

München, 24. April 2007

“Insider Ownership, Shareholder Structures and Corporate Governance“: Studie zum Anteilsbesitz von Vorstand und Aufsichtsrat am eigenen Unternehmen

Im Zentrum der von Benjamin Moldenhauer am Center for Entrepreneurial an Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München durchgeführten Untersuchung steht eine empirische Analyse börsennotierter Unternehmen in Deutschland, die sich mit dem Ausmaß, den Determinanten und den Auswirkungen von Insider Ownership, d.h. dem Anteilsbesitz von Vorstand und Aufsichtsrat am eigenen Unternehmen, beschäftigt. Dabei wird der in anderen Ländern teilweise nachgewiesene Zusammenhang zwischen Insider Ownership und Performance in den Mittelpunkt der Analyse gestellt. Hierzu werden drei Querschnitts-Stichproben aus der Grundgesamtheit aller an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Nicht-Finanzunternehmen zum Jahresende 1993, 1998 und 2003 einzeln und zusammen (pooled) untersucht. Da bisherige Untersuchungen zu diesem Thema darauf hindeuten, dass der Zusammenhang von Insider Ownership und Performance zwischen den unterschiedlichen Corporate Governance Systemen variiert, wird das Thema Corporate Governance auch über den Teilaspekt der Insider Ownership hinaus behandelt.

Zunächst gibt die Studie einen kompakten Überblick über das Verständnis von Corporate Governance im Allgemeinen sowie die verschiedenen Grundtypen (Corporate Law vs. Capital Market) und das deutsche System der Corporate Governance im Besonderen. Dabei wird betont, dass Insider Ownership nur als ein Element unter vielen sog. Corporate Governance Mechanismen zu sehen ist, das vermag Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Management zu mildern.

Anschließend wird zuerst das zentrale Problem der börsennotierten Publikumsgesellschaft, d.h. die Trennung von Eigentum und Kontrolle, erläutert. Hierbei wird postuliert, dass die Interessen von Aktionären und Management oft in erheblichem Ausmaß differieren. Dies kann im Endeffekt dazu führen, dass das Management entgegen dem Willen der

Eigentümer (Aktionäre) handelt. So werden in einer detaillierten bottom-up Analyse die Interessen verschiedener Aktionärsgruppen - unterteilt nach Aktionärsidentität und Aktionärskonzentration - systematisch untersucht. Abschließend wird ein Überblick über die verschiedenen Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern und Management gegeben und Insider Ownership als ein möglicher Lösungsweg angeführt.

Die sich anschließende top-down Perspektive betrachtet die Bedeutung von Insider Ownership unter dem Blickwinkel verschiedener ökonomischer Theorien. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf den institutionenökonomischen Ansätzen im Allgemeinen und der Principal-Agent Theorie im Besonderen. Gemäß dieser Theorie handeln Vorstände als Agenten der Aktionäre (d.h. Eigentümer), wobei sie aber in der Regel ihre eigenen Präferenzen nicht unberücksichtigt lassen. Anschließend wird ein Überblick über Studien zu Aktionärsstrukturen in Deutschland sowie über Untersuchungen zum Verhältnis von Insider Ownership und Performance gegeben.

Aufbauend auf den theoretischen Erkenntnissen und empirischen Ergebnissen vorangegangener Studie werden Hypothesen zu i) den Determinanten von Insider Ownership, ii) den Auswirkungen von Insider Ownership auf die Kontrollsituation von Unternehmen und iii) den Auswirkungen von Insider Ownership auf die Performance von Unternehmen formuliert. Die insgesamt zwölf aufgestellten Hypothesen werden in der folgenden Untersuchung empirisch überprüft.

Die vorgestellten deskriptiven Statistiken belegen, dass Unternehmensinsider im Durchschnitt ca. ein Drittel der Stimmrechte des eigenen Unternehmens halten und damit als eine der wichtigsten Aktionärsgruppen zu sehen sind. Die Messung des Unternehmenserfolgs wird anhand von 5-Jahres Buy-and-Hold Renditen (BAHR) sowie dem Verhältnis von Markt- zu Buchwert (MTBV) und der Gesamtkapitalrendite (ROA) vorgenommen. Die Überprüfung der Hypothesen gelangt zu folgenden Ergebnissen:

Bei der Schätzung von linearen Regressionsmodellen mit Insider Ownership als abhängige Variable (Results I) ergibt sich ein hoch signifikanter, negativer Einfluss der Unternehmensgröße. Für die zweite vermutete Determinante, das Firmenrisiko, kann im Regressionsmodell kein signifikanter Zusammenhang nachgewiesen werden.

Die Auswirkungen von Insider Ownership auf die Kontrollsituation (Results II) werden anhand von einfachen Regressionsmodellen, Korrelationsanalysen und Mittelwertvergleichen untersucht. Für den postulierten negativen Zusammenhang zwischen Insider Ownership und der Größe des Vorstands und des Aufsichtsrats findet sich stark signifikante Bestätigung. Ebenso starke Beweise werden für die substitutive Beziehung zwischen Insider Ownership und dem Anteilsbesitz und der Anzahl sog. Paketaktionäre (Blockholder), d.h. derjenigen Aktionäre die mindestens fünf Prozent der Stimmrechte besitzen, präsentiert.

Dem Zusammenhang von Insider Ownership und Performance (Results III) kann in der Mehrzahl der Modelle ein hoch signifikanter positiver Einfluss von Insider Ownership auf den Unternehmenserfolg nachgewiesen werden. Dies wird mit einer Gleichschaltung der Interessen von Aktionären und Management erklärt (Alignment of Interest Hypothese).

Als Beispiel für die Praxisrelevanz der Insider Ownership-Performance Beziehung wird der German Entrepreneurial Index (GEX) angeführt, der Wertentwicklung eigentümergeleiteter deutscher Unternehmen widerspiegelt.

Die Arbeit ist mittlerweile als Buch im Verlag Wissenschaft und Praxis, D-75447 Sternenfels erschienen und im Buchhandel erhältlich (ISBN 978-3-89673-429-7).

Weitere Informationen:

Stiftung Familienunternehmen

Stefan Heidbreder

Geschäftsführer

Ismaninger Strasse 56

D-81675 München

Tel.: +49 (0) 89 / 20 18 66 11

Fax: +49 (0) 89 / 20 18 66 19

heidbreder@familienunternehmen.de