits of private consumption (Desai & Dharmapala, 2006) an entrenchment effect may result. Our overall results support this hypothesis. We find that family firms are more strongly engaged in tax avoidance than non-family firms. The result is both statistically and economically significant: On average, the CETR of a family firm is almost seven percentage points lower than the CETR of a non-family firm, which is a substantial gap. Our result contradicts the findings of Chen et al. (2010) and Steijvers & Niskanen (2014), who found that family firms exhibit less tax avoidance. However, it should be noted that our study differs from Chen et al. (2010) in many ways. These differences may be attributable to both sample and methodology: Chen et al. (2010) investigated publicly listed firms from the United States and

² In an earlier version of this paper, we also used the total book-tax difference as a measure for tax avoidance. Here, the interaction term had been weakly significant at the ten-percent-level.

classified firms as family firms when a family held at least five percent of the voting rights. Given this classification, it seems questionable whether firms in that sample were effectively under family control. Furthermore, it should be emphasized that the public nature of the firms investigated by Chen et al. (2010) may have strongly influenced their findings. Chen et al. (2010) interpret their results as evidence for *public* family firms forgoing the benefits of tax avoidance in order to save the non-tax cost of a potential price discount, which could result from concern about family rent-seeking behavior. Given that private firms are less exposed to capital market pressures, the findings by Chen et al. (2010) cannot be extended to private firms. Furthermore, it should be noted that Chen et al. (2010) performed their study in a national setting that is characterized by strong investor protection (La Porta et al., 1997), whereas our sample is from a country with a traditionally lower level of investor protection (Achleitner et al., 2014). Hence, our results being different from Chen et al. (2010) might partially result from the differences in the institutional environment.

Like Steijvers and Niskanen (2014), we investigate a sample of private firms from a European country. Based on a sample of private firms from Finland, Steijvers and Niskanen (2014) find that family firms avoid less tax than non-family firms, which is rather surprising given that private firms do not have to take stock market considerations into account. However, it should be noted that the effect found by them cannot really be considered significant in economic terms. In large part, their results may be attributed to the institutional setting of Finland: Steijvers and Niskanen (2014) stress that Finland has particularly high book-tax alignment, which is regularly assumed to limit tax avoidance since it introduces high non-tax costs (Hanlon et al., 2005; Atwood et al., 2010). Presuming that family firms aim for high payouts to shareholders, tax avoidance that also reduces accounting income would be detrimental to the interest of shareholders.

Our results are in line with findings by Mafrolla and D'Amico (2016) and Gaaya et al. (2017). As noted in Section 2, Mafrolla and D'Amico (2016) find, based on a sample of public Italian firms, that family firms tend to be more engaged in tax avoidance – which they interpret as evidence of an entrenchment effect – and Gaaya et al. (2017) find that Tunisian public family firms were more “tax-aggressive” than non-family firms. They also find that the association is weaker when the family firm is audited by

a Big4 auditor, reinforcing the argument that tax avoidance happens at the expense of minority shareholders.

Hypothesis 2 states that the higher the proportion of family ownership, the more taxes will be avoided. Assuming that the family reaps private benefits from control over the firm (entrenchment effect), it can be expected that tax avoidance will be more pronounced as the family has more control. Our evidence again supports our hypothesis: family firms with a higher proportion of family ownership avoid more tax. This is in line with the findings of Gaaya et al. (2017), who found a positive association between the proportion of family ownership and tax avoidance, and with Mafrolla and D'Amico (2016), who conclude that family firms increase their tax avoidance at particularly high levels of family involvement.

Hypotheses 3a and 3b state that the higher the number of shareholders the more the firm engages in tax avoidance. The rationale behind these hypotheses is that the more “hungry mouths” demanding a dividend for their private consumption – or as a compensation for not being granted active involvement in the firm – the greater the need for the firm to increase after-tax cash flows. This need for cash induces the firm to avoid taxes. Our results support hypothesis 3a and therefore suggest that the number of shareholders – controlled for firm size – has a positive effect on tax avoidance. However, with regard to hypothesis 3b we fail to produce clear evidence that the positive effect of the number of shareholders on tax avoidance is stronger for family firms. Nevertheless, the finding that the number of shareholders is positively associated with tax avoidance among large private family (and also non-family) firms is in line with the generational effect found by Sánchez-Marín et al. (2016); they find that private family firms in Spain avoid tax more when they are not managed by the founding, but by a subsequent, generation. Usually, the older a family firm becomes and the more often shares have been bequeathed, the larger and more dispersed the number of family shareholders. Whereas Sánchez-Marín et al. (2016) explain their finding by noting that members of subsequent generations have more management experience, we suggest that passing the firm on to subsequent generations increases the number of shareholders who require cash dividends, giving the firm an incentive for tax avoidance.

We acknowledge that our study has its limitations. The measurement of family-specific behavior is done by a dummy that assumes a certain homogeneity of family

firms. Nevertheless, we provide additional insights as we have used two other measures that only measure certain aspects in family firms. It should be noted, however, that random-effects regressions come with a drawback. They work with a strong assumption that the individual firm effect is orthogonal to other independent variables (Baltagi, 2013). This would mean that specific skills within the management of the family firm would not lead to a change in other variables (profitability, leverage, etc.).

A further methodological shortcoming is that we use a measure for tax avoidance that is derived from an accrual basis and thus might be affected by earnings management. We control for balance sheet items that may induce higher reported earnings and overstate our measures for tax avoidance. It would have been advantageous to use cash-based measures such as the common Cash ETR (Dyreng et al. 2008), but due to restrictions in data availability, we were not able to do so.

Conclusion

The objective of this paper is to examine the effect of family involvement on tax management in German private family firms. To answer this research question, we apply panel regressions to a dataset comprising 678 German private firms from 2010 through 2014. Based on arguments derived from classical agency theory, we hypothesize and find that family firms exhibit more tax avoidance relative to non-family firms, and that family firms' tax avoidance increases with the percentage of family ownership. Furthermore, we hypothesize and find that the number of shareholders has a positive effect on tax avoidance. Our results indicate that the absence of a separation of ownership and control results in higher risk-taking through tax avoidance by family firms which results in higher after-tax cash flows that are then available for shareholder payouts. This effect is stronger as the level of family control over the firm (as represented by the percentage of family ownership) rises.

The study adds to two streams of literature: research on family firms and research on tax avoidance. We add to family-firm research by showing that family shareholders use their combined leverage to extract rents for private consumption from firms and that this effect increases with the dispersion of shares among an increasing number of family members. We add to research on tax avoidance by confirming that tax avoidance and rent extraction are complementary phenomena, which had been called into doubt by recent research (Seidman & Stomberg, 2017).

This study differs from prior studies in several ways. First, it analyzes large private family firms. Previous studies either examined public companies (Chen et al., 2010; Mafrolla & D'Amico, 2016; Gaaya et al., 2017) or relatively small private companies (Steijvers & Niskanen, 2014; Sanchez-Marín et al., 2016). The present study uses a private and unique dataset of German large private firms, in a setting characterized by low investor protection. Unlike firms in liquid equity markets, private family firms are less exposed to external control and capital market pressures. Clearly, these boundary conditions facilitate private rent-seeking by the controlling shareholders. Second, we offer an alternative explanation to the generational effects found by Sánchez-Marín et al. (2016), arguing that tax avoidance in family firms may not only be attributable to increased experience and skills among the management, but also a growing concern for financial management over generations.

In contrast to the findings by Chen et al. (2010), private family firms do not necessarily forgo economic benefits in return for decreased agency cost and reputational aspects. With respect to tax avoidance, it remains open as to whether family firms manage their taxes in such a way that marginal benefits of tax avoidance (more after-tax income) and marginal cost (risk of additional payments, interest and fines) are in equilibrium. Recent research indicates that tax risk, which is central to this deliberation, and tax avoidance are distinct concepts that should be studied separately (Drake et al., 2017; Guenther et al., 2017). Hence, it is left to future research to examine whether and how family firms differ from non-family firms with regard to the riskiness of their tax positions, or whether they might be more successful tax avoiders.

References

- Achleitner, A.K., Günther, N., Kaeserer, C., Siciliano, G., 2014. Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *Eur. Account. Rev.* 23, 431–461.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *J. Financ. Econ.* 68, 263–285.
- Ang, J.S., Cole, R.A., Lin, J.W., 2000. Agency costs and ownership structure. *J. Finance.* 55(1), 81–106.
- Armstrong, C.S., Blouin, J.L., Jagolinzer, A.D., Larcker, D.F., 2015. Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *J. Account. Econ.* 60, 1–17.
- Armstrong, C.S., Blouin, J.L., Larcker, D.F., 2012. The incentives for tax planning. *J. Account. Econ.* 53, 391–411.
- Asker, J., Farre-Mensa, J., Ljungqvist, A., 2011. Comparing the investment behavior of public and private firms. NBER Working Paper 17394.
- Astrachan, J.H., Klein S.B., Smyrnios, K.X., 2002. The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family Bus. Rev.* 15, 45–58.
- Atwood, T.J., Drake, M.S., Myers, L.A., 2010. Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *J. Account. Econ.* 50, 111–125.
- Baltagi, B.H., 2013. *Econometric Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L.R., 2012. Socioemotional wealth in family firms. *Family Bus. Rev.* 25, 258–279.
- Bigelli, M., Sánchez-Vidal, J., 2012. Cash holdings in private firms. *J. Bank. Finance* 36, 26–35.
- Bird, A., Karolyi, S., 2017. Governance and taxes: Evidence from regression discontinuity. *Account. Rev.* 92, 29–50.
- Brav, O., 2009. Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *J. Finance* 64, 263–308.
- Burgstaller, J., Wagner, E., 2015. How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? *J. Risk Finance.* 61, 73–101.

- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin, T., 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *J. Financ. Econ.* 95, 41–61.
- Cheng, C.S.A., Huang, H.H., Li, Y., Stanfield, J., 2012. The effect of hedge fund activism on corporate tax avoidance. *Account. Rev.* 87, 1493–1526.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L. H. P., 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *J. Finance* 57, 2741–2771.
- Desai, M.A., Dharmapala, D., 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *J. Financ. Econ.* 79, 145–179.
- Drake, K.D., Lusch, S.J., Stekelberg, J., 2017. Does tax risk affect investor valuation of tax avoidance? *J. Account., Audit. Fin.* <https://doi.org/10.1177/0148558X17692674>.
- Dyreng, S.D., Hanlon, M., Maydew, E.L., 2008. Long-run corporate tax avoidance. *Account. Rev.* 83, 61–82.
- Dyreng, S.D., Hanlon, M., Maydew, E.L., 2010. The effects of executives on corporate tax avoidance. *Account. Rev.* 85, 1163–1189.
- Faccio, M., Lang, L., 2002. The ultimate ownership of western European corporations. *J. Financ. Econ.* 67, 365–395.
- Fama, E.F., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *J. Polit. Econ.* 88, 288–307.
- Fama, E.F., Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *J. Law Econ.* 26, 301–325.
- Gaaya, S., Lakhali, N., Lakhali, F., 2017. Does family ownership reduce corporate tax avoidance? The moderating effect of audit quality. *Manag. Audit. J.* 32, 731–744.
- Gallo, M. A., Tàpies, J., Cappuyns, K., 2004. Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Bus. Rev.* 17, 303–318.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., 2010. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Rev. Financ. St.* 23, 1051–1088.
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T., Shroff, N., 2014. Incentives for tax planning and avoidance: Evidence from the field. *Account. Rev.* 89, 991–1024.
- Guenther, D.A., Matsunaga, S.R., Williams, B.M., 2017. Is tax avoidance related to firm risk? *Account. Rev.* 92, 115–136.
- Gupta, S., Newberry, K., 1997. Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data. *J. Account. Public Policy.* 16, 1–34.

- Gurau, C., Benkraiem, R., 2013. How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs? *Int. J. Entr. Behav. Res.* 19, 149–164.
- Hanlon, M., Heitzman, S., 2010. A review of tax research. *J. Account. Econ.* 50, 127–178.
- Hanlon, M., Laplante, S.K., Shevlin, T., 2005. Evidence for the possible information loss of conforming book income and taxable income. *J. Law Econ.* 48, 407–442.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305–360.
- Khan, M., Srinivasan, S., Tan, L., 2017. Institutional ownership and corporate tax avoidance: New evidence. *Account. Rev.* 92, 101–122.
- Klein, S.B., Astrachan, J.H., Smyrniotis, K.X., 2005. The F-PEC scale of family influence: Construction, validation and further implication for theory. *Entr. Th. Pract.*, 29, 321–339.
- Koropp C., Kellermanns, F.W., Grichnik, D., Stanley, L., 2014. Financial decision making in family firms: An adaptation of the theory of planned behaviour. *Family Bus. Rev.* 27, 307–327.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *J. Finance.* 54, 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1997. Legal determinants of external finance. *J. Finance.* 52, 1131–1150.
- Lennox, C., Lisowsky, P., Pittman, J., 2013. Tax aggressiveness and accounting fraud. *J. Account. Res.* 51, 739–778.
- Lisowsky, P., 2010. Seeking shelter: Empirically modeling tax shelters using financial statement information. *Account. Rev.* 85, 1693–1720.
- Mafrolla, E., D'Amico, E. (2016). Tax aggressiveness in family firms and the non-linear entrenchment effect. *J. Family Bus. Strat.* 7, 178–184.
- McGuire, S.T., Wang, D., Wilson, R.J., 2014. Dual class ownership and tax avoidance. *Account. Rev.* 89, 1487–1516.
- Michaely, R., Roberts, M. R., 2012. Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *Rev. Financ. St.* 25, 711–746.
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., Steijvers, T., 2015. Dividends and family governance practices in private family firms. *Small Bus. Econ.* 44, 299–314.
- Morck, R., Wolfenzon, D., Yeung, B., 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *J. Econ. Lit.* 43, 655–720.

- Perrini, F., Russo, A., Tencati, A., 2007. CSR strategies of SMEs and large firms. Evidence from Italy. *J. Bus. Ethics.* 74, 285–300.
- Petersen, M.A., 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Rev. Financ. Stud.* 22, 435–480.
- Rego, S.O., Wilson, R., 2012. Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *J. Account. Res.* 50, 775–810.
- Richardson, G., Wang, B., Zhang, X., 2016. Ownership structure and corporate tax avoidance: Evidence from publicly listed private firms in China. *J. Cont. Account. Econ.* 12, 141–158.
- Sánchez-Marín, G., Portillo-Navarro, M.J., Clavel, J.G., 2016. The influence of family involvement on tax aggressiveness of family firms. *J. Family Bus. Man.* 6, 143–168.
- Scholes, M., Wolfson, M., Erickson, M., Maydew, E., Shevlin, T., 2005. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, third ed. Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., Buchholtz, A.K., 2001. Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Org. Sc.* 12, 99–116.
- Seidman, J.K., Stomberg, B., 2017. Equity compensation and tax avoidance: Disentangling managerial incentives from tax benefits and reexamining the effect of shareholder rights. *J. Amer. Tax. Ass.* 39(2), 21–41
- Setia-Atmaja, L., 2010. Dividend and debt policies of family-controlled firms: The impact of board independence. *Int. J. Manag. Finance.* 6, 128–142.
- Shackelford, D.A., Shevlin, T., 2001. Empirical tax research in accounting. *J. Account. Econ.* 31, 321–287.
- Shleifer, A., Vishny R.W., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94, 461–488.
- Steijvers, T. and Niskanen, M., 2014. Tax aggressiveness in private family firms: An agency perspective. *J. Family Bus. Strat.* 5, 335–396.
- Statistisches Bundesamt, 2015. Anzahl der Unternehmen in Deutschland nach Umsatzgrößenklassen Im Jahr 2013. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/239418/umfrage/unternehmen-in-deutschland-nach-umsatzgroessenklassen/> (accessed 12 October 2015).

- Stiftung Familienunternehmen, 2016. Der Beitrag der Familienunternehmen zum Steueraufkommen in Deutschland. http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Steuerbeitrag-der-Familienunternehmen-in-Deutschland.pdf (accessed 2 February 2018).
- Stiftung Familienunternehmen, 2017. Die Volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen. http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Volkswirtschaftliche-Bedeutung_Studie_Stiftung_Familienunternehmen.pdf (accessed 02 February 2018).
- Stiglitz, J.E., 1985. The general theory of tax avoidance. *Nat. Tax J.* 38, 325–337.
- Stock, J.H., Watson, M.W., 2012. *Introduction to econometrics*, third ed. Pearson, Boston, MA.
- Thiele, F.K., Wendt, M., 2017. Family firm identity and capital structure decisions. *J. Family Bus. Man.* 7, 221–239.
- Van Tendeloo, B., Vanstraelen, A., 2005. Earnings management under German GAAP versus IFRS. *Eur. Account. Rev.* 14, 155–180.
- Villalonga, B., Amit, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?. *J. Financ. Econ.* 80, 385–417.
- Watrin, C., Pott, C., Ullmann, R., 2012. The effects of book-tax conformity and tax accounting incentives on financial accounting: Evidence from public and private limited companies in Germany. *Int. J. Account. Audit. Perf. Eval.* 8, 274–302.
- Zariyawati M.A., Hirnissa M.T., Diana-Rose, F., 2017. Working capital management and firm performance of small and large firms in Malaysia. *J. Global Bus. Soc. Entr.* 3, 166–177.
- Zhou, X., 2001. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: Comment. *J. Financ. Econ.* 62, 559–571.
- Zimmerman, J.L., 1983. Taxes and firm size. *J. Account. Econ.* 5, 119–149.

Table 1: Industry classification

Industry classification	Non-family firms		Number of firm year observations family firms		All sample firms	
	<i>n</i>	%	<i>n</i>	%	<i>n</i>	%
Agriculture	5	0.2%	15	0.5%	20	0.7%
Mining	5	0.2%	0	0.0%	5	0.2%
Manufacturing	494	16.2%	1,345	44.2%	1,839	60.4%
Energy and water supply	24	0.8%	5	0.2%	29	1.0%
Construction	28	0.9%	72	2.4%	100	3.3%
Wholesale and retails	222	7.3%	645	21.2%	867	28.5%
Hotel and restaurants	0	0.0%	9	0.3%	9	0.3%
Transportation and communication	19	0.6%	77	2.5%	96	3.2%
Real estate	33	1.1%	30	1.0%	63	2.1%
Other social activities	10	0.3%	5	0.2%	15	0.5%
Total	840	27.6%	2,203	72.4%	3,043	100.0%

Notes: This table reports the composition of the 678 sample firms by industry classification. Sample period is for the five-year period from 2010 to 2014, for a total of 3,043 firm-years. Data are collected from Euler Hermes, the DAFNE database and from the Hamburg Institute of Family-Owned Business. The sample consists of unlisted German firms that fell into the definition of large corporations according to the German commercial code. The relevant lower-bound thresholds refer to revenue (€40m) and total assets (€20m). The industry classification has been conducted with NACE codes kindly provided by Euler Hermes. The database excluded financial, insurance, holding firms, cooperatives, firms with a public shareholder and firms with a personal liability of an individual. Family Firms were strictly classified (see section “Dataset and methodology”). The percentages are the number of observations in each industry divided by the total numbers of observations.

Table 2: Overview variable definitions

Variables (Abbreviation)	Definition	Source of data
Current effective tax rate (CETR)	$= (\text{Current tax expense} / \text{Pre-tax income}) / \text{Total assets}$	Euler Hermes database
Family firm (FF)	Indicator variable, 1 if family firm	Hamburger Institut für Familienunternehmen
Proportion of family shareholdings (Prop.)	Shares owned by family / Shares outstanding	DAFNE database Bureau van Dijk
No. of shareholders (No. Sh.)	Number of shareholders	DAFNE database Bureau van Dijk
Property, plant and equipment (PPE)	$= \text{Property, plant and equipment} / \text{Total assets}$	Euler Hermes database
Provisions	$= \text{Provisions} / \text{Total assets}$	Euler Hermes database
Log. Firm Age	$= \text{Natural log of firm age in years}$	Euler Hermes database
Firm Size	$= \text{Natural log of total assets}$	Euler Hermes database
Debt interest	$= \text{Interest bearing debt} / \text{Total assets}$	Euler Hermes database
Profitability	$= \text{EBITDA} / \text{Total assets}$	Euler Hermes database
Intangibility	$= \text{Intangible assets} / \text{Total assets}$	Euler Hermes database
Equity Income	$= \text{Income from subsidiaries} / \text{Total assets}$	Euler Hermes database

Notes: This table presents the variables, their definitions and sources of the data used in this study. Accounting data were obtained from the Euler Hermes database, the classification of firms into family- and non-family firms was provided by the Hamburg Institute of Family-Owned Business and data on firm ownership were obtained from DAFNE database of Bureau van Dijk.

Table 3: Descriptive statistics of applied variables

Variables	All sample N=3,043	Mean		t-stat. (1)-(2)
		Non-family-firm observation N=840 (1)	Family-firm observation N=2,203 (2)	
<i>Revenue (€)</i>	500,526,664.97	667,956,253.27	436,686,059.20	2.499 *
<i>Total assets (€)</i>	347,240,572.39	409,819,656.06	323,379,278.57	0.884
CETR	0.306	0.356	0.287	2.514 *
PPE	0.321	0.325	0.320	0.794
Provision	0.145	0.178	0.132	9.736 ***
<i>Age</i>	66.870	50.374	73.160	-12.230 ***
Log. Firm Age	3.957	3.670	4.066	-13.840 ***
Firm Size	18.430	18.796	18.290	11.390 ***
Debt interest	0.134	0.097	0.148	-8.398 ***
Profitability	0.106	0.082	0.115	-9.689 ***
Intangibility	0.016	0.018	0.015	2.198 *
Equity Income	0.001	0.002	0.001	1.713

Notes: This table presents summary tests for differences in means. The abbreviation “log.” refers to logarithmized variables. Variables written in italic are not used in the regressions and are only shown as additional information. Data are annual periods from 2010-2014. *, **, ***; Significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels.

Table 4: Pearson's correlation matrix

	CETR	FF	Prop.	No. Sh.	PPE	Provisions	Log. Firm Age	Firm Size	Debt Interest	Profitability	Intangibility	Equity Income
CETR	1.00											
FF	-0.12 (0.00)	1.00										
Prop.	-0.11 (0.00)	0.97 (0.00)	1.00									
No. Sh.	-0.05 (0.01)	-0.09 (0.00)	-0.09 (0.00)	1.00								
PPE	-0.06 (0.00)	-0.01 (0.55)	-0.01 (0.68)	-0.03 (0.07)	1.00							
Provisions	0.08 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.15 (0.00)	0.08 (0.00)	-0.02 (0.39)	1.00						
Log. Firm Age	-0.04 (0.02)	0.24 (0.00)	0.25 (0.00)	0.05 (0.00)	0.03 (0.10)	0.14 (0.00)	1.00					
Firm Size	0.10 (0.00)	-0.21 (0.00)	-0.22 (0.00)	0.13 (0.00)	0.14 (0.00)	0.21 (0.00)	0.04 (0.02)	1.00				
Debt Interest	-0.07 (0.00)	0.15 (0.00)	0.14 (0.00)	-0.03 (0.16)	0.28 (0.00)	-0.31 (0.00)	-0.02 (0.20)	-0.11 (0.00)	1.00			
Profitability	-0.09 (0.00)	0.18 (0.00)	0.18 (0.00)	-0.07 (0.00)	0.14 (0.00)	-0.05 (0.01)	0.02 (0.20)	-0.06 (0.00)	-0.05 (0.01)	1.00		
Intangibility	0.07 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.08 (0.00)	0.03 (0.09)	0.21 (0.00)	0.09 (0.00)	0.01 (0.43)	0.24 (0.00)	0.05 (0.01)	-0.01 (0.41)	1.00	
Equity Income	0.05 (0.01)	-0.16 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.02 (0.18)	0.03 (0.09)	0.04 (0.00)	-0.06 (0.00)	0.13 (0.00)	-0.09 (0.00)	-0.12 (0.00)	-0.02 (0.17)	1.00

Notes: This table presents the correlation matrix for all 3,043 firm-year observations over the five years from 2010 through 2014. *p*-values are in parentheses.

Table 5: Regression output

VARIABLES	(1) CETR OLS I	(2) CETR RE I	(3) CETR OLS II	(4) CETR RE II	(5) CETR OLS IIIa	(6) CETR RE IIIa	(7) CETR OLS IIIb	(8) CETR RE IIIb
FF	-0.0375*** (0.0100)	-0.0337** (0.0166)					-0.0374*** (0.0105)	-0.0327* (0.0173)
Prop.			-0.000318*** (0.000103)	-0.000283* (0.000170)				
No. Sh.					-0.000572*** (9.68e-05)	-0.000592*** (0.000187)	-0.000586*** (9.66e-05)	-0.000589*** (0.000188)
FF x No. Sh.							-0.000685 (0.000418)	-0.000836 (0.000702)
PPE	-0.0894*** (0.0260)	-0.0556 (0.0396)	-0.0875*** (0.0260)	-0.0547 (0.0396)	-0.0833*** (0.0261)	-0.0474 (0.0399)	-0.0869*** (0.0261)	-0.0478 (0.0400)
Provisions	0.107** (0.0460)	0.134* (0.0754)	0.111** (0.0461)	0.138* (0.0755)	0.132*** (0.0462)	0.157** (0.0757)	0.117** (0.0462)	0.143* (0.0758)
Log. Firm Age	-0.00811 (0.00567)	-0.00372 (0.00962)	-0.00882 (0.00570)	-0.00437 (0.00970)	-0.0136** (0.00554)	-0.00833 (0.00928)	-0.00614 (0.00581)	-0.00157 (0.00991)
Firm Size	0.0118*** (0.00449)	0.0145** (0.00721)	0.0120*** (0.00452)	0.0148** (0.00723)	0.0157*** (0.00460)	0.0183** (0.00757)	0.0134*** (0.00452)	0.0163** (0.00736)
Debt Interest	-0.0268 (0.0300)	-0.0175 (0.0448)	-0.0315 (0.0299)	-0.0207 (0.0447)	-0.0422 (0.0302)	-0.0299 (0.0453)	-0.0267 (0.0300)	-0.0188 (0.0449)
Profitability	-0.151** (0.0650)	-0.293*** (0.0844)	-0.160** (0.0652)	-0.299*** (0.0844)	-0.197*** (0.0651)	-0.321*** (0.0838)	-0.154** (0.0652)	-0.296*** (0.0849)
Intangibility	0.812*** (0.274)	0.915** (0.371)	0.803*** (0.274)	0.911** (0.372)	0.858*** (0.274)	0.920** (0.372)	0.836*** (0.276)	0.905** (0.374)
Equity income	8.117 (11.70)	11.05 (18.40)	8.731 (11.73)	11.53 (18.43)	11.36 (11.91)	13.36 (19.14)	6.941 (11.81)	10.54 (19.04)
Constant	0.160* (0.0920)	0.119 (0.150)	0.163* (0.0930)	0.116 (0.150)	0.0841 (0.0996)	0.0459 (0.163)	0.129 (0.0992)	0.0879 (0.161)
Year	included	included	included	included	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included	included	included	included	included
Observations	3,043	3,043	3,043	3,043	3,016	3,016	3,016	3,016
Adj. R-Squared	0.0426	0.0444	0.0408	0.0428	0.0407	0.0428	0.0467	0.0488
Firms	678	678	678	678	672	672	672	672

Notes: This table presents the results of the pooled OLS and random-effect panel regressions (RE). Two dependent variables have been applied to examine the different hypotheses (cf. section 3). Robust standard errors corrected for clustering are in parentheses. *, **, ***; Significant at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively. "log." refers to logarithmized values transformed to correct for right-skewedness. The results refer to the financial data from 2010 through 2014. It is to be noted that for CETR, only firms with a positive tax income could be included. This explains the variation in N across the models.