

Investor Relations und Corporate Governance

Eine kapitalmarktorientierte Analyse unter Berücksichtigung medialer Wirkungszusammenhänge

Patrick Hörmann / Sebastian Scherr

1 Einleitung

Vor fast genau 10 Jahren löste der amerikanische Energiekonzern *Enron* einen der größten Skandale der Wirtschaftsgeschichte aus. Die oberste Managementabteilung um *Jeffrey Skilling* und *Kenneth Lay* hatte jahrelang Scheingewinne in Höhe von über 1 Mrd. US\$ in den Bilanzen ausgewiesen und den Kapitalmarkt über den wahren Zustand des Unternehmens im Dunkeln gelassen. Als dies im Oktober 2001 ans Licht kam und *Enron* kurz darauf Konkurs anmeldete, verloren nicht nur tausende Mitarbeiter ihre Jobs, sondern Aktionäre hielten innerhalb kürzester Zeit wertlose Aktien in der Hand. Zwar wurden die verantwortlichen Manager zu mehrjährigen Haftstrafen verurteilt, doch der Vertrauensverlust in die Kapitalmärkte und deren Regulierungsmechanismen war immens.

Ähnliches wiederholte sich in der Finanzkrise 2008, als eine Blase des Immobilienmarktes zu einer der größten Krisen seit dem *Black Friday* 1929 führte. Die Investmentbank *Lehman Brothers* meldete Insolvenz an und viele weitere Banken konnten nur durch staatliche Hilfen in Milliardenhöhe gerettet werden. Seitdem setzt sich in Deutschland ein Rückgang des Privataktionärsanteils stetig fort und auch Großinvestoren äußern sich besorgt über die zukünftige finanzielle Stabilität (vgl. Capgemini / Meryll Lynch 2011: 25)

Im Jahr 2011 folgte schließlich die EU-Schuldenkrise. Die langjährige Verschuldung diverser EU-Staaten, allen voran Griechenland, gefährdet seitdem die Stabilität der Währung und es mussten wiederum Rettungspakete von mehreren hundert Milliarden Euro geschnürt werden.

Drei Ereignisse, die zwar auf drei verschiedenen Ursachen gründen, deren Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Öffentlichkeit jedoch ähnlich waren: Sie dominierten die Schlagzeilen in den Medien und führten zu hitzigen Diskussionen um mehr Transparenz, Regulierung und staatliche Kontrollmechanismen. Was folgte, waren Vertrauensverluste und Unsicherheit bei Anlegern und damit verbundene Aktienkursverluste an den weltweiten Börsen. Auch die Öffentlichkeit reagierte und traf sich unter dem Motto *Occupy Wall Street* zu länderübergreifenden Protesten gegen

das Finanzsystem. Es scheint daher von allgemeinem Interesse zu sein, wie Vertrauen am Kapitalmarkt zurückgewonnen und eine solide Eigenkapitalbasis für börsennotierte Unternehmen geschaffen werden kann.

Dieser Beitrag fokussiert insbesondere die Rolle der Medien im Rahmen der Kommunikation von Vertrauen durch die Compliance zu *Corporate Governance (CG)* zwischen dem *Investor Relations Management (IRM)* auf Unternehmens- und den Investoren auf Rezipientenseite. Denn: „Was steht hinter den (...) Aktien? Hinter all dem steht nichts als Vertrauen“ (Kostolany 1961: 49).

2 Kapitalmarkttheoretischer Bezugsrahmen: Die Principal-Agent-Theorie

Um einerseits eine theoretische Fundierung zur Notwendigkeit von externen Überwachungsmaßnahmen für die gegenseitige Vertrauensgenerierung und um andererseits die Interdependenz zwischen IRM, Investoren und Medien aufzuzeigen, eignet sich die *Principal-Agent-Theorie (PAT)*. Die PAT ist neben der *Property-Rights-* und der *Transaktionskostentheorie* Teil der *Neuen Institutionenökonomik* und beruht auf der Sichtweise, dass entscheidungsrelevante Informationen nicht für alle Kapitalmarktakteure *symmetrisch* (gleich) verfügbar sind (vgl. Täubert 1998: 9). Ferner wird die in der Kapitalmarkttheorie angenommene rationale Verhaltensweise des „*homo oeconomicus*“ verworfen und stattdessen durch opportunistische Verhaltenstendenzen von Marktteilnehmern ersetzt. Dieses Verhalten ist „die Wahrnehmung des Rechts bzw. der Möglichkeit, zum eigenen Vorteil einen ‚harmful effect‘ oder externen Effekt auf den Transaktionspartner auszuüben, der aufgrund von Informationsproblemen nicht internalisiert werden kann“ (Terberger 1994: 69).

Die PAT untersucht dabei die Beziehung zwischen einem Auftraggeber (*Principal*) und einem Auftragnehmer (*Agent*) bei einem zu Grunde gelegten Vertragsverhältnis. Ausgangspunkt ist die vertragliche Vereinbarung, dass der Agent eine ihm übertragene Aufgabe erfüllt und der Principal ihm hierfür eine Entlohnung zukommen lässt. Der Agent kann innerhalb des Vertragsverhältnisses autonome Entscheidungen treffen, wohingegen der Principal die Aufteilungsregeln des Vertragsergebnisses bestimmt. Dabei wird in der Regel von einer *asymmetrischen Informationsverteilung* zu Gunsten des Agenten ausgegangen.

Das im Umkehrschluss vorhandene Informationsdefizit des Principals kann nach den Zeitpunkten *ex ante* und *ex post* wie folgt differenziert werden:

Hidden characteristics bezeichnet die vorvertragliche (*ex ante*) Qualitätsunsicherheit, die sich auf Eigenschaften des Agenten wie beispielsweise Begabung, Fleiß oder Risikoeinstellung beziehen (vgl. Morich 2007: 45). Dadurch ergibt sich für den Principal bei Vertragsabschluss ein Risiko der Auswahl ungeeigneter Agenten (= *Adverse Selection*). Nach Vertragsabschluss (*ex post*) sind die aus den Eigenschaften resultierenden Handlungen des Agenten nur teilweise für den Principal beobachtbar, was als *hidden action* bezeichnet wird. Als *hidden information* wird der Wissensvorsprung bezeichnet, über den der Agent *ex post* verfügt (Arrow 1985: S. 38). Dieses asymmetrische Wissen kann sich beispielsweise auf Aktionsalternativen, Fähigkeiten oder Präferenzen des Agenten beziehen. Folglich besteht die Gefahr, dass der Agent seinen Handlungsspielraum opportunistisch ausnützt (= *Moral hazard*) (vgl. Picot et al. 2003: 58).

Darüber hinaus werden zwischen Principal und Agent auch *divergierende Interessen* angenommen. Der Principal ist daran interessiert, dass die von ihm an den Agenten übertragene Aufgabe *bestmöglich* durchgeführt wird. Die Ausführung der Aufgabe ist jedoch für den Agenten mit *psychologischen Arbeitskosten* (Arbeitsleid) verbunden. Ziel des Agenten ist es deshalb, seine Entlohnung nach Abzug des Arbeitsleids zu maximieren um einen möglichst großen Gewinn aus der Kooperation zu erzielen (vgl. Pulham 2005: 97).

Übertragen auf börsennotierte Unternehmen kommt den Investoren idealtypisch die Rolle des Principals und der Unternehmensführung (bzw. Vorstand) die des Agenten zu. Informationsasymmetrien ergeben sich dadurch, dass Investoren üblicherweise nicht direkt an der Unternehmensführung beteiligt sind und Handlungen nur aus der Außenperspektive beispielsweise durch Unternehmens- und Medienberichte beobachten und bewerten können. Diese ungleiche Informationsverteilung birgt folglich Unsicherheit und Risikopotential für Eigenkapitalgeber bei der Geldanlage (vgl. Bassen et al. 2010: 53).

Auch bestehen Interessens- und Sorgfaltskonflikte zwischen beiden Parteien. Wie Adam Smith bereits 1776 konstatierte, kann nicht erwartet werden, dass „Direktoren einer Aktiengesellschaft das Geld anderer Leute mit der gleichen Sorgfalt verwalten, wie sie es in einer privaten Handelsgesellschaft mit dem Eigenen tun würden“ (Smith 1999: 629). Ferner ist der Eigenkapitalgeber vor allem an nachhaltigen Kurssteigerungen und Dividenden interessiert, wohingegen die Unternehmensleitung mit-

unter persönliche Interessen wie Ansehen und Macht voranstellen (vgl. Pulham 2005: 104). Topmanager orientieren sich beispielsweise weniger an dem für die Eigenkapitalgeber maßgeblichen Unternehmensgewinn, sondern vielmehr an Unternehmensgröße und -umsatz, um ihren Bekanntheitsgrad und gesellschaftlichen Status zu maximieren (vgl. Göbel 2009: 77). Kräkel konstatierte einen Risikokonflikt zwischen Topmanagement und Anteilseignern. Da viele Einkommensbestandteile des Topmanagers mit dem Unternehmensrisiko direkt korrelieren und im Gegensatz zum Einkommensportfolio der Anleger schlecht diversifiziert sind, entscheiden sich Topmanager oft für weniger riskante bzw. weniger innovative Investitionsprojekte, die langfristig suboptimal sein können (vgl. Kräkel 2004: 287f.).

3 Wertschöpfung durch Corporate Governance Compliance und Medien

Resultierend aus der aufgezeigten Informationsasymmetrie, den empirisch nachweisbaren opportunistischen Verhaltenstendenzen und den Interessensdivergenzen ergibt sich also die Gefahr der Adversen Selektion, des Moral Hazards und eine erhöhte Unsicherheit seitens der Eigenkapitalgeber, die wiederum mit einer vermehrten Risikorezeption verbunden ist. Da Investoren durch dieses größer wahrgenommene Risiko eine größere Risikoprämie für ihre Geldanlage einfordern, steigen im Umkehrschluss die Kapitalkosten für das Unternehmen (vgl. Abbildung 1). Durch gesetzliche Kontrollmaßnahmen im Rahmen von Corporate Governance (wie z.B. dem *Deutschen Corporate Governance Kodex* oder dem *Sarbanes-Oxley-Acts*) kann die Unternehmensführung jedoch transparenter überwacht und Unsicherheiten verringert werden (vgl. Stiglbauer 2010: 22). Investoren suchen dabei gezielt nach solchen publizierten *Compliance-Berichten* um sie in ihre Entscheidungsfindung miteinzubauen (*Screening*).

In einer von der Unternehmensberatung *McKinsey* durchgeführten Studie wurden beispielsweise über 200 professionelle Investoren aus den Bereichen Private Equity, Anlagefonds, Versicherungen und Bankwesen befragt. Es zeigte sich bei allen Investorengruppen, dass CG neben finanziellen Faktoren wie Gewinnentwicklung, Ertragslage und Wachstumspotential ein wichtiges Kriterium für die individuelle Investment-Entscheidung ist. Folgende Zitate von Investoren stützen diese Ansicht:

„Our investment group would never approve an investment in a company with bad governance“ (*US Investment Manager, \$20 billion private equity fund*)

„Good governance is a qualitative cut-off criterion“ (*Analyst, \$62 billion European Asset Manager*). (McKinsey&Company 2007: Exhibit 4f.)

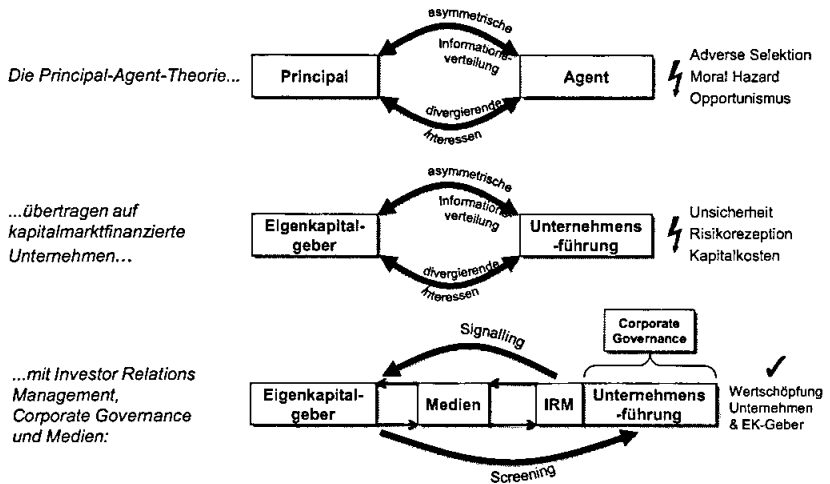
Die Beschaffung solcher Unternehmensberichte verursacht jedoch *Suchkosten* für den Investor, die von der Verfügbarkeit der Informationen abhängen. Zur Reduktion dieser Kosten dient die Unternehmensinstanz IRM, welche dem Kapitalmarkt diese Informationen zur Verfügung stellt und darüber hinaus aktiv *Signalling*-Maßnahmen betreibt.

Gelingt es dem Investor Relations Management dabei, „gute Corporate Governance“ an den Kapitalmarkt zu kommunizieren, so kann das erhöhte Vertrauen Kapitalkosten reduzieren und sogar einen zusätzlichen Aufschlag auf den Kurs bewirken. Empirische Studien bekräftigen dies. Es zeigt sich eine signifikant positive Korrelation zwischen „guter Corporate Governance“ und jeweiliger Unternehmensbewertung (vgl. hierzu Stiglbauer 2010: 54, Drobetz et al. 2003: 15ff. und Fernando 2006: 84). Vor allem in Krisenzeiten und bei Unternehmen mit Niederlassungen in Schwellenländern konnte das *Signalling* „guter Corporate Governance“ einen Mehrwert bei Investoren erzielen.

Medien können dabei als unabhängige Intermediatoren zu einer effizienten und schnellen Kommunikation beitragen. Sowohl über die klassischen Massenmedien wie Print-, TV und Radiomedien als auch über die Online-Finanzberichterstattung und firmeneigene Homepages können relevante Anlageinformationen übermittelt werden. Sie führen zu einer verbesserten Informationslage für Investoren, damit zu mehr Transparenz und können somit Unsicherheit reduzieren. Folglich können sie in diesem Kommunikationsprozess einen Beitrag zur Wertschöpfung sowohl bei Investoren als auch bei börsennotierten Unternehmen leisten.

Die bisherigen theoretischen Überlegungen werden in nachfolgender Abbildung noch einmal illustrativ zusammengefasst:

Abbildung 1: Die Principal-Agent-Theorie



Quelle: Eigene Darstellung

4 Das Investor Relations Management

Das Investor Relations Management ist als erster Ansprechpartner für Investoren eine zumeist eigenständige Abteilung, die in wechselseitigem Kommunikationsaustausch mit den Unternehmensbereichen Rechnungswesen/Finanzen, Marketing/PR, sowie dem Vorstand steht (vgl. Pierbattisti 2007: 19). Die Literatur liefert bisher verschiedene, teilweise stark divergierende Definitionen des IRMs. Der US-amerikanische Verband *National Investor Relations Institute* definiert das IRM beispielsweise als „strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-way communication between a company, the financial community, and other constituencies, which ultimately contributes to a company's securities achieving fair valuation“ (NIRI 2011: Front). Die Definition nennt also einerseits die Zielgruppen und geht andererseits auf die Ziele ein, die das IRM verfolgen sollte. Diese werden im Folgenden näher ausgeführt.

Zielgruppen

Primäre Zielgruppen des Investor Relations Managements sind am Unternehmen beteiligte *private* und *institutionelle* Investoren.

Private Investoren sind definitionsgemäß natürliche Personen, die ihr eigenes Vermögen in Aktien mit dem Ziel der Wertsteigerung angelegt haben. Institutionelle Anleger sind zumeist Organisationen, die eigenes, vor allem aber das Vermögen Dritter anlegen. Zu dieser Gruppe gehören beispielsweise Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und Institutionen der öffentlichen Hand. Im Vergleich zu institutionellen Investoren ist die an einem Unternehmen beteiligte mengenmäßige Anzahl an privaten Anlegern zwar höher, das Anlagekapital pro Person dagegen um ein Vielfaches niedriger und der Zeithorizont der Anlage langfristiger orientiert.

Beim Anlageverhalten unterscheiden sich private und institutionelle Anleger insofern, als dass letztere möglichst viele relevante Informationen im Vorfeld einer Anlageentscheidung zu berücksichtigen und zu bewerten versuchen. Der Entscheidungsfindung institutioneller Investoren liegt eine zumeist professionelle und rationale Informationsverarbeitung zu Grunde (vgl. Harzer 2005: 11). Bewertungskriterien wie *Kurs-Gewinn-Verhältnis* und *Cashflow pro Aktie* geben die entscheidenden Impulse für den Kauf oder Verkauf einer Aktie (vgl. Achleitner et al. 2008: 272). Das Anlageverhalten privater Aktionäre basiert hingegen auf weniger umfangreichen Informationen und verzichtet in der Regel auf komplexe Bewertungsmodelle. Eine vollständige Informationsbeschaffung wäre zum einen nur mit erheblichen zeitlichen und finanziellen Kosten verbunden und zum anderen fehlen oftmals die dafür nötigen ökonomischen Kenntnisse, um alle kursrelevanten Informationen richtig beurteilen zu können. Das Anlageverhalten privater Aktionäre basiert daher eher auf persönlicher und emotionaler Bindung zum Unternehmen. Institutionelle Investoren sind hingegen performanceorientiert und ihre Loyalität zum Investitionsobjekt ist vergleichsweise gering. So verkaufen sie ihre Anlagen zumeist schnell, sobald das Unternehmen nicht den erwünschten Erfolg vorweisen kann.

Ferner sind Unterschiede bei den Informationsbedürfnissen und im Umgang mit Medien zu erkennen. Wie sich in einer von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft *PriceWaterhouseCoopers* durchgeführten Studie zeigt, bevorzugen institutionelle Investoren vor allem den persönlichen Kontakt mit dem Unternehmen. 93 Prozent aller institutionellen Investoren hegen den Wunsch nach Einzelgesprächen (sogenannten „*One-on-Ones*“) mit zuständigen Managern des Finanzbereichs. Weiterhin sind *AdHoc-Meldungen* seitens des Unternehmens, Analystenkonferenzen und Geschäftsbericht von großem Interesse (vgl. *PriceWaterhouseCoopers* 2007: 18). Medien spielen beim Entscheidungsverhalten vor allem dann eine Rolle, wenn durch mediale Berichterstattung das Verhalten anderer

antizipiert werden kann (vgl. Davis 2006: 13). Sind institutionelle Investoren der Meinung, dass ein Medienbericht unkundigere Investoren zu einem „*Herdentrieb*“ verleiten könnte, so werden sie ihre Entscheidung dementsprechend anpassen. Dieses Phänomen kann auch als *Third-Person-Effekt* angesehen werden. Die Investoren reagieren demnach nicht direkt auf die mediale Darstellung einer anlagerelevanten Meldung, sondern auf das antizipierte Verhalten anderer Investoren infolge der Berichterstattung. Es handelt es sich also um eine indirekte Medienwirkung: Die Wirkung der medialen Botschaft auf Dritte wird so hoch eingeschätzt, dass sich das eigene Verhalten an dem angenommenen zukünftigen Verhalten anderer infolge der Medienberichte orientiert (vgl. hierzu bspw. Scheufele / Haas 2008: 111).

Die von Privatanlegern präferierte Nutzung von Informationsquellen sieht hingegen anders aus. In einer Befragung von *Hank* (2004: 194f.) zeigte sich, dass Kleinaktionäre bei ihrer Suche nach Informationen zur Aktienanlage vor allem Presseberichterstattungen und medialen Börsensendungen die größte Bedeutung beimessen. Andere Kommunikationsmittel wie Hauptversammlung, Geschäftsbericht oder Gespräche mit Anlegern finden hingegen weit weniger Beachtung. *Stiife* (2002: 92f.) konnte das medienorientierte Informationsverhalten von Privatanlegern bestätigen. Privataktionäre orientieren sich der empirischen Untersuchung zufolge bei ihrer Entscheidungsfindung in erster Linie an Printmedien (90%), Wirtschaftssendungen im Fernsehen (72,5%) und Finanzttestinformationen (64%). Auch hier zeigte sich, dass Informationsquellen wie Bankberatung, Unternehmensveranstaltungen oder Geschäftsberichte nur eine untergeordnete Rolle spielen. Bei einer im Jahre 2003 durchgeführten Befragung von 65.000 Privatanlegern der *Deutschen Post AG* konnte das Informationsverhalten der Anlegergruppe nach Merkmalen wie fachrelevanter Ausbildung, Dauer des Aktienbesitzes, sowie investierten Summen weiter differenziert werden (vgl. Ernst et al. 2005). Auch hier zeigte sich, dass vor allem die Massenmedien als Informationsquelle herangezogen werden. Erstaunlich war, dass dieser Befund neben Aktienbesitzeinsteigern insbesondere für die sogenannten „privaten Anlegerprofis“ zutrif (vgl. Scheufele / Haas 2008: 85).

Die divergierenden Informationsprioritäten der Anlegergruppen haben Investor Relations Mitarbeiter bereits erkannt, wie sich in einer IR-Befragung der Fortune-500 Unternehmen zeigt: „IROs (=Investor Relations Officers) who value institutional investors most are more often involved in one-on-one meetings and ownership research. The more,

however, IRO values private investors the more likely such IRO to be involved in mass media related activities“ (Laskin 2006: 70).

Die wichtigsten Unterscheidungsmerkmale sind in folgender Tabelle noch einmal gegenübergestellt:

Tabelle 1: Eigenschaften privater und institutioneller Investoren

	Privatanleger	Institutionelle Anleger
Definition	Anleger des eigenen Vermögens	Anleger von fremden Kapital; Banken, Versicherungen, etc...
Zeithorizont der Anlage	Langfristig	Kurzfristig
Loyalität	Relativ hoch	Relativ gering
Informationstiefe	Niedrig	Hoch
Informationsverarbeitung	Eher unprofessionell, emotional	Professionell, rational
Informationssuche	Mediale Suche; (One-on-Ones, Hauptversammlung oder Geschäftsbericht weniger relevant)	Keine primär-mediale Suche (One-on-Ones, AdHoc-Meldungen, Analystenkonferenz, Geschäftsbericht)
Medienorientierung	Hoch (v.a. Printmedien, Wirtschaftssendung im Fernsehen, Webportale)	Niedrig Nutzung zur Antizipation von „Herdentrieben“ (<i>Third-Person-Effekt</i>)

Quelle: Eigene Darstellung

Ziele

Das übergeordnete Ziel aller Investor Relations Maßnahmen von börsennotierten Unternehmen ist die langfristige Maximierung des *Shareholder Values* (vgl. Labas 2009: 18). Der Shareholder Value repräsentiert den finanziellen (Markt-)Wert des Eigenkapitals bzw. der Kapitalanlage von Aktionären. Das von *Rappaport* in den 1970er eingeführte Shareholder Value Konzept ist stark aktionärsorientiert und impliziert eine Unternehmensführung, bei der die Einkommens- und Vermögensposition der Shareholder (=Eigenkapitalgeber) verbessert werden soll. Hierbei gibt es zwei Komponenten, die Einfluss auf die Steigerung des (Markt-)Werts des Eigenkapitals haben: Auf der Einnahmenseite ist es die Höhe an *Cash-Flows*, die das Unternehmen generiert. Bei der Ausgabenseite stehen diesen positiven Zahlungsströmen die *Kapitalkosten* (Fremd- und Eigenkapitalkosten) entgegen, die das Unternehmen für Investitionstätigkeiten zur Erwirtschaftung von Cash-Flows aufwendet. Die Höhe an Eigenkapitalkosten hängt dabei vom jeweiligen Risiko ab, das der Aktionär für sein Geld vom Unternehmen einfordert. Dieser Risikozuschlag setzt sich aus einem risikofreien Basiszinssatz (=der für den Eigenkapitalgeber entgangene Ertrag aus einer festverzinslichen Anlage, oder anders ausge-

drückt den Opportunitätskosten) und einer unternehmensindividuellen Risikoprämie zusammen (vgl. Rappaport 1998: 39). Die Risikoprämie ist der Betrag, für den der Eigenkapitalgeber für die Übernahme eines zusätzlichen Risikos entschädigt werden möchte. In der Theorie lässt sich diese zusätzliche Risikoübernahme anhand des Capital Asset Pricing Models (CAPM) verhältnismäßig zum Markt berechnen (vgl. Schierenbeck / Lister 2002: 93). In der Praxis muss diesem Risiko jedoch noch ein subjektives Risiko addiert werden, um die gesamten Renditeerwartungen der Aktionäre aufzeigen zu können. Dieses subjektive Risiko hängt von den bestehenden Informationsasymmetrien und der wahrgenommenen Unsicherheit ab (vgl. Harzer 2005: 14f.). Schafft es das IRM diese zu senken, so fordern Investoren eine geringere Risikoprämie ein. Im Umkehrschluss sinken die Kapitalkosten des Unternehmens und der Shareholder Value wird maximiert (vgl. Laskin 2009: 227).

Formal betrachtet lässt sich die Zielsetzung der Senkung von Kapitalkosten anhand des *Discounted-Cash-Flow-Modells* (DCF) darstellen:

$$(1) \text{ Shareholder Value} = EK = GK - FK = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+k)^t} - FK$$

$$(2) k = WACC = r_{EK} \cdot \frac{EK}{GK} + (1-s) \cdot r_{FK} \cdot \frac{FK}{GK}$$

Der Shareholder Value (=Marktwert des Eigenkapitals=EK) entspricht dabei dem Gesamtkapital (GK) des Unternehmens abzüglich Fremdkapital (FK). Anders dargestellt, gleicht EK der Summe aller zukünftig vom Unternehmen erwirtschafteten Cash-Flows (CF_t) diskontiert mit einem risikoadäquaten Zinssatz k, abzüglich FK (siehe Formel (1)). Der risikoadäquate Zinssatz k ist dabei der *Gesamtkapitalkostensatz* (=WACC=*Weighted Average Cost of Capital*) aus den gewichteten Einzelkosten von Eigen- und Fremdkapital (siehe Formel (2)). Entscheidend für das IRM ist der Eigenkapitalkostensatz r_{EK}, den es durch die Reduktion von Informationsasymmetrien und der vom Investor wahrgenommenen Unsicherheit zu minimieren gilt. Je kleiner r_{EK}, desto geringer k und umso größer der Shareholder Value.

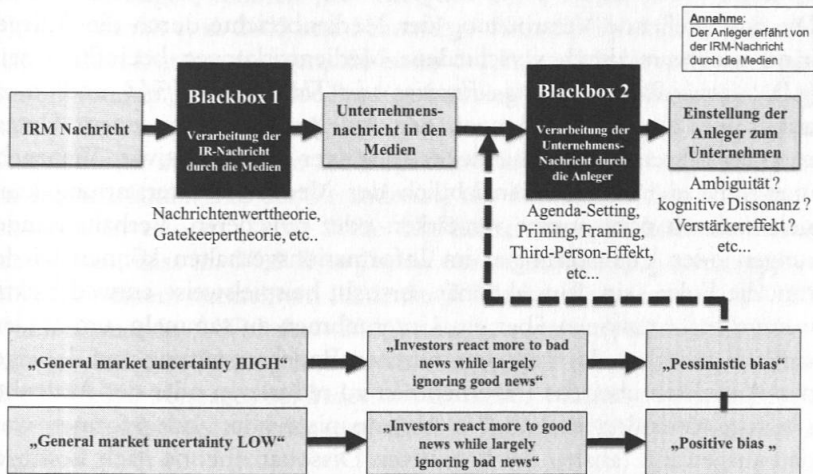
Die Senkung der Eigenkapitalkosten kann jedoch nur erreicht werden, wenn börsennotierte Unternehmen das *Vertrauen* von Investoren erhöhen können. Der Vertrauensgewinn kann daher als das oberste Ziel aller IR-Maßnahmen angesehen werden (vgl. Krystek / Müller 1993: 1785, Harenberg 2000: 107f.). Nach Hartmann hängt die Maximierung des Shareholder Values vom Vertrauenszuspruch ab, den Unternehmen von seinen Investoren erfahren (vgl. Hartmann 1968: 88f.). Sinkt das Vertrauen von Investoren auf Grund von Unternehmensskandalen, Finanz-

oder Währungskrisen, besteht das oberste Anliegen der IR-Abteilungen von börsennotierten Unternehmen das Vertrauen wieder aufzubauen (vgl. Laskin 2009: 209). Die Rolle der Medien im Rahmen der Kommunikation von Vertrauen durch das IRM wird im Folgenden erläutert.

5 Wirkungsfelder der Medien

Zur Illustration der Untersuchung dient folgende Abbildung:

Abbildung 2: Wirkungsfelder der Medien



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Harzer 2005: 69 und Bird / Yeong 2011

Medien sind nicht nur Übermittler von Unternehmensnachrichten, die sie beispielsweise durch Pressemitteilungen des IRMs erhalten, sondern sie verarbeiten Nachrichten, bevor sie diese veröffentlichen (Blackbox 1). Generell obliegt es den in den Medien tätigen Journalisten, welche Unternehmensnachrichten sie überhaupt publizieren und inwiefern sie die Nachrichten durch weitere Recherchen verändern. Erklärungsansätze für die Auswahl bestimmter Unternehmensnachrichten geben beispielsweise die *Nachrichtenwerttheorie* (Galtung / Ruge) und der *Gatekeeperansatz* (Levin).

Bei der Verarbeitung der medial veröffentlichten Unternehmensnachricht durch die Anleger (Blackbox 2) spielt die allgemeine Marktunsicherheit (*General market uncertainty*) eine wichtige vorgelagerte Rolle. Aktuelle Befunde aus der *Behavioral Finance* legen nahe, dass im Falle ho-

her Marktunsicherheit (z.B. schlechte wirtschaftliche Lage, Konsumflaute, EU-Schuldenkrise), Investoren vermehrt auf schlechte mediale Nachrichten reagieren, während positive Meldungen größtenteils ignoriert werden (vgl. Bird / Yeong 2011). Ist die Marktunsicherheit hingegen niedrig (z.B. wirtschaftlicher Boom, positiver ifo-Geschäftsklimaindex), reagieren Investoren umgekehrt, also insbesondere auf positive Nachrichten. Noch vor der eigentlichen kognitiven Verarbeitung kommt es also zu einem prädisponierendem *Bias* in der Wahrnehmung der medialen Nachrichtenlage.

Die anschließende Verarbeitung der Medienberichte durch die Anleger kann wiederum durch verschiedene Medienwirkungen beeinflusst sein (z.B. *Agenda-Setting*, *Priming*, *Framing* oder *Third-Person-Effekt*) und so zu unterschiedlichen Einstellungen der Anleger gegenüber einem Unternehmen führen. Ein vorhandener (positiver oder negativer) Wahrnehmungsbias der Anleger hinsichtlich der Medienberichterstattung kann sich dadurch noch weiter verstärken oder reduzieren. Verhaltensänderungen oder Veränderungen im Informationsverhalten können wiederum die Folge sein. Ein Aktionär versucht beispielsweise entweder aktiv weitere Informationen über ein Unternehmen zu sammeln, um Widersprüche zwischen der wahrgenommenen Berichterstattung und der eigenen Ansichten über das Unternehmen zu reduzieren oder der Aktienbesitz wird veräußert und andere Aktienpapiere oder Anlageformen werden ausgewählt (analog der kognitiven Dissonanztheorie nach Festinger 1978). Letzteres ist zum Nachteil börsennotierter Unternehmen bei Privataktionären in Deutschland der Fall gewesen, die seit geraumer Zeit vermehrt in konservativere Anlageformen investieren. Innerhalb des letzten Jahrzehnts hat sich die Anzahl an Privataktionären von ehemals 6,2 Millionen auf nur noch 3,4 Millionen nahezu halbiert. Der Anteil an Aktionären an der deutschen Bevölkerung (über 14 Jahren) liegt damit nur noch bei 5,2 Prozent. Länder wie die Niederlande, USA oder Japan können im Gegensatz dazu einen Anteil von bis zu 30 Prozent der Bevölkerung vorweisen (vgl. Deutsches Aktieninstitut 2009: 14). Es zeigt sich, dass die Unternehmen wieder vermehrt Vertrauen zu privaten Aktionären aufbauen müssen, um den bisherigen Höchststand vom Jahr 2000 wieder näherzukommen. Damals, als die Deutsche Telekom AG Aktien emittierte und eine große Bereitschaft vorhanden war, in Unternehmensaktien zu investieren, zeichneten viele ursprüngliche „Sparer“ Aktien und wollten auf diesem Wege privat für ihr Alter vorsorgen. Viele „Sparer“ reagierten damals auf die medial ausgetragene Diskussion um die Reform der gesetzlichen Rentenversicherung (vgl. Hocker 2009: 471).

6 Einfluss von Medien auf das Investorenverhalten: Überblick über bisherige empirische Studien

In der Vergangenheit wurden diverse empirische Studien durchgeführt, die untersuchten, inwiefern Medien einen signifikanten Einfluss auf das Entscheidungsverhalten von Investoren und dadurch auf den Aktienkursverlauf nehmen können. Die Ergebnisse sind jedoch nicht eindeutig und werden in der Literatur kontrovers diskutiert.

Auf der einen Seite stehen Studien, die nur einen geringen Einfluss von Medien aufzeigen konnten (u.a. McQuail 2000, Gerke 2000, Ruddock 2001, Kladroba et al. 2003 und Scheufele / Haas 2008). Auf der anderen Seite stehen Untersuchungen, die einen deutlichen Medieneinfluss nachweisen konnten. Quantitative Studien beispielsweise von Beneish (1991), Sant / Zaman (1996) und Barber / Odean (2002) zeigten signifikante Korrelationen zwischen der medialen Veröffentlichung von preissensiblen Informationen und der Veränderung des Kauf- und Verkaufsverhaltens von Investoren (Davis 2006: 12). Schachter et al. konnten ferner nachweisen, dass im *Wall Street Journal* veröffentlichte Expertenempfehlungen zu einem vermehrten Aktienkauf führten (Schachter et al. 1986: 286f.). Tumarkin / Whitelaw (2001) untersuchten knapp 200.000 Kommentare auf den Messageboards von *RagingBull.com* und Das / Chen (2001) 85.000 Messages bei *Yahoo.com*. In beiden Fällen korrelierten positive Meinungen über Aktien und deren Handelsvolumina (Tumarkin / Whitelaw 2001: 4).

Die Studien betrachten jedoch oftmals nur ein einzelnes Medium (z.B. Anlegerzeitschrift) und sind auch hinsichtlich des Untersuchungszeitraumes nur bedingt vergleichbar. Die in diesem Beitrag ausgearbeiteten Unterschiede zwischen privaten und institutionellen Investoren im Umgang mit den Medien lassen als zusätzliche *exogene Variable* die aufgezeigten Studien jedoch weniger *heterogen* erscheinen. Es scheint nämlich, dass je größer der Anteil privater Aktionäre an einem untersuchten Unternehmen oder in einem Land, desto größer die Sensibilität auf mediale Informationen und desto größer der mögliche Einfluss von Medien auf den Aktienkurs. Bekräftigt wird diese Vermutung durch einen Vergleich von Studien zum deutschem und dem US-amerikanischen Aktienmarkt. Studien wie Beneish (1991), Sant / Zaman (1996) und Barber / Odean (2002) die allesamt den US-Aktienmarkt, der einen hohen Privataktionsanteil aufweist (vgl. Gliederungspunkt 5), untersuchten, konnten einen signifikanten Einfluss feststellen. Studien wie beispielsweise Scheufele / Haas (2008), Kladroba et al. (2003) und Gerke (2000) die Stichproben aus Deutschland untersuchten, konnten hingegen nur ge-

ringfügige (und zugleich *aggregierte*) Einflüsse feststellen. Für die weitere Forschung wäre es deshalb interessant, den Einfluss von Medien auf Aktienkurse in Abhängigkeit des Anteils an Privataktionären zu untersuchen. Hier könnten entweder länder- oder unternehmensspezifische Differenzierungen als exogene Variable ergänzt werden. Beispielsweise könnte der Einfluss einer Unternehmensnachricht, die gleichzeitig in zwei Ländern publiziert wird, auf den Aktienkurs eines Unternehmens, das an zwei Börsen gelistet ist, untersucht werden. Eine Stichprobenauswahl könnte z.B. anhand der Aktie der *Daimler AG* erfolgen, die bis vor kurzem sowohl am *DAX* als auch an der *NYSE* gelistet war. Hier wäre interessant herauszufinden, ob eine Unternehmensnachricht, die gleichzeitig in den USA und in Deutschland publiziert wurde, bei beiden Aktienkursen gleich starke Ausschläge bewirkte, oder ob es länderspezifische Unterschiede gab.

Darüber hinaus war bei der Analyse der bisherigen empirischen Studien erkennbar, dass der Allgemeinen Marktunsicherheit bzw. der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nur wenig Beachtung beigemessen wurde. Es konnte allerdings gezeigt werden, dass insbesondere diese Gegebenheiten einen grundlegenden Einfluss auf das Informationsverhalten der Anleger haben können. Auch dieser Faktor könnte daher in weitergehenden Untersuchungen als exogene Variable berücksichtigt werden.

7 Zusammenfassung

Die in dieser Arbeit herausgestellte Principal-Agent-Theorie konnte aufzeigen, welches Konfliktpotential die Trennung von Unternehmensführung und Eigenkapitalgeber bei börsennotierten Unternehmen beinhaltet. Ausgehend von dieser Theorie kann es auf Grund von Informationsasymmetrien, Interessensdivergenzen und möglichem opportunistischem Verhalten für den Eigenkapitalgeber ex ante zur Adversen Selektion und ex post zu Moral Hazard kommen. Medien können im Zusammenspiel mit der CG-Compliance und dem IRM dem entgegenwirken und einen Beitrag zur Wertschöpfung bei Eigenkapitalgebern und Unternehmen leisten. Dabei stellt die Vertrauensgenerierung das Fundament aller IRM-Maßnahmen dar. Dieses Vertrauen gilt es vor allem bei Privatanlegern wieder aufzubauen, deren Anteil am Gesamtkapital von Unternehmen seit mehreren Jahren rückläufig ist. Privatanleger weisen dabei ein anderes Anlageverhalten auf als institutionelle Investoren. Dies zeigt sich unter anderem in einer intensiveren Informationsbeschaffung durch die Medien. Institutionelle Anleger lassen sich hingegen vergleichsweise gering von Medienberichten beeinflussen, nutzen aber die Medien zur Antizipation von Herdentrieben am Aktienmarkt. Die mediale Beeinflus-

sungsrichtung hängt dabei vom Grad der generellen Marktunsicherheit ab.

Die empirischen Studien zu medialen Einflüssen am Kapitalmarkt zeichnen bislang kein einheitliches Bild. Ein Grund dafür könnte sein, dass die Einflüsse von Medien auf den Aktienkursverlauf aggregiert betrachtet werden und die (generelle) Marktunsicherheit dabei weitestgehend außen vor bleibt. Bislang unberücksichtigte exogene Variablen wie der „Anteil Privataktionäre (an einem Unternehmen oder in einem Land)“, sowie die „Allgemeine Marktunsicherheit“ könnten in Zukunft die Befunde weniger heterogen erscheinen lassen.

Für das IRM bleibt festzuhalten, dass nicht zuletzt in Finanz- und Währungskrisen das Vertrauen speziell zu Privatanlegern aufgebaut werden muss. Das IRM muss dabei die Rolle der medialen Berichterstattung als Faktor ihrer Informationspolitik verstehen und miteinbeziehen. Dabei wird die Herausforderung in Zukunft auch sicherlich darin bestehen, neue Medienkanäle noch stärker zur Vertrauensgenerierung zu nutzen. Beispiele hierfür sind schon heute bekannt, wie z.B. Live-Übertragungen von Aktionärshauptversammlungen im Internet oder Videokonferenzen mit Mitarbeitern des IRMs.

Literatur

- Achleitner, Ann-Kristin / et al.* (2008): Finanzkommunikation. Die Grundlagen der Investor Relations. S. 261-285 in: *Meckel, Miriam/ Schmid, Beat F.* (Hrsg., 2008): Unternehmenskommunikation. Kommunikationsmanagement aus Sicht der Unternehmensführung, 2. Auflage. Gabler: Wiesbaden.
- Ambachtsbeer, Jane* (2006): A change of climate. S. 63-64 in: *Global Investor*. Ausgabe 194.
- Arrow, Kenneth J.* (1985): The Economics of Agency. S. 37-50 in: *Pratt, John Winsor / Zeckhauser, Richard* (Hrsg., 1985): Principals and Agents - The Structure of Business. Harvard Business School Press: Boston.
- Barber, Brad M. / Ordean, Terrance* (2002): All That Glitters. The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. S. 785-818 in: *Financ. Stud.* 21 (2).
- Bassen, Alexander / et al.* (2010): Investor Relations. A comprehensive Overview. S. 49-79 in: *Journal für Betriebswirtschaft*. Jg. 60, Nr.1.
- Bassen, Alexander / Zöllner, Christine* (2009): Entwicklungstendenzen Deutscher Corporate Governance. S. 73-93 in: *Kirchhoff, Klaus Reiner / Piwinger, Manfred* (Hrsg., 2009): Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation, 2. Auflage. Gabler: Wiesbaden.
- Baumol, William J.* (1959): Business Behavior, Value and Growth. Princeton University: New York.
- Beneish, Messod D.* (1991): Stock prices and the dissemination of analysts' recommendations. S. 393-416 in: *Journal of Business*. Vol. 64, No.3.
- Bird, Ron / Yeong, Danny* (2012): How do Investors react under Uncertainty? In: *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 10, No.2.

- Capgemini / Meryll Lynch Global Wealth Management* (2010): 2010 World Wealth Report. Online: <http://www.de.capgemini.com/insights/publikationen/world-wealth-report-2010/>
- Davis, Aeron* (2006): The Role Of The Mass Media in Investor Relations. S. 7-17 in: *Journal of Business Communication Management*. Vol. 10, No. 1.
- Deutsches Aktieninstitut* (2009): Privataktionäre in börsennotierten Unternehmen: Ergebnisse einer Umfrage. In: *Studien des Deutschen Aktieninstituts*. Ausgabe 46. Online: <http://dai-privatanleger.corporate-publications.de/>
- Drobetz, Wolfgang et al.* (2003): Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaft, WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 05/03.
- Fernando, A.C.* (2006): *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Pearson Education: New Delhi.
- Festinger, Leon* (1978): Theorie der kognitiven Dissonanz. In: *Irle, Martin / Möntmann, Volker* (Hrsg.): *Theory of Cognitive Dissonance*. Huber: Bern.
- Gerke, Wolfgang* (2000): Missbrauch der Medien zur Aktienkursbeeinflussung. S. 151-170 in: *Rolke, Lotbar / Wolff, Volker* (Hrsg., 2000): *Finanzkommunikation. Kurspflege durch Meinungspflege. Die neuen Spielregeln am Aktienmarkt*. F.A.Z. – Institut: Frankfurt a. M.
- Göbel, Markus* (2009): *Interaktive Unternehmenssteuerung. Organisation, Wissen und Reziprozität auf Kapitalmärkten*. Gabler: Wiesbaden.
- Hank, Benno* (2004): *Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären. Zur Gestaltung von Investor Relations*. Lang: Frankfurt a. M.
- Harenberg, Ralf* (2000): Berufsgrundsätze von Investor Relations. S.105-115. in: *DIRK e.V.* (Hrsg., 2000): *Investor Relations*. DIRK e.V.: Wiesbaden.
- Hartmann, Hanno K.* (1968): *Die große Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations*. Duncker & Humblot: Berlin.
- Harzer, Tobias* (2005): *Investor Relations für Privatanleger: Eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse*. Deutscher Universitätsverlag: Wiesbaden.
- Hocker, Ulrich* (2009): Die Erwartungen der Privatanleger an IR. S. 469-475 in: *Kirchhoff, Klaus Rainer / Pivninger, Manfred* (Hrsg.): *Praxishandbuch Investor Relations: Das Standardwerk der Finanzkommunikation*. 2. Auflage. Gabler: Wiesbaden.
- Kladroba, Andreas / et al.* (2001): Die Qualität von Aktienempfehlungen in Publikumszeitschriften. S. 227-338 in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 223. G. Fischer Verlag: Essen.
- Kostolany, André* (1961): *Das ist die Börse. Bekenntnisse eines Spekulanten*. Goldmann: Stuttgart.
- Kräkel, Matthias* (2004): *Organisation und Management*. 2. Auflage. Mohr Siebeck: Tübingen.
- Krystek, Ulrich / Müller, Michael* (1993): Investor Relations. S. 1785-1789 in: *Der Betrieb*. 46. Jg., 1993, Heft 36.
- Labas, Robert* (2009): *Communication success factors in Investor Relations: An analysis based on presentations of the DAX-30 companies*. Going Public Media Ag: Hamburg.
- Laskin, Alexander V.* (2009): A Descriptive Account Of The Investor Relations Profession: A National Study S. 208-233 in: *Journal of Business Communication*, Volume 46, Number 2, April 2009.
- Laskin, Alexander V.* (2006): Investor Relations practices at Fortune 500 companies: An exploratory study. S. 69-70 in: *Public Relations Review*, Vol. 32, 2006.
- McQuail, Denis* (2000): *McQuail's Mass Communication Theory*. Sage: New York.

- McKinsey & Company* (2002): Global Investor Opinion Survey: Key Findings. Online: <http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>
- Morich, Sven* (2007): Steuerung der Effektivität kapitalmarktorientierter Unternehmenspublizität: Eine kennzahlengestützte Konzeption am Beispiel des Geschäftsberichts. Deutscher Universitätsverlag: Wiesbaden.
- National Investor Relations Institute (NIRI)* (2011): Definition of IR, Online: <http://www.niri.org/about/mission.cfm>
- Picot, Arnold et al.* (2003): Die grenzenlose Unternehmung: Information, Organisation und Management, 5. Auflage. Gabler: Wiesbaden.
- PriceWaterhouseCoopers* (2007): Investor Relations and Shareholder Value am Neuen Markt: Eine empirische Studie der PricewaterhouseCoopers Corporate Finance Beratung GmbH, München, und Wolff & Häcker Finanzconsulting AG, Ostfildern bei Stuttgart. Online: www.whf-ag.de/assets/uploads/media/IR-Studie%20whf-pwc.pdf
- Pulham, Susan A.* (2005): Investor Relations für Privatanleger, Köln, 2005.
- Pürer, Heinz* (2003): Publizistik und Kommunikationswissenschaft. Ein Handbuch. UTB: Konstanz.
- Rappaport, Alfred* (1998): Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, 2. Auflage. The Free Press: New York.
- Ruddock, Andy* (2001): Understanding Audiences: Theory and Method. Sage: New York.
- Sant, Rajiv / Zaman, Mir A.* (1996): Market reaction to business week 'inside Wallstreet'-column: a self-fulfilling prophecy S.617-643 in: Journal of Finance & Banking, Vol. 20.
- Schachter James et al.* (1986): Aggregate Variables in Psychology and Economics. Dependence and the Stock Market S.259-271 in: *Gilad, B. / Stanley, K.* (Hrsg., 1987): Handbook of Behavioural Economics, Vol. B. JAI Press Inc.
- Schierenbeck, Henner / Lister, Michael* (2002): Value Controlling: Grundlagen wertorientierter Unternehmensführung, 2. Auflage. Oldenbourg Wissenschaftsverlag: München.
- Scheufele, Bertram / Haas, Alexander* (2008): Medien und Aktien: Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen. VS Verlag: Wiesbaden.
- Smith, Adam* (1999): Der Wohlstand der Nationen, 3. Auflage. Deutscher Taschenbuchverlag: München.
- Stiße, Karin* (2002): Das Informationsverhalten deutscher Privatanleger. Deutscher Universitätsverlag: Wiesbaden.
- Täubert, Anne* (1998): Unternehmenspublizität und Investor Relations: Analyse von Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse. LIT: Münster.
- Terberger, Eva* (1994): Neoinstitutionalistische Ansätze: Entstehung und Wandel, Anspruch und Wirklichkeit. Gabler: Wiesbaden.
- Tumarkin, Robert / Whitelaw, Robert F.* (2001): News or Noise? Internet postings and stock prices. S.41-51 in: Financial Analysts Journal, 57.