

CFR-working paper no. 08-05

**determinanten der aktionärspräsenz
auf hauptversammlungen deutscher
aktiengesellschaften**

p. Linge • e. Theissen

centre for financial research
Look deeper

Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften *

Philipp Linge / Erik Theissen **

April 2008

Zusammenfassung: Der vorliegende Beitrag untersucht die Determinanten der Hauptversammlungspräsenz deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften anhand einer Stichprobe von 126 Unternehmen über die Jahre 2004 bis 2006. Die Hauptversammlungspräsenz hängt (wenig überraschend) von der Aktionärsstruktur ab: sie sinkt mit dem Streubesitzanteil und steigt mit dem Anteil des größten Aktionärs. Zudem zeigt sich, daß die Hauptversammlungspräsenz mit dem standardisierten Handelsvolumen abnimmt. Dies deutet darauf hin, daß Unternehmen mit hohem Handelsvolumen eher kurzfristig orientierte Aktionäre haben. Weiterhin finden sich Hinweise darauf, daß die Hauptversammlungspräsenz ansteigt, wenn Vorstand und Aufsichtsrat eine Kürzung der Dividende vorschlagen. Die Hauptversammlungspräsenz von Unternehmen, die Namensaktien ausgegeben haben ist tendenziell niedriger als die von Unternehmen, die Inhaberaktien ausgegeben haben.

Abstract: We analyze the determinants of shareholder participation in the annual shareholders' meeting using a sample of 126 listed German corporations over the period 2004-2006. Participation depends (unsurprisingly) on the ownership structure: it is negatively related to the fraction of voting equity owned by small shareholders and positively related to the stake of the largest owner. We further find that shareholder participation is negatively related to the standardized trading volume. This suggests that firms with higher volume tend to have more short-term investors. Our results also indicate that shareholder participation increases if the management proposes a dividend cut. Finally, shareholder participation is lower in firms which have issued registered shares as compared to firms which have issued bearer shares.

* Wir danken der Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre für die freundliche Überlassung von Daten.

** Diplom-Volkswirt Philipp Linge und Prof. Dr. Erik Theissen, Universität Bonn, BWL I, Adenauerallee 24-42, 53113 Bonn, Email: theissen@uni-bonn.de.

Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften

April 2008

Zusammenfassung: Der vorliegende Beitrag untersucht die Determinanten der Hauptversammlungspräsenz deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften anhand einer Stichprobe von 126 Unternehmen über die Jahre 2004 bis 2006. Die Hauptversammlungspräsenz hängt (wenig überraschend) von der Aktionärsstruktur ab: sie sinkt mit dem Streubesitzanteil und steigt mit dem Anteil des größten Aktionärs. Zudem zeigt sich, daß die Hauptversammlungspräsenz mit dem standardisierten Handelsvolumen abnimmt. Dies deutet darauf hin, daß Unternehmen mit hohem Handelsvolumen eher kurzfristig orientierte Aktionäre haben. Weiterhin finden sich Hinweise darauf, daß die Hauptversammlungspräsenz ansteigt, wenn Vorstand und Aufsichtsrat eine Kürzung der Dividende vorschlagen. Die Hauptversammlungspräsenz von Unternehmen, die Namensaktien ausgegeben haben ist tendenziell niedriger als die von Unternehmen, die Inhaberaktien ausgegeben haben.

Abstract: We analyze the determinants of shareholder participation in the annual shareholders' meeting using a sample of 126 listed German corporations over the period 2004-2006. Participation depends (unsurprisingly) on the ownership structure: it is negatively related to the fraction of voting equity owned by small shareholders and positively related to the stake of the largest owner. We further find that shareholder participation is negatively related to the standardized trading volume. This suggests that firms with higher volume tend to have more short-term investors. Our results also indicate that shareholder participation increases if the management proposes a dividend cut. Finally, shareholder participation is lower in firms which have issued registered shares as compared to firms which have issued bearer shares.

A Problemstellung

Im Durchschnitt nehmen nur knapp über 50% der Aktionäre an den Hauptversammlungen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften teil. In anderen europäischen Ländern liegt die Quote auf einem ähnlichen Niveau (van der Elst 2004). Die Aktionärspräsenz bestimmt, welcher Kapitalanteil erforderlich ist, um die effektive Kontrolle über ein Unternehmen auszuüben. Sind beispielsweise auf einer Hauptversammlung 30% des Kapitals (ein nicht ungewöhnlich niedriger Wert¹) vertreten, so reicht eine Beteiligung von 15% für eine einfache Stimmenmehrheit aus; eine Beteiligung von nur 22,5% ergibt die für Satzungsänderungen erforderliche Mehrheit. Eine geringe Aktionärspräsenz ermöglicht somit "Zufallsmehrheiten". Dies wird als Problem wahrgenommen, wie etwa das folgende Zitat (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger 2006, S. 2) verdeutlicht:

... eine HV-Teilnahme von rund 50% der Anteilseigner ist nicht befriedigend. Zufallsmehrheiten oder Minderheiten, die in eigennützigem, kurzfristiger Orientierung sinnvolle Beschlüsse verhindern, sind eine Gefahr für die Unternehmensentwicklung und können den eher langfristig orientierten Anlegern schaden.

In jüngster Zeit wurden verschiedene Vorschläge gemacht, wie die Hauptversammlungspräsenz erhöht werden kann. Diese reichen von der verstärkten Nutzung moderner Kommunikationstechnik zur Erleichterung der Teilnahme (Hutter 2006) bis zur Gewährung von Prämien (etwa in Form höherer Dividende) für Aktionäre, die an der Hauptversammlung teilnehmen (Perlitt 2006). Auch der Einführung von Namensaktien wurde das Potential zugeschrieben, einer Erhöhung der Hauptversammlungspräsenz förderlich zu sein, da das Unternehmen direkt mit den im Aktienbuch registrierten Aktionären kommunizieren kann.² Sehr umstritten ist hingegen der Vorschlag von Robert Köhler, dem Vorstandsvorsitzenden der SGL Carbon AG, die Stimmen nicht anwesender Aktionäre als Stimmen im Sinne der Verwaltung zu zählen (Köhler 2006).

Um Maßnahmen zur Erhöhung der Aktionärspräsenz sinnvoll evaluieren zu können, muß allerdings zunächst einmal bekannt sein, von welchen Faktoren die Hauptversammlungspräsenz eigentlich abhängt. Der Beantwortung dieser Frage dient der vorliegende Beitrag. Wir untersuchen empirisch die Determinanten der Aktionärspräsenz auf den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften. Eine solche Untersuchung dient zum einen deskriptiv dem Verständnis der Bestimmungsgründe für die Teilnahmeentscheidung der Aktionäre. Außerdem kann überprüft werden, ob Unternehmen mit Namensaktien tatsächlich eine höhere Aktionärspräsenz aufweisen. Schließlich können die Resultate Anhaltspunkte für geeignete Maßnahmen zur Erhöhung der Hauptversammlungspräsenz liefern.

Die Ergebnisse zeigen, daß die Hauptversammlungspräsenz (wenig überraschend) von der Aktionärsstruktur abhängt: sie sinkt mit dem Streubesitzanteil und steigt mit dem Anteil des größten Aktionärs. Zudem zeigt sich, daß die Hauptversammlungspräsenz mit dem standardisierten Handelsvolumen abnimmt. Dies deutet darauf hin, daß Unternehmen mit hohem Handelsvolumen eher kurzfristig orientierte Aktionäre haben, die tendenziell nicht an Hauptversammlungen teilnehmen. Weiterhin finden sich Hinweise darauf, daß die Hauptversammlungspräsenz ansteigt, wenn Vorstand und Aufsichtsrat eine Kürzung der Dividende vorschlagen. Die Hauptversammlungspräsenz von Unternehmen, die Namensaktien ausgegeben haben ist tendenziell niedriger als die von Unternehmen, die Inhaberaktien ausgegeben haben.

Trotz der offenkundigen Relevanz der Fragestellung gibt es bislang kaum empirische Untersuchungen der Determinanten der Hauptversammlungspräsenz. Für den deutschen Markt sind uns lediglich Untersuchungen bekannt, die den Stimmrechtseinfluß von Banken bzw. institutionellen Investoren auf Hauptversammlungen untersuchen (Gottschalk 1988, Böhm 1992, Baums und Fraune 1995). Die Aktionärspräsenz wird in diesen Untersuchungen angegeben, aber nicht weiter thematisiert. Die einzige uns bekannte Studie, die die Bestimmungsgründe der Aktionärspräsenz untersucht, ist die Arbeit von van der Elst (2004) für den belgischen

Markt. Er untersucht die Präsenz auf den Hauptversammlungen von 70 belgischen Unternehmen in den Jahren 1994 und 2003. Als mögliche Einflußfaktoren werden die Marktkapitalisierung und verschiedene Aktionärsstrukturvariablen berücksichtigt. Zwei weitere Arbeiten (de Jong et al. 2004 sowie Maug und Rydqvist 2001) untersuchen das Abstimmungsverhalten auf den Hauptversammlungen niederländischer bzw. US-amerikanischer Unternehmen.

Unser Beitrag ist wie folgt aufgebaut. In Abschnitt 2 entwickeln wir die zu testenden Hypothesen. Abschnitt 3 beschreibt den verwendeten Datensatz. In Abschnitt 4 wird die eigentliche empirische Untersuchung dargestellt, wobei zunächst deskriptive Statistiken beschrieben werden, ehe dann im weiteren Verlauf Vorgehensweise und Ergebnisse der Regressionsanalyse erläutert werden. Der 5. Abschnitt faßt die Ergebnisse und ihre Implikationen zusammen.

B Hypothesen

Ausgangspunkt für die Hypothesenentwicklung ist die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in börsennotierten Aktiengesellschaften und die dadurch bedingte Existenz eines zumindest potentiellen Interessenkonfliktes zwischen Eigentümern und Managern. Dieser Konflikt begründet einen Anreiz für die Aktionäre, erstens ein an den Aktionärsinteressen ausgerichtetes Anreizsystem für das Management zu implementieren und zweitens die Handlungen des Managements zu überwachen. Der mögliche Ertrag solcher Überwachungsaktivitäten besteht in stärker an den Aktionärsinteressen ausgerichteten Managemententscheidungen und damit letztlich in einer Steigerung des Unternehmenswertes. Diesem Ertrag stehen jedoch Kosten sowohl monetärer Art als auch in Form der Opportunitätskosten des Zeitaufwands gegenüber.

Zu den Überwachungsaktivitäten zählen die Beschaffung und Auswertung von Informationen über Entscheidungen des Managements und deren Beweggründe, die Kommunikation mit dem Management und die Partizipation an Entscheidungen. All diesen Zwecken dient die

Hauptversammlung. Hier berichtete der Vorstand über das abgelaufene Geschäftsjahr und gibt einen Ausblick auf die Zukunft, er beantwortet Fragen der Aktionäre und stellt sich der Diskussion mit ihnen. Zudem werden zentrale Entscheidungen wie die über die Verwendung des Bilanzgewinns, über Satzungsänderungen (und damit auch Kapitalmaßnahmen), die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat sowie die Zusammensetzung des Aufsichtsrats getroffen.

Jedem Aktionär steht es frei, an der Hauptversammlung selbst teilzunehmen, sich vertreten zu lassen oder der Hauptversammlung fernzubleiben. Ein rationaler Aktionär wird an einer Hauptversammlung nur teilnehmen, wenn der resultierende Nutzen die Kosten für die Teilnahme übersteigt.³ Die Kosten der Teilnahme sind vom Anteilsbesitz weitgehend unabhängig und werden vom einzelnen Aktionär alleine getragen. Von etwaigen Steigerungen des Unternehmenswertes profitiert der Aktionär jedoch nur im Rahmen seiner Beteiligungsquote. Daraus ergibt sich, daß der Anreiz zu einer Teilnahme an der Hauptversammlung mit dem Anteilsbesitz des einzelnen Aktionärs steigt. Kleinaktionäre haben infolgedessen nur einen geringen Anreiz zur Teilnahme. Aus diesen Überlegungen resultieren die ersten beiden Hypothesen:

H 1: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ vom Streubesitzanteil ab.

H 2: Die Hauptversammlungspräsenz hängt positiv vom Anteil des größten Aktionärs ab.

Anzumerken ist hierzu, daß ein Großaktionär unter Umständen Entscheidungen innerhalb des Unternehmens zu seinen Gunsten beeinflussen kann und daraus ein Anreizproblem zwischen Großaktionär und Kleinaktionären entstehen kann. Daher könnten andere Aktionäre einen Anreiz haben, an der Hauptversammlung teilzunehmen um den Großaktionär zu kontrollieren (vgl. auch van der Elst 2004, Ernst et al. 2005). Allerdings besteht auch hinsichtlich dieser Kontrollaktivitäten wiederum das gleiche Free-Rider-Problem wie bereits in Bezug auf die Kontrolle des Managements.

Ausländische Aktionäre haben höhere Anreisekosten zur Hauptversammlung. Zudem können Sprachprobleme eine Teilnahme an der Hauptversammlung unattraktiv machen. Außerdem sind ausländische Depotbanken nicht verpflichtet, die Einladung zur Hauptversammlung an ihre Kunden weiterzuleiten.⁴ Schließlich hat auch die bis 2006 geltende dreiwöchige Hinterlegungsfrist ausländische Anleger teilweise von der Ausübung ihres Stimmrechts abgehalten (Maassen und Brown 2006, S. 233). Diese Überlegungen führen zu der folgenden Hypothese:

H 3: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ vom Anteil ausländischer Aktionäre ab.

Der Nutzen aus einer verbesserten Kontrolle des Managements sollte dann größer sein, wenn die Performance des Unternehmens in der Vergangenheit schlecht war und das Potential für unternehmenswertsteigernde Maßnahmen somit groß ist. Insofern sollte sich ein negativer Zusammenhang zwischen der Hauptversammlungspräsenz und der Performance zeigen. Die Performance kann auf verschiedene Weise gemessen werden. Erstens kann man die Rendite der Aktie im Jahr vor der Hauptversammlung betrachten und zur Rendite vergleichbarer Unternehmen in Beziehung setzen. Zweitens kann man auf das Kursniveau abstellen und es zu geeigneten Größen wie dem Jahresergebnis (im folgenden gemessen anhand des EBIT, des Gewinns vor Zinsen und Steuern⁵) oder dem Umsatz in Beziehung setzen. Durch den Vergleich des Kurs-EBIT-Verhältnisses bzw. des Kurs-Umsatz-Verhältnisses mit dem von Vergleichsunternehmen läßt sich die Bewertung des Unternehmens relativ zu der der Vergleichsgruppe erfassen. Drittens enthält der Dividendenvorschlag des Managements Informationen sowohl über die aktuelle Ergebnissituation des Unternehmens als auch über die Zukunftserwartungen des Managements. Dividendenerhöhungen sind gleichbedeutend mit guter, Dividendenkürzungen mit schlechter Performance. Zum Zusammenhang zwischen Aktionärspräsenz und Performance lassen sich damit insgesamt die drei folgenden Hypothesen formulieren:

H 4: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ von der Rendite der Aktie relativ zu der vergleichbarer Unternehmen ab.

H 5: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ vom Kurs-EBIT-Verhältnis und vom Kurs-Umsatz-Verhältnis ab.

H 6: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ von der Veränderung der Dividende ab.

Aktienanalysten veröffentlichen eine Einschätzung der zukünftigen Kursentwicklung der Aktie. Diese Information steht den Aktionären zur Verfügung. Analog zu der obigen Argumentation wäre zu erwarten, daß der Anreiz zur Teilnahme an der Hauptversammlung größer ist, wenn die Prognose der Analysten schlecht ist. Dies führt zu folgender Hypothese:

H 7: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ von der Analysteneinschätzung der Aktie ab.

Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Managern bestehen unter anderem deshalb, weil Manager einen Anreiz haben, verfügbare liquide Mittel auch dann zu investieren, wenn diese Investitionsprojekte aus Sicht der Aktionäre nicht vorteilhaft sind (Jensen 1986). Je höher bei gegebenem Jahresüberschuß die Dividendenausschüttung ist, desto weniger liquide Mittel stehen dem Management zur Verfügung. Höhere Gewinnausschüttungen entschärfen insoweit mögliche Anreizprobleme zwischen Aktionären und Managern und vermindern somit auch die Kontrollanreize für die Aktionäre (s. auch Easterbrook 1984). Dies führt zu folgender Hypothese:

H 8: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ von der Ausschüttungsquote ab.

Investoren am Kapitalmarkt haben unterschiedliche Anlagehorizonte. Anleger mit langem Horizont sind vermutlich eher bereit, in Kontrollaktivitäten zu investieren als kurzfristig orientierte Anleger. Infolgedessen sollte die Hauptversammlungspräsenz bei Unternehmen mit einem hohen Anteil langfristig orientierter Investoren höher sein. Nun sind Anlagehorizonte

natürlich nicht beobachtbar. Es kann aber vermutet werden, daß das Handelsvolumen (standardisiert anhand der Marktkapitalisierung oder des free float) eine Beziehung zum durchschnittlichen Anlagehorizont der Investoren aufweist: je kürzer der Horizont, desto höher das Handelsvolumen. Dies ergibt die folgende Hypothese:

H 9: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ vom standardisierten Handelsvolumen ab.

Bei Unternehmen, die in einem stabilen, wenig volatilen Umfeld tätig sind, sind Entscheidungen des Managements vermutlich leichter zu evaluieren und haben besser prognostizierbare Auswirkungen auf den Unternehmenswert als in Unternehmen, die in einem volatilen Umfeld tätig sind. Daher ist der Anreiz, das Management zu kontrollieren, in den letztgenannten Unternehmen möglicherweise größer. Verwendet man die Standardabweichung der Aktienrendite als ein Maß für die Unsicherheit über die Unternehmensentwicklung, so führt das zu folgender Hypothese:

H 10: Die Hauptversammlungspräsenz hängt positiv von der Volatilität der Aktienrendite ab.

Seit Ende der Neunziger Jahre haben zahlreiche Aktiengesellschaften die früher üblichen Inhaberaktien durch Namensaktien ersetzt. Ein Aktionär, der seine Kontrollrechte ausüben möchte, muß im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen sein⁶ und ist damit dem Unternehmen namentlich bekannt. Ein erklärtes Ziel der Umstellung auf Namensaktien bestand darin, die Kommunikation mit den Aktionären zu verbessern (von Rosen und Gebauer 2000). Während die Erfordernis der Eintragung im Aktienbuch die Kosten für die Teilnahme an der Hauptversammlung unter Umständen erhöht und damit die Präsenz vermindert, können die verbesserten Kommunikationsmöglichkeiten eine erhöhte Aktionärspräsenz zur Folge haben. Der Gesamteffekt ist damit zunächst unbestimmt. Daher formulieren wir zwei alternative Hypothesen:

H 11a: Die Hauptversammlungspräsenz ist größer, wenn ein Unternehmen Namensaktien emittiert hat.

H 11b: Die Hauptversammlungspräsenz ist kleiner, wenn ein Unternehmen Namensaktien emittiert hat.

Die voraussichtliche Dauer der Hauptversammlung bestimmt den Zeitaufwand und damit einen Teil der Kosten der Teilnahme. Daher ist zu vermuten, daß ceteris paribus die Präsenz negativ von der erwarteten Hauptversammlungsdauer abhängt. Verwendet man die Dauer der Hauptversammlung des Vorjahres als Proxy für die erwartete Dauer im laufenden Jahr, so ergibt sich als letzte Hypothese für unsere empirische Untersuchung:

H 12: Die Hauptversammlungspräsenz hängt negativ von der Hauptversammlungsdauer des Vorjahres ab.

C Daten

Wir beziehen in unsere Untersuchung alle Unternehmen mit ein, die zum Stichtag 1.9.2006 im DAX, MDAX, TecDAX oder SDAX enthalten waren. Ausgeschlossen werden allerdings Unternehmen mit Sitz im Ausland sowie Unternehmen, bei denen nur die Vorzugsaktien im Index enthalten sind. Der Untersuchungszeitraum umfaßt die ordentlichen Hauptversammlungen der Jahre 2004 bis 2006. Es werden nur Unternehmen einbezogen, die in allen drei Jahren börsennotiert waren. Neuemissionen der Jahre 2004-2006 bleiben somit unberücksichtigt. Diese Auswahlkriterien resultieren in einer Ausgangsstichprobe von 126 Unternehmen. Für diese Unternehmen wird die Hauptversammlungspräsenz auf der jeweiligen Internet-Seite des Unternehmens erhoben. Ist sie dort nicht verfügbar, so wird die Information bei der Investor-Relations-Abteilung des Unternehmens erfragt. Bleibt auch das erfolglos, wird auf die Erhebung der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger zurückgegriffen.⁷

Die Daten für die unabhängigen Variablen stammen aus verschiedenen Quellen. Als Streubesitz definieren wir die Summe aller Aktienanteile unter 5 Prozent, gemessen jeweils 21 Tage vor der Hauptversammlung. Die Anteilsdaten stammen aus Datastream. Der Meßzeitpunkt 21 Tage vor der Hauptversammlung ergibt sich daraus, daß an diesem Tag entweder eine Hinterlegung der Aktien für die Hauptversammlungsteilnahme erfolgen muß oder (ab dem Jahr 2006) der Anteilsbesitz durch eine Bestätigung durch die Depotbank nachgewiesen werden muß.⁸

Der prozentuale Aktienanteil des größten Aktionärs wird manuell aus den Hoppenstedt-Aktienführern für das jeweilige Jahr erhoben. Für den Anteil ausländischer Aktionäre (gemessen ebenfalls 21 Tage vor der Hauptversammlung) wird wiederum auf Datastream-Daten zurückgegriffen. Zur Kontrolle der Datenqualität wurden diese Daten stichprobenartig mit manuell erhobenen Daten aus den Hoppenstedt Aktienführern verglichen.

Die Rendite der Aktie relativ zu der vergleichbarer Unternehmen wird gemessen, indem von der Rendite der Aktie die des entsprechenden Prime-Standard-Branchenindex abgezogen wird.⁹ Die Renditen werden jeweils aus Datastream-Tageskursen für einen Zeitraum von einem Jahr, endend am 21. Tag vor der Hauptversammlung, berechnet.

Zur Errechnung des Kurs-Umsatz-Verhältnisses und des Kurs-EBIT-Verhältnisses wird zunächst aus Datastream-Daten der durchschnittliche Aktienkurs für ein Jahr, wiederum endend am 21. Tag vor der Hauptversammlung, errechnet. Dieser Durchschnittswert wird dann zum Umsatz beziehungsweise EBIT für das abgelaufene Geschäftsjahr in Beziehung gesetzt.¹⁰ Der so ermittelte Wert für ein einzelnes Unternehmen wird durch den über den gleichen Zeitraum errechneten Medianwert der Unternehmen der gleichen Branche dividiert. Die Branchenzuordnung wird wiederum anhand der Prime-Standard-Branchenindizes vorgenommen.

Die Empfehlungen von Aktienanalysten wurden von den Internetportalen Aktiencheck.de und Finanzen.net automatisiert erfaßt.¹¹ Beide Quellen sind Inhaltslieferanten für namhafte Fi-

nanz-Internetseiten, beispielsweise für Yahoo.de Finanzen sowie Onvista.de und fassen Daten einer Vielzahl von unterschiedlichen Analysten (in der Mehrzahl Banken) zusammen. Analystenempfehlungen, die auf beiden Portalen vorhanden sind, werden für unsere Untersuchung nur einmal erfaßt. Alle Bewertungen von Aktiencheck.de werden anhand von Signalwörtern automatisch in eine der Kategorien „Kaufen“, „Halten“ und „Verkaufen“ gruppiert. Finanzen.net nimmt für jede Analystenmeinung bereits eine Klassifizierung vor. Für die in den 90 Tagen vor dem 21. Tag vor der Hauptversammlung vorliegenden Einschätzungen ermitteln wir eine aggregierte Kennzahl, wobei wir fordern, daß mindestens drei Analystenempfehlungen vorliegen.¹² Anderenfalls wird die jeweilige Beobachtung aus der Untersuchung ausgeschlossen. Die Aggregation erfolgt, indem Kaufempfehlungen mit 3, Empfehlungen die Aktie zu halten mit 2 und Verkaufsempfehlungen mit 1 codiert werden und anschließend der Mittelwert über alle vorliegenden Empfehlungen gebildet wird.

Die Veränderung der Dividende wird gemessen, indem die Dividendenänderung als Prozentsatz des Aktienkurses ausgedrückt wird. Zudem bilden wir zwei Dummyvariablen, die erfassen, ob die Dividende erhöht oder gesenkt wurde. Diese Aufteilung erlaubt uns zu testen, ob die Reaktion der Hauptversammlungspräsenz auf eine erhöhte bzw. eine reduzierte Dividende asymmetrisch ist. Eine solche Reaktion erscheint plausibel, da Kursreaktionen bei Dividendensenkungen stärker ausfallen als bei Erhöhungen (z.B. Amihud und Lee 2006). Da uns keine Fälle bekannt sind, in denen die Hauptversammlung nicht dem Dividendenvorschlag der Verwaltung gefolgt wäre,¹³ erheben wir nicht den Dividendenvorschlag aus der Tagesordnung der Hauptversammlung sondern greifen stattdessen auf die tatsächlich gezahlte Dividende zurück.

Die Ausschüttungsquote wurde ermittelt, indem die Dividende zum EBIT des abgeschlossenen Geschäftsjahrs ins Verhältnis gesetzt wird.¹⁴ Fälle, in denen trotz negativen EBITs eine Dividende gezahlt wurde, werden ausgeschlossen.

Das standardisierte Handelsvolumen wird gemessen, indem die Zahl der im Jahr vor dem 21. Tag vor der Hauptversammlung gehandelten Aktien zum free float an diesem Tag in Beziehung gesetzt wird. Die Daten stammen aus Datastream. Ebenfalls aus dieser Quelle stammen die täglichen Renditedaten, aus denen die Volatilität als Standardabweichung der Tagesrenditen über einen Zeitraum von einem Jahr vor dem 21. Tag vor der Hauptversammlung ermittelt wird.

Ob ein Unternehmen Namensaktien emittiert hat, wird durch eine entsprechende Dummyvariable abgebildet. Daten über die Dauer der Hauptversammlung des Vorjahres (gemessen in Minuten) wurden uns von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger zur Verfügung gestellt.

D Empirische Untersuchung

D.I Univariate Analyse

Bevor die Determinanten der Hauptversammlungspräsenz untersucht werden, gibt Tabelle 1 zunächst einen Überblick über die Aktionärspräsenz. Im Durchschnitt über alle 281 untersuchten Hauptversammlungen¹⁵ nehmen nur 53,26% des stimmberechtigten Kapitals teil. Der Median ist mit 54% nahezu identisch, was auf eine symmetrische Verteilung hindeutet. Die Variabilität in der Hauptversammlungspräsenz ist sehr hoch. In den 25% Hauptversammlungen mit der geringsten Präsenz waren nur 39,06% oder weniger des Kapitals vertreten, in den 25% mit der höchsten Präsenz dagegen 66,98% oder mehr.

Eine disaggregierte Betrachtung der einzelnen Jahre läßt keinen klaren Trend erkennen. Zwar ging die durchschnittliche Präsenz zwischen 2004 und 2005 von 54,84% auf 50,47% zurück; sie stieg im Jahr darauf jedoch wieder auf 54,77% an.

Tabelle 1 bitte etwa hier einfügen

Um die Determinanten der Hauptversammlungspräsenz zu untersuchen werden in einem ersten Schritt die Beobachtungen der Stichprobe in jeweils zwei Gruppen eingeteilt. Als Einteilungskriterien werden dabei verwendet:

- der Streubesitz (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- die Existenz eines Aktionärs, der mehr als 50% der Stimmrechte besitzt,
- der Anteil ausländischer Aktionäre (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- das (relativ zum Branchendurchschnitt gemessene) Kurs-EBIT-Verhältnis (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- die indexbereinigte Kursentwicklung des Unternehmens relativ zu der der Branche (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- die Analystenmeinung (aggregierte Einschätzung größer als 2 ("positiv") oder kleiner als 2 ("negativ")),
- die Dividendenänderung im Vergleich zum Vorjahr (Erhöhung oder Senkung; Beobachtungen mit gleichbleibender Dividende wurden ausgeschlossen),
- die Ausschüttungsquote (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- das standardisierte Handelsvolumen (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- die Volatilität, gemessen als Standardabweichung der täglichen Renditen (größer oder kleiner/gleich dem Median),
- die Existenz von Namensaktien,
- die Hauptversammlungsdauer des Vorjahres (größer oder kleiner/gleich dem Median).

Für die so gebildeten Gruppen wird nun jeweils die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz ermittelt und getestet, ob sich Mittelwert bzw. Median in den beiden Gruppen signifi-

kant voneinander unterscheiden. Die Ergebnisse sind in Tabelle 2 gezeigt. Angegeben sind jeweils die Zahl der Beobachtungen in den Gruppen, der Mittelwert und der Median sowie die Teststatistiken eines t-Tests und eines Wilcoxon-Tests der Nullhypothese gleicher Mittelwerte bzw. Mediane.

Die Hypothesen 1 bis 3 zum Zusammenhang zwischen Hauptversammlungspräsenz und Aktionärsstruktur werden klar bestätigt. Die Aktionärspräsenz ist signifikant niedriger bei Unternehmen mit hohem Streubesitzanteil, bei Unternehmen ohne kontrollierenden Großaktionär und bei Unternehmen mit größerem Anteil ausländischer Aktionäre.

Die Hypothesen 4 bis 6 zum Zusammenhang zwischen Hauptversammlungspräsenz und Performance können dagegen nicht bestätigt werden. Weder das Kurs-EBIT-Verhältnis noch die Kursentwicklung oder die Dividendenveränderung weist eine signifikante Beziehung zur Aktionärspräsenz auf.

Hypothese 7 wird bestätigt. Wenn die Einschätzung der Aktie durch Analysten negativ ist (d.h., wenn die aggregierte Einschätzung der Analysten schlechter ist als "Halten"), beträgt die Hauptversammlungspräsenz 64,41% im Vergleich zu nur 52,49% bei positiver Empfehlung. Hier ist allerdings anzumerken, daß es nur 18 Fälle mit negativer Analystenmeinung gibt. Um sicherzustellen, daß die Ergebnisse robust sind, haben wir zur Kontrolle zusätzlich die Gruppen von Unternehmen betrachtet, bei denen die aggregierte Analysteneinschätzung größer bzw. kleiner oder gleich dem Median war. Hier zeigt sich ein ähnliches Ergebnis. In den Fällen, in denen die aggregierte Einschätzung kleiner oder gleich dem Median ist, beträgt die Hauptversammlungspräsenz 57,33%, in den Fällen, in denen die Analysteneinschätzung über dem Median liegt, beträgt sie dagegen nur 49,00%. Die Unterschiede sind statistisch signifikant (t-Statistik 4,03, z-Statistik 3,82).

Hypothese 8 muß verworfen werden. Zwar gibt es tatsächlich einen signifikanten Zusammenhang zwischen Ausschüttungsquote und Aktionärspräsenz, jedoch weist dieser nicht das er-

wartete Vorzeichen auf. Bezug nehmend auf die Free Cash Flow-Hypothese hatten wir vermutet, die Hauptversammlungspräsenz sei bei Unternehmen mit hoher Ausschüttungsquote niedriger. Das Gegenteil ist jedoch der Fall.

Eine klare Hypothese bezüglich des Zusammenhangs zwischen der Existenz von Namensaktien und der Aktionärspräsenz hatten wir nicht formulieren können, da es Argumente sowohl für einen positiven als auch für einen negativen Zusammenhang gab. Die empirischen Ergebnisse deuten nun darauf hin, daß die Hauptversammlungspräsenz bei Unternehmen mit Namensaktien geringer ist. Die potentiellen Vorteile durch die verbesserten Kommunikationsmöglichkeiten zwischen Unternehmen und Aktionären führen also offensichtlich nicht zu einer erhöhten Aktionärspräsenz auf der Hauptversammlung.

Die Hauptversammlungsdauer des Vorjahres hat keinen signifikanten Einfluß auf die Präsenz. Hypothese 12 kann daher nicht bestätigt werden.

Tabelle 2 bitte etwa hier einfügen

D.II Regressionsanalyse

Die bislang durchgeführte Analyse untersucht jeweils den Zusammenhang zwischen einer erklärenden Variable und der Hauptversammlungspräsenz. Interdependenzen zwischen den erklärenden Variablen können dabei naturgemäß nicht berücksichtigt werden. Es ist jedoch offensichtlich, daß es solche Interdependenzen gibt. So haben Unternehmen mit einem kontrollierenden Aktionär zum Beispiel zwangsläufig einen geringeren Streubesitzanteil.¹⁶

Um diese und andere Interdependenzen berücksichtigen zu können, führen wir eine Regressionsanalyse durch. Die abhängige Variable ist die Hauptversammlungspräsenz. Die unabhängigen Variablen im Grundmodell (Modell 1) sind diejenigen Variablen, die im vorigen Abschnitt der Gruppenbildung zu Grunde lagen. Unser Datensatz stellt ein unbalanciertes Panel

dar.¹⁷ Dem entsprechend schätzen wir ein Panel-Modell, wobei wir Fixed Effects sowohl für die Unternehmen als auch für die drei Jahre einbeziehen.

Das oben beschriebene Grundmodell enthält als ein Maß für die Performance des Unternehmens das Kurs-EBIT-Verhältnis. Dieses ist jedoch für Unternehmen mit negativem EBIT nicht sinnvoll definierbar, wodurch sich die Zahl der verwendbaren Beobachtungen reduziert.¹⁸ Wir schätzen daher ein zweites Modell (Modell 3), in dem wir anstelle des Kurs-EBIT-Verhältnisses das Kurs-Umsatz-Verhältnis verwenden. Da bei Unternehmen, die trotz negativen EBITs eine Dividende ausschütten, die Ausschüttungsquote nicht sinnvoll definierbar ist, haben wir die entsprechenden Beobachtungen ausgeschlossen.¹⁹

Es wurde bereits auf empirische Ergebnisse von Amihud und Li (2006) hingewiesen, die darauf hinweisen, daß die Kursreaktion auf die Ankündigung einer Dividendensenkung stärker ausfällt als die auf eine Dividendenerhöhung. Eine solche Asymmetrie könnte sich auch in Bezug auf die Hauptversammlungspräsenz ergeben. Daher schätzen wir zwei zusätzliche Modellvarianten (Modelle 2 und 4), in denen anstelle der relativen Dividendenänderung zwei Dummy-Variablen einbezogen werden, die Dividendenerhöhungen bzw. Dividendensenkungen erfassen.

Die Ergebnisse für alle vier Modelle sind in Tabelle 3 dargestellt. Die Hypothesen 1 und 2 zur Aktionärsstruktur können eindeutig bestätigt werden: Die Hauptversammlungspräsenz sinkt mit dem Streubesitzanteil und steigt mit dem Anteil des größten Aktionärs. Die entsprechenden Koeffizienten sind in allen vier Modellen signifikant. Der Anteil ausländischer Aktionäre hat das in Hypothese 3 erwartete negative Vorzeichen, der Koeffizient ist allerdings nicht statistisch signifikant.

Tabelle 3 bitte etwa hier einfügen

Der in den Hypothesen 4 - 6 prognostizierte negative Zusammenhang zwischen der Performance (gemessen durch die branchenbereinigte Aktienrendite, das Kurs-EBIT- bzw. Kurs-

Umsatz-Verhältnis sowie die relative Dividendenänderung) kann nicht bestätigt werden. Zwar sind die entsprechenden Koeffizienten wie erwartet überwiegend negativ, jedoch sind sie durchweg nicht signifikant.

In den Modellen 2 und 4, in denen anstelle der relativen Dividendenänderung Dummy-Variablen zur Identifikation von Dividendenerhöhungen und Dividendensenkungen einbezogen werden, zeigt sich ein mit den Ergebnissen von Amihud und Li (2006) konsistenter asymmetrischer Effekt. Während Dividendenerhöhungen keinen Einfluß auf die Hauptversammlungspräsenz haben, scheint diese nach Dividendensenkungen anzusteigen. Der entsprechende Koeffizient ist in Modell 4 signifikant auf dem 10%-Niveau, in Modell 2 scheitert er mit einem p-Wert von 0,106 nur knapp an dieser Hürde.

Ein Zusammenhang zwischen Hauptversammlungspräsenz und Analysteneinschätzung (Hypothese 7) kann ebenfalls nicht identifiziert werden. Der Koeffizient ist zwar in allen Modellen negativ, aber nicht signifikant.

Der in der univariaten Analyse identifizierte Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote und der Hauptversammlungspräsenz kann in der Regressionsanalyse nicht bestätigt werden. Der entsprechende Koeffizient ist stets insignifikant und weist zudem kein einheitliches Vorzeichen auf.

Klar bestätigt wird Hypothese 9, die einen negativen Zusammenhang zwischen dem relativen Handelsvolumen (gemessen als Quotient aus der Zahl der gehandelten Aktien und dem free float) und der Hauptversammlungspräsenz prognostiziert. Der entsprechende Koeffizient ist in allen vier Modellen negativ und signifikant. Dagegen findet sich keine Unterstützung für den in Hypothese 10 vorhergesagten positiven Zusammenhang zwischen Volatilität und Hauptversammlungspräsenz. Der entsprechende Koeffizient ist zwar positiv, jedoch insignifikant.

Die Hypothese eines positiven Zusammenhangs zwischen der Existenz von Namensaktien und der Hauptversammlungspräsenz (Hypothese 11a) kann nicht bestätigt werden. Der entsprechende Koeffizient ist in allen vier Fällen negativ und in zwei Fällen signifikant. Es finden sich damit Hinweise darauf, daß die Existenz von Namensaktien die Hauptversammlungspräsenz vermindert (Hypothese 11b).

Ein Zusammenhang zwischen der Dauer der Hauptversammlung des Vorjahres und der Aktionärspräsenz kann nicht gefunden werden, so daß Hypothese 12 zu verwerfen ist.

E Zusammenfassung und Schlußfolgerungen

Der vorliegende Beitrag stellt die erste empirische Untersuchung der Determinanten der Hauptversammlungspräsenz deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften dar. Der Analyse liegt eine Stichprobe von 126 Unternehmen über die Jahre 2004 bis 2006 zugrunde.

Die Ergebnisse zeigen, daß die Hauptversammlungspräsenz (wenig überraschend) von der Aktionärsstruktur abhängt: sie sinkt mit dem Streubesitzanteil und steigt mit dem Anteil des größten Aktionärs. Zudem zeigt sich, daß die Hauptversammlungspräsenz mit dem standardisierten Handelsvolumen abnimmt. Dies deutet darauf hin, daß Unternehmen mit hohem Handelsvolumen eher kurzfristig orientierte Aktionäre haben, die tendenziell nicht an Hauptversammlungen teilnehmen. Weiterhin finden sich Hinweise darauf, daß die Hauptversammlungspräsenz ansteigt, wenn Vorstand und Aufsichtsrat eine Kürzung der Dividende vorschlagen. Die Hauptversammlungspräsenz von Unternehmen, die Namensaktien ausgegeben haben ist tendenziell niedriger als die von Unternehmen, die Inhaberaktien ausgegeben haben. Weitere Hypothesen, in denen ein Zusammenhang zwischen der Hauptversammlungspräsenz und der Performance, der Analysteneinschätzung, der Ausschüttungsquote, der Volatilität der Aktienrendite und der Hauptversammlungsdauer des Vorjahres postuliert wird, können nicht bestätigt werden.

Aus den Resultaten lassen sich einige Schlußfolgerungen ziehen. Die Einführung von Namensaktien erscheint als Mittel zur Erhöhung der Hauptversammlungspräsenz ungeeignet. Der negative Zusammenhang zwischen standardisiertem Handelsvolumen und Aktionärspräsenz legt die Vermutung nahe, daß Investor-Relations-Maßnahmen, die auf die Gewinnung langfristig orientierter Anleger abzielen, auch eine Erhöhung der Hauptversammlungspräsenz zur Folge haben könnten. Die Frage, ob die jüngst vorgeschlagenen Prämien für Aktionäre, die an der Hauptversammlung teilnehmen (Perlitt 2006), ein geeignetes Mittel wären, kann mit unseren Daten allerdings leider nicht beantwortet werden, da es derartige Prämien zur Zeit noch nicht gibt.²⁰

Literaturverzeichnis

Amihud, Y. und K. Li (2006): The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 637-660.

Baums, Theodor und Christian Fraune (1995): Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung. *Die Aktiengesellschaft* 40, S. 97-112.

Böhm, Jürgen (1992): Der Einfluß der Banken auf Großunternehmen. S+W Steuer- und Wirtschaftsverlag, Hamburg.

de Jong, A., G. Mertens und P. Roosenboom (2004): Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands. Arbeitspapier, ERIM Report Series Paper ERS-2004-039-F&A.

Easterbrook, G.H. (1984): Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review* 74, 650-659.

Ernst, E., J. Gassen und B. Pellens (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 29, Frankfurt.

Gottschalk, Arno (1988): Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen. *WSI Mitteilungen* 5/1988, S. 294-304.

Hutter, H. (2006): Kann moderne Kommunikationstechnologie die HV-Präsenz erhöhen? *Finanzplatz*, September 2006, S. 10-11.

Jensen, M. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.

Koehler, R. (2006): Die Einbeziehung des gesamten Kapitals in die Hauptversammlungsabstimmung ist Chance für Aktionäre und Unternehmen zugleich. Finanzplatz, September 2006, S. 20-21.

Maassen, G. und D. Brown (2006): The Effectiveness of Shareholders' Meetings: An Overview of Recent Developments. In: P. Ali und G. Gregoriou (Hrsg.): International Corporate Governance after Sarbanes Oxley. Wiley, S. 223-265.

Maug, E. und K. Rydqvist (2001): What Is the Function of the Shareholder Meeting? Evidence from the US Proxy Voting Process. Arbeitspapier, Humboldt-Universität Berlin.

Perlitt, J. (2006): Präsenzboni bei den Hauptversammlungen. Finanzplatz, September 2006, S. 18-19.

Regierungskommission Corporate Governance (2001): Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts. Drucksache 14/7515 des Deutschen Bundestags.

van der Elst, C. (2004): Attendance of Shareholders and the Impact of Regulatory Corporate Governance Reforms: An Empirical Assessment of the Situation in Belgium. European Business Organization Law Review 5, S. 471-510.

Von Rosen, R. und St. Gebauer (2000): Namensaktie und Investor Relations. S. 127-140. In: von Rosen, R. und W. Seifert (Hrsg.): Die Namensaktie, Schriften zum Kapitalmarkt, Band 3, Frankfurt.

Tabelle 1: Hauptversammlungspräsenz 2004-2006

Die Tabelle zeigt deskriptive Statistiken (Mittelwert, Median, 25%- und 75%-Quantil und Standardabweichung) der Hauptversammlungspräsenz in den Jahren 2004 bis 2006. Angegeben sind Zahlen für die einzelnen Jahren sowie Zahlen für die Gesamtstichprobe. Die Zahl der Beobachtungen ist für die einzelnen Jahre unterschiedlich, da nur Unternehmen einbezogen wurden, die auch in die spätere Regressionsanalyse (Modell 1 in Tabelle 3) einbezogen werden.

	Mittelwert	Median	25%-Quant.	75%-Quant.	Std.abw.	n
2004	54,84	56,03	43,40	67,73	16,95	80
2005	50,47	52,15	36,33	63,18	17,72	100
2006	54,77	54,69	40,29	68,78	17,73	101
alle	53,26	54,00	39,06	66,98	17,57	281

Tabelle 2: Determinanten der Hauptversammlungspräsenz - univariate Analyse

Die Tabelle zeigt die Hauptversammlungspräsenz für nach den in der ersten Spalte aufgeführten Kriterien gebildete Gruppen von Unternehmen. Angegeben sind jeweils Mittelwert und Median sowie die Teststatistik eines t-Tests der Nullhypothese gleicher Mittelwerte und die z-Statistik eines Wilcoxon-Tests der Nullhypothese gleicher Mediane. Bei der Einteilung nach der Dividendenentwicklung wurden 90 Unternehmensjahre, in denen die Dividende gleichgeblieben ist, ausgeschlossen, so daß die Gesamtzahl der Beobachtungen hier nur 191 beträgt.

		n	Mittelwert	t-Statistik	Median	z-Statistik
Streubesitz > Median	ja	139	41,16	15,59	39,78	11,79
	nein	142	65,10		66,16	
Größter Aktionär hält mehr als 50%	ja	63	70,99	10,81	72,60	9,06
	nein	218	48,13		46,49	
Anteile ausländischer Aktionäre > Median	ja	116	47,31	4,95	46,17	4,79
	nein	165	57,44		58,93	
K/EBIT > Median	ja	140	54,02	0,72	56,31	0,99
	nein	141	52,50		50,49	
Indexbereinigte Kursentwicklung > Branche	ja	225	52,80	0,88	53,06	1,01
	nein	56	55,11		56,82	
Dividende	erhöht	169	54,06	0,44	56,00	0,35
	gesenkt	22	55,73		54,52	
Analystenmeinung	positiv	263	52,49	2,82	53,40	2,59
	negativ	18	64,41		69,02	
Ausschüttungsquote > Median	ja	138	55,95	2,55	55,94	2,38
	nein	143	50,66		50,86	
Relatives Handelsvolumen > Median	ja	140	48,92	4,24	47,70	4,04
	nein	141	57,56		57,97	
Volatilität > Median	ja	140	52,61	0,61	54,00	0,25
	nein	141	53,90		54,00	
Namensaktien	ja	51	48,57	2,12	44,89	2,16
	nein	230	54,30		55,28	
HV-Dauer Vorjahr > Median	ja	124	52,00	1,06	50,04	1,35
	nein	157	54,25		55,88	

Tabelle 3: Determinanten der Hauptversammlungspräsenz - Regressionsergebnisse

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse von Fixed-Effects-Panelregressionen. Angegeben sind jeweils der Koeffizient und in Klammern der t-Wert. Bei der Schätzung der Modelle 1 und 2 wurden nur Beobachtungen mit nichtnegativem EBIT einbezogen. Bei der Schätzung der Modelle 3 und 4 wurden auch Beobachtungen mit negativem EBIT einbezogen, nicht jedoch Fälle, in denen trotz negativen EBITs eine Dividende ausgeschüttet wurde (da in diesen Fällen die Ausschüttungsquote nicht sinnvoll definierbar ist).

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
Konstante	74,1174 (7,58)	76,0813 (7,59)	81,6042 (8,51)	83,3660 (8,63)
Streubesitzanteil	-0,2557 (-4,09)	-0,2729 (-4,27)	-0,2681 (-4,23)	-0,2829 (-4,44)
Ant. größter Aktionär	0,1412 (2,64)	0,1312 (2,45)	0,1243 (2,35)	0,1153 (2,18)
Ant. ausl. Aktionäre	-0,0962 (-1,12)	-0,0882 (-1,03)	-0,1360 (-1,65)	-0,1302 (-1,59)
Kursperformance	-0,0026 (-0,21)	-0,0003 (-0,02)	-0,0026 (-0,23)	0,0006 (0,05)
Kurs-EBIT-Verhältnis	-0,0018 (-0,72)	-0,0019 (-0,76)		
Kurs-Umsatz-Verhältnis			0,00004 (0,21)	0,00002 (0,13)
Relative Dividendenänderung	0,0396 (0,05)		-0,1859 (-0,34)	
Dummy Dividendenerhöhung		0,9724 (0,65)		0,7379 (0,49)
Dummy Dividendensenkung		4,0972 (1,63)		4,3281 (1,82)
Analysteneinstufung	-2,1969 (-0,86)	-2,3815 (-0,94)	-3,7406 (-1,51)	-3,7920 (-1,53)
Ausschüttungsquote	0,0101 (0,35)	-0,0061 (-0,20)	-0,0466 (-0,93)	-0,0635 (-1,21)
Handelsvolumen	-0,0205 (-2,23)	-0,0206 (-2,25)	-0,0213 (-2,47)	-0,0216 (-2,54)
Volatilität	1,8905 (1,09)	1,5764 (0,91)	1,4060 (0,87)	0,9720 (0,61)
Namensaktie	-6,5416 (-1,27)	-7,3563 (-1,44)	-11,1344 (-2,29)	-11,9786 (-2,47)
HV-Dauer Vorjahr	-0,0026 (-0,31)	-0,0026 (-0,31)	-0,0029 (-0,37)	-0,0027 (-0,35)
adj. R ²	0,847	0,848	0,841	0,843
Anzahl Beobachtungen	281	281	303	303

Amerkungen:

- ¹ Der niedrigste Wert in unserer Stichprobe beträgt 12,6% (Puma AG 2005).
- ² Die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (2006, S. 1) schreibt hierzu: "dabei sollten sie [Gesellschaften mit Namensaktien, die Verfasser] theoretisch eigentlich am ehesten in der Lage sein, ihre Aktionäre unmittelbar anzusprechen und zur HV-Teilnahme zu motivieren".
- ³ Die Kosten, sich vertreten zu lassen, sind jedenfalls dann gering, wenn der Aktionär eine Vertretungsvollmacht erteilt, ohne über spezifische Weisungen an den Vertreter nachzudenken. Sobald er sich jedoch zunächst eine eigene Meinung zu den einzelnen Tagesordnungspunkten bilden möchte, hat er wiederum Kosten für Informationsbeschaffung und -verarbeitung zu tragen.
- ⁴ Vgl. Regierungskommission Corporate Governance (2001). Anzumerken ist, daß dieses Problem nicht auftritt, wenn ein Unternehmen Namensaktien ausgegeben hat, denn dann kann das Unternehmen die im Aktienbuch eingetragenen Aktionäre direkt zur Hauptversammlung einladen.
- ⁵ Der Jahresüberschuß mag auf den ersten Blick als die geeignetere Größe zur Standardisierung des Aktienkurses erscheinen. Seine Verwendung führt aber immer dann zu Problemen, wenn der Jahresüberschuß negativ ist. Beobachtungen mit negativem EBIT sind sehr viel seltener.
- ⁶ Die Eintragung ist allerdings nicht Voraussetzung, um die Dividenden und (im Falle von Kapitalerhöhungen) Bezugsrechte zu erhalten.
- ⁷ Diese Daten sind unter dem Titel "Die HV-Saison 2006 aus Sicht der SdK" unter www.sdk.org/aktuell.php?id=413 verfügbar.
- ⁸ Im Jahr 2006 sind als Übergangsregelung beide Verfahren möglich.

-
- ⁹ Alle Unternehmen des Prime Standards sind einem von 18 Branchenindizes zugeteilt. Die Branche „Nahrungsmittel und Getränke“ besteht nur aus einer Aktie, der Südzucker AG. In unserer Untersuchung ordnen wir diesem Unternehmen als Branchenindex daher den Index "Konsumgüter" zu.
- ¹⁰ Beobachtungen mit negativem EBIT werden immer dann aus der Untersuchung ausgeschlossen, wenn die Variable "Kurs-EBIT-Verhältnis" verwendet wird.
- ¹¹ Wir bedanken uns bei beiden Unternehmen für die Erlaubnis, die Daten im Rahmen unserer Untersuchung verwenden zu dürfen.
- ¹² Im Durchschnitt lagen für den betrachteten Zeitraum von 90 Tagen für DAX-Unternehmen 88, für den MDAX 33, den TecDAX 25 und für den SDAX 15 Analystenmeinungen vor.
- ¹³ Um diesbezüglich sicherzugehen, haben wir das Deutsche Aktieninstitut, die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger und die Deutsche Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz schriftlich befragt. Keiner dieser Organisationen ist für den Untersuchungszeitraum ein Fall bekannt, in dem der Dividendenvorschlag durch die Hauptversammlung nicht angenommen wurde.
- ¹⁴ Wir verwenden das EBIT anstelle der Jahresüberschusses um die Zahl von Fällen zu reduzieren, in denen trotz eines negativen Ergebnisses eine Dividende gezahlt wurde.
- ¹⁵ Die Tabelle enthält Zahlen für diejenigen Fälle, die auch in die spätere Regressionsanalyse (Modell 1 in Tabelle 3) einbezogen werden.
- ¹⁶ Tatsächlich weist die Korrelation zwischen Streubesitzanteil und Anteil des größten Aktionärs mit -0,746 den größten absoluten Wert aller paarweisen Korrelationen zwischen den unabhängigen Variablen auf.

¹⁷ Das Panel ist unbalanciert, weil nicht für alle Unternehmen für jedes der drei Jahre vollständige Daten erhoben werden konnten. Die Zahl der Beobachtungen beträgt (wie auch Tabelle 1 zu entnehmen ist) 80 für das Jahr 2004, 100 für das Jahr 2005 und 101 für das Jahr 2006.

¹⁸ Auch die Einbeziehung der Variable "Hauptversammlungsdauer im Vorjahr" reduziert die Zahl der verwendbaren Beobachtungen, da diese Variable nicht in allen Fällen verfügbar ist. Wir haben daher das Grundmodell ohne diese Variable erneut geschätzt. Die Ergebnisse sind sehr ähnlich und werden daher nicht dargestellt.

¹⁹ Wir haben alternativ in diesen Fällen eine Ausschüttungsquote von mehr als 100% nach der Formel

$$A = 100(1 + \text{Dividende}/|\text{EBIT}|)$$

errechnet. Die Ergebnisse unter Verwendung dieser Spezifikation sind den im Text dargestellten sehr ähnlich. Ebenfalls sehr ähnliche Resultate ergeben sich, wenn das Modell ohne die Variable "Ausschüttungsquote" geschätzt wird.

²⁰ Man könnte die Nebenleistungen, die Aktionäre auf der Hauptversammlung etwa in Form von mehr oder weniger aufwendiger Verpflegung erhalten, grundsätzlich als Prämie interpretieren. Wir haben jedoch wegen Problemen der Datenbeschaffung und der Bewertung solcher Nebenleistungen davon abgesehen, diese Nebenleistungen in unsere empirische Untersuchung einzubeziehen.

cfr working papers are available for download from www.cfr-cologne.de.

hardcopies can be ordered from: centre for financial research (cfr),
albertus magnus platz, 50923 koeln, germany.

2012

No.	Author(s)	Title
12-06	A. Kempf, A. Pütz, F. Sonnenburg	Fund Manager Duality: Impact on Performance and Investment Behavior
12-05	R. Wermers	Runs on Money Market Mutual Funds
12-04	R. Wermers	A matter of style: The causes and consequences of style drift in institutional portfolios
12-03	C. Andres, A. Betzer, I. van den Bongard, C. Haesner, E. Theissen	Dividend Announcements Reconsidered: Dividend Changes versus Dividend Surprises
12-02	C. Andres, E. Fernau, E. Theissen	Is It Better To Say Goodbye? When Former Executives Set Executive Pay
12-01	L. Andreu, A. Pütz	Are Two Business Degrees Better Than One? Evidence from Mutual Fund Managers' Education

2011

No.	Author(s)	Title
11-16	V. Agarwal, J.-P. Gómez, R. Priestley	Management Compensation and Market Timing under Portfolio Constraints
11-15	T. Dimpfl, S. Jank	Can Internet Search Queries Help to Predict Stock Market Volatility?
11-14	P. Gomber, U. Schweickert, E. Theissen	Liquidity Dynamics in an Electronic Open Limit Order Book: An Event Study Approach
11-13	D. Hess, S. Orbe	Irrationality or Efficiency of Macroeconomic Survey Forecasts? Implications from the Anchoring Bias Test
11-12	D. Hess, P. Immenkötter	Optimal Leverage, its Benefits, and the Business Cycle
11-11	N. Heinrichs, D. Hess, C. Homburg, M. Lorenz, S. Sievers	Extended Dividend, Cash Flow and Residual Income Valuation Models – Accounting for Deviations from Ideal Conditions
11-10	A. Kempf, O. Korn, S. Saßning	Portfolio Optimization using Forward - Looking Information

11-09	V. Agarwal, S. Ray	Determinants and Implications of Fee Changes in the Hedge Fund Industry
11-08	G. Cici, L.-F. Palacios	On the Use of Options by Mutual Funds: Do They Know What They Are Doing?
11-07	V. Agarwal, G. D. Gay, L. Ling	Performance inconsistency in mutual funds: An investigation of window-dressing behavior
11-06	N. Hautsch, D. Hess, D. Veredas	The Impact of Macroeconomic News on Quote Adjustments, Noise, and Informational Volatility
11-05	G. Cici	The Prevalence of the Disposition Effect in Mutual Funds' Trades
11-04	S. Jank	Mutual Fund Flows, Expected Returns and the Real Economy
11-03	G.Fellner, E.Theissen	Short Sale Constraints, Divergence of Opinion and Asset Value: Evidence from the Laboratory
11-02	S.Jank	Are There Disadvantaged Clienteles in Mutual Funds?
11-01	V. Agarwal, C. Meneghetti	The Role of Hedge Funds as Primary Lenders

2010

No.	Author(s)	Title
10-20	G. Cici, S. Gibson, J.J. Merrick Jr.	Missing the Marks? Dispersion in Corporate Bond Valuations Across Mutual Funds
10-19	J. Hengelbrock, E. Theissen, C. Westheide	Market Response to Investor Sentiment
10-18	G. Cici, S. Gibson	The Performance of Corporate-Bond Mutual Funds: Evidence Based on Security-Level Holdings
10-17	D. Hess, D. Kreutzmann, O. Pucker	Projected Earnings Accuracy and the Profitability of Stock Recommendations
10-16	S. Jank, M. Wedow	Sturm und Drang in Money Market Funds: When Money Market Funds Cease to Be Narrow
10-15	G. Cici, A. Kempf, A. Puetz	The Valuation of Hedge Funds' Equity Positions
10-14	J. Grammig, S. Jank	Creative Destruction and Asset Prices
10-13	S. Jank, M. Wedow	Purchase and Redemption Decisions of Mutual Fund Investors and the Role of Fund Families
10-12	S. Artmann, P. Finter, A. Kempf, S. Koch, E. Theissen	The Cross-Section of German Stock Returns: New Data and New Evidence
10-11	M. Chesney, A. Kempf	The Value of Tradeability
10-10	S. Frey, P. Herbst	The Influence of Buy-side Analysts on Mutual Fund Trading
10-09	V. Agarwal, W. Jiang, Y. Tang, B. Yang	Uncovering Hedge Fund Skill from the Portfolio Holdings They Hide
10-08	V. Agarwal, V. Fos, W. Jiang	Inferring Reporting Biases in Hedge Fund Databases from Hedge Fund Equity Holdings
10-07	V. Agarwal, G. Bakshi,	Do Higher-Moment Equity Risks Explain Hedge Fund

	J. Huij	Returns?
10-06	J. Grammig, F. J. Peter	Tell-Tale Tails
10-05	K. Drachter, A. Kempf	Höhe, Struktur und Determinanten der Managervergütung- Eine Analyse der Fondsbranche in Deutschland
10-04	J. Fang, A. Kempf, M. Trapp	Fund Manager Allocation
10-03	P. Finter, A. Niessen- Ruenzi, S. Ruenzi	The Impact of Investor Sentiment on the German Stock Market
10-02	D. Hunter, E. Kandel, S. Kandel, R. Wermers	Endogenous Benchmarks
10-01	S. Artmann, P. Finter, A. Kempf	Determinants of Expected Stock Returns: Large Sample Evidence from the German Market

2009

No.	Author(s)	Title
09-17	E. Theissen	Price Discovery in Spot and Futures Markets: A Reconsideration
09-16	M. Trapp	Trading the Bond-CDS Basis – The Role of Credit Risk and Liquidity
09-15	A. Betzer, J. Gider, D. Metzger, E. Theissen	Strategic Trading and Trade Reporting by Corporate Insiders
09-14	A. Kempf, O. Korn, M. Uhrig-Homburg	The Term Structure of Illiquidity Premia
09-13	W. Bühler, M. Trapp	Time-Varying Credit Risk and Liquidity Premia in Bond and CDS Markets
09-12	W. Bühler, M. Trapp	Explaining the Bond-CDS Basis – The Role of Credit Risk and Liquidity
09-11	S. J. Taylor, P. K. Yadav, Y. Zhang	Cross-sectional analysis of risk-neutral skewness
09-10	A. Kempf, C. Merkle, A. Niessen-Ruenzi	Low Risk and High Return – Affective Attitudes and Stock Market Expectations
09-09	V. Fotak, V. Raman, P. K. Yadav	Naked Short Selling: The Emperor`s New Clothes?
09-08	F. Bardong, S.M. Bartram, P.K. Yadav	Informed Trading, Information Asymmetry and Pricing of Information Risk: Empirical Evidence from the NYSE
09-07	S. J. Taylor , P. K. Yadav, Y. Zhang	The information content of implied volatilities and model-free volatility expectations: Evidence from options written on individual stocks
09-06	S. Frey, P. Sandas	The Impact of Iceberg Orders in Limit Order Books
09-05	H. Beltran-Lopez, P. Giot, J. Grammig	Commonalities in the Order Book
09-04	J. Fang, S. Ruenzi	Rapid Trading bei deutschen Aktienfonds: Evidenz aus einer großen deutschen Fondsgesellschaft
09-03	A. Banegas, B. Gillen, A. Timmermann, R. Wermers	The Performance of European Equity Mutual Funds

09-02	J. Grammig, A. Schrimpf, M. Schuppli	Long-Horizon Consumption Risk and the Cross-Section of Returns: New Tests and International Evidence
09-01	O. Korn, P. Koziol	The Term Structure of Currency Hedge Ratios

2008

No.	Author(s)	Title
08-12	U. Bonenkamp, C. Homburg, A. Kempf	Fundamental Information in Technical Trading Strategies
08-11	O. Korn	Risk Management with Default-risky Forwards
08-10	J. Grammig, F.J. Peter	International Price Discovery in the Presence of Market Microstructure Effects
08-09	C. M. Kuhnen, A. Niessen	Public Opinion and Executive Compensation
08-08	A. Pütz, S. Ruenzi	Overconfidence among Professional Investors: Evidence from Mutual Fund Managers
08-07	P. Osthoff	What matters to SRI investors?
08-06	A. Betzer, E. Theissen	Sooner Or Later: Delays in Trade Reporting by Corporate Insiders
08-05	P. Linge, E. Theissen	Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften
08-04	N. Hautsch, D. Hess, C. Müller	Price Adjustment to News with Uncertain Precision
08-03	D. Hess, H. Huang, A. Niessen	How Do Commodity Futures Respond to Macroeconomic News?
08-02	R. Chakrabarti, W. Megginson, P. Yadav	Corporate Governance in India
08-01	C. Andres, E. Theissen	Setting a Fox to Keep the Geese - Does the Comply-or-Explain Principle Work?

2007

No.	Author(s)	Title
07-16	M. Bär, A. Niessen, S. Ruenzi	The Impact of Work Group Diversity on Performance: Large Sample Evidence from the Mutual Fund Industry
07-15	A. Niessen, S. Ruenzi	Political Connectedness and Firm Performance: Evidence From Germany
07-14	O. Korn	Hedging Price Risk when Payment Dates are Uncertain
07-13	A. Kempf, P. Osthoff	SRI Funds: Nomen est Omen
07-12	J. Grammig, E. Theissen, O. Wuensche	Time and Price Impact of a Trade: A Structural Approach
07-11	V. Agarwal, J. R. Kale	On the Relative Performance of Multi-Strategy and Funds of Hedge Funds
07-10	M. Kasch-Haroutounian, E. Theissen	Competition Between Exchanges: Euronext versus Xetra
07-09	V. Agarwal, N. D. Daniel, N. Y. Naik	Do hedge funds manage their reported returns?

07-08	N. C. Brown, K. D. Wei, R. Wermers	Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices
07-07	A. Betzer, E. Theissen	Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany
07-06	V. Agarwal, L. Wang	Transaction Costs and Value Premium
07-05	J. Grammig, A. Schrimpf	Asset Pricing with a Reference Level of Consumption: New Evidence from the Cross-Section of Stock Returns
07-04	V. Agarwal, N.M. Boyson, N.Y. Naik	Hedge Funds for retail investors? An examination of hedged mutual funds
07-03	D. Hess, A. Niessen	The Early News Catches the Attention: On the Relative Price Impact of Similar Economic Indicators
07-02	A. Kempf, S. Ruenzi, T. Thiele	Employment Risk, Compensation Incentives and Managerial Risk Taking - Evidence from the Mutual Fund Industry -
07-01	M. Hagemeister, A. Kempf	CAPM und erwartete Renditen: Eine Untersuchung auf Basis der Erwartung von Marktteilnehmern

2006

No.	Author(s)	Title
06-13	S. Čeljo-Hörhager, A. Niessen	How do Self-fulfilling Prophecies affect Financial Ratings? - An experimental study
06-12	R. Wermers, Y. Wu, J. Zechner	Portfolio Performance, Discount Dynamics, and the Turnover of Closed-End Fund Managers
06-11	U. v. Lilienfeld-Toal, S. Ruenzi	Why Managers Hold Shares of Their Firm: An Empirical Analysis
06-10	A. Kempf, P. Osthoff	The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance
06-09	R. Wermers, T. Yao, J. Zhao	Extracting Stock Selection Information from Mutual Fund holdings: An Efficient Aggregation Approach
06-08	M. Hoffmann, B. Kempa	The Poole Analysis in the New Open Economy Macroeconomic Framework
06-07	K. Drachter, A. Kempf, M. Wagner	Decision Processes in German Mutual Fund Companies: Evidence from a Telephone Survey
06-06	J.P. Krahenen, F.A. Schmid, E. Theissen	Investment Performance and Market Share: A Study of the German Mutual Fund Industry
06-05	S. Ber, S. Ruenzi	On the Usability of Synthetic Measures of Mutual Fund Net- Flows
06-04	A. Kempf, D. Mayston	Liquidity Commonality Beyond Best Prices
06-03	O. Korn, C. Koziol	Bond Portfolio Optimization: A Risk-Return Approach
06-02	O. Scaillet, L. Barras, R. Wermers	False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas
06-01	A. Niessen, S. Ruenzi	Sex Matters: Gender Differences in a Professional Setting

2005

No.	Author(s)	Title
05-16	E. Theissen	An Analysis of Private Investors' Stock Market Return Forecasts

05-15	T. Foucault, S. Moinas, E. Theissen	Does Anonymity Matter in Electronic Limit Order Markets
05-14	R. Kosowski, A. Timmermann, R. Wermers, H. White	Can Mutual Fund „Stars“ Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis
05-13	D. Avramov, R. Wermers	Investing in Mutual Funds when Returns are Predictable
05-12	K. Griese, A. Kempf	Liquiditätsdynamik am deutschen Aktienmarkt
05-11	S. Ber, A. Kempf, S. Ruenzi	Determinanten der Mittelzuflüsse bei deutschen Aktienfonds
05-10	M. Bär, A. Kempf, S. Ruenzi	Is a Team Different From the Sum of Its Parts? Evidence from Mutual Fund Managers
05-09	M. Hoffmann	Saving, Investment and the Net Foreign Asset Position
05-08	S. Ruenzi	Mutual Fund Growth in Standard and Specialist Market Segments
05-07	A. Kempf, S. Ruenzi	Status Quo Bias and the Number of Alternatives - An Empirical Illustration from the Mutual Fund Industry
05-06	J. Grammig, E. Theissen	Is Best Really Better? Internalization of Orders in an Open Limit Order Book
05-05	H. Beltran-Lopez, J. Grammig, A.J. Menkveld	Limit order books and trade informativeness
05-04	M. Hoffmann	Compensating Wages under different Exchange rate Regimes
05-03	M. Hoffmann	Fixed versus Flexible Exchange Rates: Evidence from Developing Countries
05-02	A. Kempf, C. Memmel	Estimating the Global Minimum Variance Portfolio
05-01	S. Frey, J. Grammig	Liquidity supply and adverse selection in a pure limit order book market

2004

No.	Author(s)	Title
04-10	N. Hautsch, D. Hess	Bayesian Learning in Financial Markets – Testing for the Relevance of Information Precision in Price Discovery
04-09	A. Kempf, K. Kreuzberg	Portfolio Disclosure, Portfolio Selection and Mutual Fund Performance Evaluation
04-08	N.F. Carline, S.C. Linn, P.K. Yadav	Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance
04-07	J.J. Merrick, Jr., N.Y. Naik, P.K. Yadav	Strategic Trading Behaviour and Price Distortion in a Manipulated Market: Anatomy of a Squeeze
04-06	N.Y. Naik, P.K. Yadav	Trading Costs of Public Investors with Obligatory and Voluntary Market-Making: Evidence from Market Reforms
04-05	A. Kempf, S. Ruenzi	Family Matters: Rankings Within Fund Families and Fund Inflows
04-04	V. Agarwal, N.D. Daniel, N.Y. Naik	Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance
04-03	V. Agarwal, W.H. Fung, J.C. Loon, N.Y. Naik	Risk and Return in Convertible Arbitrage: Evidence from the Convertible Bond Market
04-02	A. Kempf, S. Ruenzi	Tournaments in Mutual Fund Families

04-01

I. Chowdhury, M.
Hoffmann, A. Schabert

Inflation Dynamics and the Cost Channel of Monetary
Transmission



centre for financial research
cfr/university of cologne
albertus-magnus-platz
D-50923 cologne
fon +49(0)221-470-6995
fax +49(0)221-470-3992
kempf@cfr-cologne.de
www.cfr-cologne.de