

**Über die Volatilität von börsenkotierten Schweizer Familienunternehmen
während der Finanzkrise von 2008/2009**

Bachelorarbeit
in
Corporate Finance
am
Institut für Banking & Finance
an der



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Lehrstuhl von Prof. Dr. Alexander Wagner

Verfasser:
Patrick Furrer

Abgabedatum:
08. November 2012

Executive Summary

Problemstellung

Ein grosser Anteil der börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz sind sogenannte Familienunternehmen, d.h. Unternehmen, welche von einem Aktionär oder gar noch einem Gründer der Firma dominiert und eventuell sogar geführt werden (Fueglistaler und Zellweger (2004)). Ausgehend von dem Gedanken, dass ein Familienunternehmer oft einen beträchtlichen Anteil seines Vermögens in Form von Aktien des besagten Unternehmens hält, wird in der vorliegenden Arbeit davon ausgegangen, dass solche Familienunternehmen prinzipiell risikoaverser ausgerichtet sind als andere vergleichbare Unternehmen. Diese potenziell tiefere Risikobereitschaft sollte sich unter der Annahme von vollständiger Information zumindest teilweise auf die Volatilität der Aktienkurse von Familienunternehmen auswirken. Die Finanzkrise, welche im Herbst 2007 über die Welt hereingebrochen ist, hat das Risikoverhalten respektive das Risikoverständnis der Investoren stark geprägt. Speziell während den Krisenjahren 2008 und 2009 war das Investitionsverhalten tendenziell risikoavers (NZZ (2008)). Aus den oben beschriebenen Gründen wird daher die Hypothese aufgestellt, dass börsenkotierte Schweizer Familienunternehmen während der Finanzkrise von 2008/2009 eine tiefere Volatilität aufwiesen als andere Unternehmen und damit ein geringeres Risiko für die Investoren darstellten. Basierend auf dieser Hypothese wird nun in der vorliegenden Arbeit untersucht, ob sich die Aktienkurse von Familienunternehmen, welche an der Schweizer Börse kotiert und im SPI gelistet sind, während der Finanzkrise weniger volatil verhalten haben als die Aktienkurse anderer Unternehmen. Das Ziel dieser Arbeit ist es schlussendlich herauszufinden, ob es Evidenz für die oben aufgestellte Hypothese gibt und in einem weiteren Schritt, ob diese mögliche Familien-Prämie auch unabhängig von der Krise existiert.

Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit ist grundsätzlich in drei Teilbereiche gegliedert, wobei die Einleitung den ersten dieser Teilbereiche darstellt und eine Einführung in diese Arbeit gibt. Im zweiten, theoretischen Teil wird zunächst näher auf die vorhandene Literatur eingegangen. Es wird dabei eine kurze Übersicht über die noch relativ junge Geschichte der Familienunternehmens-Forschung gegeben. Wichtige Arbeiten und Forschungsergebnisse werden dabei hervorgehoben und näher erläutert. Eine der ganz wichtigen Publikationen in diesem Forschungszweig stellt hierbei die Arbeit von Anderson und Reeb (2003) dar. Sie fanden heraus, dass Familienunternehmen eine bessere Performance aufweisen als andere

vergleichbare Nicht-Familienunternehmen. Die Performance wurde dabei sowohl mittels Tobins Q als auch dem operativen Return on Asset gemessen, die Ergebnisse repräsentieren also sowohl Marktwerte als auch Buchwerte. Aus der Literatur ging allerdings relativ schnell hervor, dass die Ergebnisse solcher Untersuchungen in diesem Forschungsgebiet sehr stark von den verwendeten Klassifizierungskriterien abhängen. Strengere Kriterien, welche zum Beispiel einen Gründer, der die Unternehmung als CEO leitet, notwendig machen, um als Familienunternehmen klassifiziert zu werden, führen dabei tendenziell zu solchen Resultaten, welche Familienunternehmen eine bessere Performance bescheinigen und vice versa (Barontini und Caprio (2006)). Aufgrund der offensichtlich grossen Auswirkungen der Klassifizierungskriterien auf die Untersuchungsergebnisse, werden einige gemeinsame Tendenzen aufgegriffen und näher beschrieben. Des Weiteren werden die in der Schweiz gängigen Klassifizierungskriterien erläutert, welche einer Publikation von Ernst & Young aus dem Jahr 2004 entnommen wurden. Die besagten Klassifizierungskriterien haben auf die vorliegende Arbeit ebenfalls einen gewichtigen Einfluss, dabei wird zusätzlich noch eine Unterteilung zwischen Familienunternehmen und Gründer-Familienunternehmen eingeführt.

Der dritte empirische Teil ist gleichzeitig auch der Hauptteil dieser Arbeit. Hier wird die eigene Untersuchung beschrieben und dokumentiert. Wie bereits erwähnt, werden in dieser Arbeit lediglich Unternehmen berücksichtigt, welche im Swiss Performance Index gelistet sind. Dabei umfasst der gewählte Zeithorizont die Jahre zwischen 2006 und 2011. Da jedoch nicht von allen 216 gelisteten Titeln die benötigten Daten über den genannten Zeitraum zur Verfügung stehen, werden schliesslich nur 190 Aktientitel für die Untersuchungen verwendet. Davon können 49 als Familientitel und 30 als Gründer-Familientitel klassifiziert werden. Da es sich bei dem verwendeten Datenmaterial um Paneldaten handelt, wird für die empirische Untersuchung eine pooled OLS-Regression angewendet. Dabei kommen grundsätzlich zwei verschiedene Gleichungen zur Anwendung: eine einfache Gleichung, welche lediglich die oben genannten Einflüsse des Familienbesitzes auf die Volatilität prüft, sowie eine erweiterte Gleichung, welche auch andere Einflüsse, wie etwa die Sektoren in denen die Unternehmen tätig sind, untersucht. Um eine differenzierte Untersuchung bezüglich Krisen- und Nichtkrisenzeiten durchführen zu können, wird das Datenpanel geteilt, so dass schlussendlich mit jeder Gleichung drei Regressionsanalysen durchgeführt werden. Dabei wird jeweils einmal das Datenpanel unverändert gelassen und zweimal in gekürzter Form verwendet. Bei den Untersuchungen mit den gekürzten Datenpanels werden jeweils einmal nur die Jahre 2008 und 2009 untersucht und einmal die Jahre von 2006 bis 2011, jedoch ohne die Jahre der Finanzkrise.

Resultate und allgemeine Beurteilung

Die Ergebnisse der oben beschriebenen Untersuchungen lassen den Schluss zu, dass Familienunternehmen während der Finanzkrise von 2008/2009 kein signifikant tieferes Risiko für ihre Aktionäre darstellten als andere Unternehmen. Dieses Ergebnis widerspricht zwar der in dieser Arbeit aufgestellten Hypothese, ist jedoch nicht gänzlich überraschend, da Erkenntnisse aus früheren Untersuchungen bereits auf ein solches Ergebnis hindeuteten (Lins, Volpin und Wagner (2012)). Einzig ein Familienunternehmer, welcher gleichzeitig auch den Verwaltungsrat präsidiert, scheint das Risiko für die Investoren – zumindest gemessen an den Marktwerten – etwas zu reduzieren. Dieser Effekt ist jedoch in den Jahren der Finanzkrise stark abnehmend. Bei einer deutlich strengeren Definition von Familienunternehmen – die in der vorliegenden Arbeit durch die Gruppe der Gründer-Familienunternehmen repräsentiert wird – sehen die Ergebnisse etwas anders aus. Wie aus dem theoretischen Teil bekannt ist, scheinen strengere Klassifizierungskriterien zu signifikanteren Ergebnissen zu führen. Ähnlich sieht es auch in der vorliegenden Arbeit aus. So gibt es Evidenz, dass Gründer-Familienunternehmen in der Tat eine tiefere Volatilität gegenüber den anderen Unternehmen aufweisen. Jedoch ist auch dieser Effekt während der Finanzkrise schwindend. Dieses Ergebnis steht ebenfalls mit früheren Erkenntnissen aus der Literatur, welche besagen, dass unternehmensspezifische Eigenschaften während der Finanzkrise oftmals nicht adäquat in den Marktwerten widerspiegelt werden, im Einklang (Zhou (2012)). Gründer-Familienunternehmen stellten daher für Investoren ebenfalls keine weniger risikoreiche Investitionsalternative während der Finanzkrise dar. Obschon die Ergebnisse dieser empirischen Untersuchungen gewissen Limitationen unterliegen, muss die in dieser Arbeit aufgestellte Hypothese mehrheitlich als widerlegt betrachtet werden.