

WHY MANAGERS HOLD SHARES OF THEIR FIRM - EMPIRICAL ANALYSIS

CFR WORKING PAPER 06-11

Viele Top-Manager von Aktiengesellschaften halten freiwillig einen beträchtlichen Bestand an Aktien des eigenen Unternehmens. Dies ist eine erstaunliche Beobachtung, denn eigentlich sollten Manager kein Interesse daran haben, in ihre eigenen Firmen zu investieren. Da bereits ein beträchtlicher Teil ihres Humankapitals in der Firma investiert ist, sind sie durch eine zusätzliche Finanzinvestition in ihrer eigenen Firma dann nur unzureichend diversifiziert. Es wurde in der Literatur argumentiert, dass mögliche Gründe für Managereigentum private Kontrollnutzen oder Overconfidence von Managern sein könnten. In dieser Arbeit schlagen wir eine neue, alternative Erklärung vor: Wir untersuchen, ob Investitionen im eigenen Unternehmen für Manager eine hohe Rendite erzielen und daher sinnvoll aus deren Sicht sind. Ein solcher Effekt kann auftreten, da Manager mit hohem Eigentum in ihrer Firma einen starken Anreiz haben, den Firmenwert zu steigern. Dies sollte zu einer besseren Performance von Firmen führen, bei denen die eigenen Manager einen hohen Anteil halten.

Unsere empirische Studie umfasst Daten aller Firmen des S&P 500 und des S&P 1500 für die Jahre 1994-2005 bzw. 1996-2006. Wir finden, dass Firmen, bei denen der Manager einen signifikanten Anteil der Firmenaktien hält, eine deutlich bessere Aktienperformance aufweisen als Firmen ohne Managereigentum. Zum Beispiel erzielt ein wertgewichtetes Portfolio das aus allen Aktien des S&P 500 besteht, bei denen ein Manager der Firma mehr als 10% der Firmenaktien besitzt, Überrenditen von 13% p.a. Diese Überrenditen wurden nach einer Risikokorrektur für den Einfluss bekannter systematischer Risikoquellen nach Fama/French (1993) und Carhart (1997) realisiert. Da Angaben über das Eigentum von Managern in den USA öffentlich zugänglich sind, resultieren die dokumentierten Überrenditen aus einer ausschließlich auf öffentlichen Informationen basierenden Strategie.

Dieses Ergebnis liefert eine Erklärung dafür, weshalb Manager in ihre eigenen Firmen investieren: Es lohnt sich für sie! Sie sind nicht konsistent mit alternativen Erklärungsansätzen wie private Kontrollnutzen oder Overconfidence von Managern, da diese sich entweder gar nicht oder negativ auf die Aktienrenditen auswirken sollten. Unser Ergebnis abnormaler Renditen von Firmen mit Managereigentum wirft allerdings die Frage auf, weshalb die offensichtlich wertvolle Information über Managereigentum nicht bereits vollständig in Preisen reflektiert wird (und somit keine Auswirkungen mehr auf Renditen hat). Eine mögliche Erklärung hierfür liefern neuere theoretische Modelle (z.B. von Lilienteld-Toal (2006) und Gorton/He (2006)). Diese zeigen, dass die Wert steigernden Anstrengungen eines Managers mit Aktieneigentum im Gleichgewicht nicht eingepreist sein können. Wäre dies nämlich der Fall, so hätten die Manager keine Anreize mehr, die mit Kosten verbundenen Anstrengungen, den Firmenwert zu steigern, auch tatsächlich zu leisten. Sie würden stattdessen einfach ihre Aktien verkaufen. Daher müssen im Gleichgewicht Aktienkurse zunächst so niedrig sein, dass die Manager ihre Aktien nicht verkaufen und die Wert steigernden Aktivitäten auch tatsächlich durchführen. In einem solchen Gleichgewicht kommt es dann zu den dokumentierten Überrenditen.