

s. Lesmeister • P. Limbach • M. Goergen

Trust and shareholder voting

CFR working paper 18-02

Kontrolle ist gut, Vertrauen ist besser? Inwieweit kulturelle Faktoren einen Einfluss auf die Intensität haben, mit der Investoren Unternehmen bzw. deren Manager überwachen, ist bislang nicht bekannt. Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Studie, ob das in einer Gesellschaft vorherrschende Vertrauen in andere einen Einfluss auf das Abstimmungsverhalten von Aktionären auf Aktionärsversammlungen hat. Untersucht werden reguläre Hauptversammlungen und außerordentliche Aktionärsversammlungen von Unternehmen in bis zu 47 verschiedenen Ländern aller Kontinente der Welt. Die grundsätzliche Hypothese, die in der Studie getestet wird, leitet sich aus der Forschung zum Zusammenhang zwischen gesellschaftlichem Vertrauen und makroökonomischem Wachstum ab. Sie besagt, dass Aktionäre in Ländern mit hohem gesellschaftlichen Vertrauen weniger Zeit aufwenden, um das Management von Unternehmen zu überwachen, da sie weniger Bedenken haben, dass Manager sich entgegen ihrer Interessen verhalten und Mittel des Unternehmens veruntreuen. Da die Überwachung des Managements mit Kosten verbunden ist, kann es ökonomisch sinnvoll sein, mehr zu vertrauen und weniger zu überwachen, das Gegenteil also zum alten russischen Sprichwort "Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser".

Das Stimmrecht ist das primäre Kontrollrecht des Aktionärs und gilt in Theorie und Praxis als wertvoll, da Aktionäre über wesentliche Entscheidungen von Unternehmen, wie etwa die Besetzung des Aufsichtsrats, die Gewinnverwendung oder die Durchführung von Unternehmensfusionen abstimmen. Trotz seiner Bedeutung wird das Stimmrecht von vielen Aktionären allerdings nicht ausgeübt. So liegt die durchschnittliche Wahlbeteiligung bei Hauptversammlungen in Europa beispielsweise lediglich bei 60%. Zudem stimmen Aktionäre fast überwiegend für die Anträge des Managements, das sie eigentlich überwachen sollten. Da die Wahlbeteiligung zwischen verschiedenen Ländern weltweit zwischen 40% und 100% schwankt und die Zustimmungsqoten für Anträge des Managements zwischen 80% und 100%, erscheint es plausibel, dass länderspezifische Faktoren - wie das Vertrauen in der Gesellschaft oder die Rechte von Aktionären - helfen können, diese Unterschiede zu erklären.

Die vorliegende Studie präsentiert empirische Evidenz dafür, dass das gesellschaftliche Vertrauen in andere, welches sich meist über Jahrhunderte entwickelt hat, einen signifikanten Einfluss auf das Abstimmungsverhalten von Aktionären hat. In Ländern mit hohem gesellschaftlichen Vertrauen in andere ist die Wahlbeteiligung bei Aktionärsversammlungen deutlich niedriger und die Zustimmung für Anträge des Managements deutlich höher als in Ländern mit wenig gesellschaftlichem Vertrauen. Diese Ergebnisse werfen die Frage auf, ob Manager das niedrigere Niveau an Kontrolle durch Aktionäre in Ländern mit hohem Vertrauen ausnutzen oder ob man in der Tat schlussfolgern kann, dass Kontrolle gut ist, Vertrauen jedoch besser sein kann. Die Studie findet hierzu Evidenz, dass das niedrigere Niveau an Kontrolle durch Aktionäre in Ländern mit hohem Vertrauen im Durchschnitt nicht von Managern ausgenutzt wird. Während es grundsätzlich einen negativen Effekt auf Rendite und Firmenwert gibt, wenn Investoren sich weniger an Aktionärsversammlungen beteiligen und mehr für Anträge des Managements stimmen, so ist dieser negative Effekt jedoch nicht oder nur wesentlich schwächer vorhanden in Ländern, die ein hohes Maß an gesellschaftlichem Vertrauen aufweisen. Im Umkehrschluss gilt also, dass in Ländern, die ein geringes Maß an Vertrauen in der Gesellschaft aufweisen, die Kontrolle des Managements wertvoller ist.

Die Ergebnisse der vorliegenden Studie helfen Aktionärsvertretern, Investoren und Politikern dabei, den Umstand geringer Wahlbeteiligung und hoher Zustimmungsqoten bei Aktionärsversammlungen zu verstehen, zu evaluieren und eventuell entgegenzuwirken. Zudem zeigen die Ergebnisse auf, dass man Corporate Governance im länderspezifischen Kontext bewerten sollte.