

Timo Plaga*

Wie Aktienmärkte pro- und antieuropäische Positionen nationaler Regierungen bewerten: Gewinner und Verlierer

Dieses Papier analysiert die kurzfristigen Aktienkursreaktionen auf den Ausgang von 91 nationalen Parlamentswahlen innerhalb der EU. Die Bedeutung verschiedener unternehmensspezifischer Merkmale für die Kursreaktion hängt mitunter davon ab, ob die gewählten Parteien relativ proeuropäisch oder euroskeptisch sind. Die Zugehörigkeit zum Sektor handelbarer Güter und ein hoher Auslandsumsatz sind mit einem vergleichsweise höheren Anstieg der Aktienkurse verbunden, wenn die gewählte Regierung proeuropäisch ist, während sich eine hohe Kapitalintensität negativ auswirkt. Bei der Wahl einer relativ euroskeptischen Regierung profitieren vergleichsweise große Unternehmen mit einem hohen Umsatzanteil im Inland. Die Relevanz der einzelnen Effekte hat sich im Zeitraum 1987 bis 2014 deutlich verändert.

EINLEITUNG

Noch immer können Unternehmen aufgrund nationaler politischer Widerstände die Vorzüge des gemeinsamen Europäischen Binnenmarkts nicht voll ausschöpfen. So stellt ein Bericht der Europäischen Kommission (2015, S. 5) fest, dass aufgrund der fehlenden Angleichung nationaler Regulierungen und Politikmaßnahmen an EU-Richtlinien erhebliche Wachstumschancen verpasst wurden.

Insbesondere euroskeptische Parteien wehren sich gegen den Transfer von Kompetenzen vom Nationalstaat zur EU, oftmals um heimische Industrien zu schützen. So blockierte der britische Premierminister David Cameron 2011 einen EU-Vertrag, der strengere und einheitlichere Regulierungen für Finanzdienstleistungen vorsah, und argumentierte, dass die britische Finanzdienstleistungsbranche durch diese Maßnahme zu stark benachteiligt würde. Politischer Widerstand gegen EU-Regularien offenbart sich bisweilen auch dadurch, dass den gemeinsamen Binnenmarkt betreffende EU-Richtlinien nur mit starker Verzögerung und/oder in unkorrekter oder unvollständiger Weise umgesetzt werden. Der Prozess zur Durchsetzung von EU-Richtlinien ist langsam und nicht immer erfolgreich, so dass nationale Regierungen hinreichend Spielraum haben, um einheimischen Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen (insbesondere wenn die Einhaltung der EU-Richtlinie kostspielig für heimische Unternehmen ist), ohne finanzielle Sanktionen in absehbarer Zeit befürchten zu müssen.

Dieser Artikel basiert auf einer empirischen Forschungsarbeit, die an der TU Dresden entstanden ist (Plaga, 2019). Dieses Papier untersucht, wie die Positionen nationaler Parteien zur Europäischen Integration von den Aktienmärkten bewertet werden. Dazu betrachtet es die kurzfristigen Aktienkursreaktionen auf den Ausgang 91 nationaler Parlamentswahlen innerhalb eines Zeitraums von 1987 bis 2014. Die Ergebnisse geben Hinweise darüber, wie Aktieninvestoren

den Einfluss der nationalen EU-Position auf die künftige Profitabilität verschiedener Unternehmen bewerten. Dafür werden verschiedene unternehmensspezifische Merkmale darauf hin untersucht, ob sie die unterschiedlichen Kursreaktionen auf die Wahl einer pro- bzw. antieuropäischen Regierung erklären können.

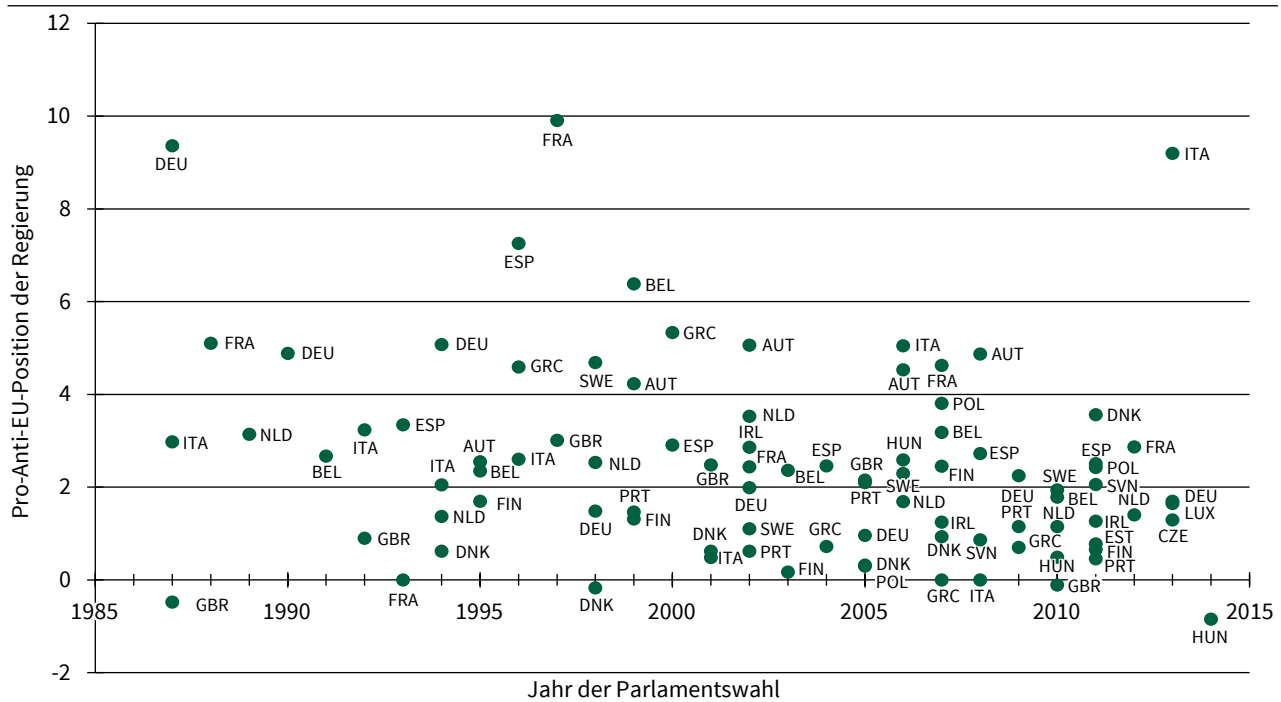
EU-POSITIONEN NATIONALER REGIERUNGEN UNTERSCHIEDEN SICH DEUTLICH

Wie stark unterscheiden sich nationale Regierungen hinsichtlich ihrer EU-Positionen und wie haben sich diese im Laufe der Zeit entwickelt? Das Manifesto-Projekt am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB) wertet die Wahlkampfprogramme nationaler Parteien in Hinblick auf die darin enthaltenen politischen Positionen aus und leitet daraus messbare Größen ab (Volkens et al. 2016). Abbildung 1 stellt die mittlere Pro-/Anti-EU-Position der gewählten Regierungsparteien (gewichtet nach Sitzanteilen) für die 91 in dieser Studie untersuchten, nationalen Parlamentswahlen in 20 EU-Ländern dar. Ein Wert größer null bedeutet, dass im über alle Regierungsparteien gewichteten Durchschnitt die positiven Aussagen zur EU die negativen überwiegen. Dies ist für die meisten Regierungen der Fall. Jedoch lassen sich deutliche Unterschiede sowohl zwischen den EU-Ländern als auch zwischen verschiedenen Regierungen innerhalb eines Landes erkennen. Der niedrigste Wert wird nach der Wahl in Ungarn im Jahr 2014 erreicht, als die von Viktor Orbán geführte euroskeptische Fidesz-KDNP-Allianz die Stimmenmehrheit erreichte. Orbán hatte im Wahlkampf grundsätzlich keine Einwände gegen die EU-Mitgliedschaft erhoben, sprach sich jedoch gegen die Übertragung nationaler Politikzuständigkeiten an die EU aus.

* Timo Plaga ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Internationale Monetäre Ökonomik der Technischen Universität Dresden.

Abb. 1

EU-Positionen nationaler Regierungsparteien (gewichtetes Mittel nach Sitzanteilen im Parlament)



Anmerkung: Das Pro-/Anti-EU-Maß ist definiert als die Differenz zwischen den positiven und negativen Aussagen (jeweils in %, gemessen als Anteil an den gesamten Aussagen im Wahlkampfprogramm), gewichtet nach den Sitzanteilen innerhalb der Koalitionsregierung (wenn vorhanden). Es basiert u. a. auf Aussagen zur Erstrebenswertigkeit der Erweiterung der Zuständigkeiten der Europäischen Kommission, des Europäischen Parlaments und der EU im Allgemeinen und der Erweiterung der EU um neue Beitrittsländer.

Quelle: Manifesto-Projekt (Volkens et al. 2016), Seki und Williams (2014), eigene Berechnungen.

FIRMEN MIT UNTERSCHIEDLICHEN VORAUSSETZUNGEN IM INTERNATIONALEN WETTBEWERB

Wie sind Unternehmen vom europäischen Integrationsprozess betroffen? Nach gängigen wirtschaftlichen Integrations-theorien profitieren Unternehmen in unterschiedlichem Maße. Bspw. dürften multinationale Unternehmen mit Geschäftstätigkeiten in vielen Ländern davon profitieren, wenn die Kosten für grenzüberschreitende Geschäfte sinken. Dies

ist etwa der Fall, wenn Regulierungen im Zuge der Binnenmarktpolitik vereinheitlicht bzw. abgebaut werden und somit der Zugang zu ausländischen Märkten erleichtert wird. Umgekehrt sollte ein effektiverer Binnenmarkt dazu führen, dass vornehmlich auf dem nationalen Heimatmarkt tätige Firmen einem verstärkten Importwettbewerb ausgesetzt werden. In der folgenden, empirischen Analyse untersuche ich sechs firmenspezifische Merkmale auf ihre Relevanz (vgl. Tab. 1).

Tab. 1
Beschreibung der untersuchten, firmenspezifischen Merkmale

Indikator	Beschreibung	Quelle
Auslandsumsatz	Indikator für den Internationalisierungsgrad eines Unternehmens. Gemessen als Umsatz aus Geschäftstätigkeiten im Ausland ohne Exportumsätze und Steuern, als Bruchteil des Gesamtumsatzes	Worldscope
Sektor handelbarer Güter	Gibt an, ob das wichtigste Geschäftssegment des Unternehmens (gemessen am Umsatz) im handelbaren Sektor liegt.	Worldscope, Forbes(2002)
Kapitalintensität	Indikator des für die Erstellung des Outputs notwendigen Kapitalstocks relativ zur dafür benötigten Menge Arbeit, gemessen als Sachanlagen (in US-Dollar) pro Mitarbeiter	Worldscope
Firmengröße	Indikator für die Größe des Unternehmens, gemessen als Gesamtaktiva (Vermögenswerte) in US-Dollar	Worldscope
Diversifizierung	Gibt die Anzahl verschiedener Geschäftsbereiche an, in denen eine Firma Verkäufe generiert, gemessen an zweistelligen SIC-Codes (Standard Industrial Classification)	Worldscope
Regulierungsempfindlichkeit	Misst, inwieweit Unternehmen in verschiedenen Sektoren staatlicher Regulierung ausgesetzt sind bzw. stark von Regulierung betroffene Inputs verwenden, z. B. aus der Energie-, Transport- und Kommunikationsbranche sowie im Dienstleistungsbereich.	Égert und Wanner (2016), OECD

Quelle: Eigene Darstellung.

TEST DER KURZFRISTIGEN AKTIENKURSREAKTIONEN AUF PARLAMENTSWAHLEN

Die empirische Untersuchung analysiert den Zusammenhang zwischen den firmenspezifischen Merkmalen inländischer Unternehmen und deren Aktienkursreaktionen in Abhängigkeit der EU-Position der gewählten Regierung. So ist bspw. zu testen, ob ein inländisches, jedoch vorwiegend im Ausland operierendes Unternehmen anders auf die Wahl einer euroskeptischen als auf die Wahl einer proeuropäischen Regierung reagiert. Die Aktienkursreaktion gibt Aufschluss darüber, welche langfristigen Auswirkungen Aktieninvestoren hinsichtlich der Profitabilität des Unternehmens erwarten. Der Vorteil dieser Analyse ist, dass sich die kurzfristigen Veränderungen des Aktienkurses relativ klar dem Wahlereignis zuordnen lassen.

Details zur Messung der Aktienkursreaktion und das zugrundeliegende statistische Regressionsmodell werden in Infobox 1 beschrieben. Der zugrundeliegende Datensatz umfasst 91 nationale Parlamentswahlen über einen Zeitraum von 1987 bis 2014 in 20 EU-Ländern. Damit eine Wahl in die Analyse einfließt, muss das Land zum Wahltermin Mitglied der EU sein. Die täglichen Aktienkurse von 1 253 Unternehmen stammen aus der Datenbank Thomson Reuters Datastream.

Infobox 1

Messung der Kursreaktion und statistisches Regressionsmodell

Die Ergebnisse basieren auf einem statistischen Regressionsmodell, wobei die zu erklärende Variable die Aktienkursreaktion der börsennotierten, inländischen Unternehmen auf den Ausgang der Wahl ist. Diese wird in der Ausgangsanalyse gemessen als die kumulierte abnormale Aktienrendite innerhalb eines Zeitfensters, das fünf Handelstage vor der Wahl beginnt und fünf Handelstage nach der Wahl endet. Dieses Maß für die Kursreaktion beruht auf der in der finanzwirtschaftlichen Literatur gängigen Methodik der Eventstudie, wobei die Kursreaktion um die nicht dem unmittelbaren Ereignis zurechenbaren, systematischen Einflüsse (z. B. globale Schocks, die die gesamte Weltwirtschaft betreffen) auf die kurzfristigen Renditen bereinigt wird (daher „abnormale“ Renditen). Als erklärende Variablen fließen neben weiteren Kontrollvariablen die Pro-/Anti-EU-Position der Regierung sowie jeweils einer der beschriebenen firmenspezifischen Indikatoren ein. Mittels sogenannter Interaktionseffekte wird untersucht, ob die Wirkung firmenspezifischer Merkmale auf die Kursreaktion signifikant von der EU-Position der gewählten Regierung abhängt. Gemessen werden somit nur Unterschiede in den Kursreaktionen der Unternehmen für ein gegebenes Wahlereignis. Auswirkungen der Wahl, die für alle Unternehmen gleich sind, werden durch die Hereinnahme von Event-fixen Effekten absorbiert und nicht näher analysiert. Zusätzlich teste ich potenzielle Interaktionseffekte mit der politischen Ideologie der Regierung (links vs. rechts) sowie mit weiteren, auch für die Europapolitik relevanten Politikfeldern. Sehr ähnliche

Ergebnisse ergeben sich, wenn die gewichtete EU-Position des gesamten gewählten Parlaments für die Berechnung der Ergebnisse verwendet wird. Detaillierte Informationen und Ergebnisse sowie zusätzliche Analysen und Tests zur Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse finden sich in Plaga (2019).

PROEUROPÄISCHE VERSUS EUROSKEPTISCHE REGIERUNG: ES PROFITIEREN JEWEILS ANDERE UNTERNEHMEN

In die Ausgangsanalyse fließen zunächst alle 91 Wahlereignisse ein. Die Ergebnisse zeigen, dass je nachdem, ob eine relativ proeuropäische oder eine relativ euroskeptische Regierung gewählt wird, unterschiedliche Unternehmensmerkmale mit einer über- bzw. unterdurchschnittlichen Kursreaktion einhergehen.¹ Je nachdem, welche Unternehmen verglichen werden, kann der Unterschied zwischen einer pro- und einer antieuropäischen Regierung erhebliche Unterschiede von über einem Prozentpunkt Rendite ausmachen.² Wird der Datensatz in drei separate Etappen aufgeteilt (diese umfassen jeweils die Wahlen innerhalb von 1987–1997, 1998–2007 und 2008–2014), zeigt sich, dass sich die entsprechenden Zusammenhänge im Zuge der Europäischen Integration teils deutlich verändert haben. Im Folgenden werden die Ergebnisse für die verschiedenen Merkmale kurz zusammengefasst.

Auslandsumsatz

Wird eine relativ europafreundliche Regierung gewählt, weisen Unternehmen mit einem hohen Auslandsumsatz eine signifikant positivere Aktienkursreaktion auf als Unternehmen, die ihren Umsatz hauptsächlich im Inland generieren. Ein gegenteiliger Effekt ergibt sich, wenn eine relativ euroskeptische Regierung gewählt wird: In diesem Fall reagieren die Aktienkurse von inlandsorientierten Unternehmen vergleichsweise positiver. Dieses Ergebnis kann als Hinweis darauf gewertet werden, dass sich Aktieninvestoren von einer euroskeptischen Partei tendenziell mehr Vorteile für inlandsorientierte als internationale Unternehmen versprechen. Dieser Effekt wird hauptsächlich durch den Zeitraum 1998–2007 getrieben, in dem die EU um mehrere osteuropäische Länder erweitert wurde.

Sektor handelbarer Güter

Verglichen mit Unternehmen im nicht-handelbaren Sektor weisen Unternehmen im Sektor handelbarer Güter eine signifikant höhere Aktienkursreaktion auf, wenn eine proeuropäische Regierung gewählt wird, nicht jedoch bei einer euroskeptischen Regierung. Dieses Ergebnis spricht dafür, dass Investoren in diesem Fall bessere Wachstumsmöglichkeiten für Unternehmen in diesem Sektor sehen. Auch für diesen Indikator sind die Wahlen innerhalb der Jahre 1998–2007 der Haupttreiber dieses Ergebnisses.

Kapitalintensität

Die Aktienkurse sachkapitalintensiver Unternehmen reagieren im Vergleich zu arbeitsintensiven Unternehmen negativer auf die Wahl einer europafreundlichen Regierung, während sich bei einer euroskeptischen Regierung keine messbaren Unterschiede ergeben. Aktieninvestoren scheinen unter einer proeuropäischen Regierung schlechtere Gewinnaussichten für kapitalintensive Firmen zu erwarten, was darauf hindeutet, dass diese im Vergleich zu arbeitsintensiven Unternehmen einem härteren Wettbewerb ausgesetzt sind. Hier finden sich vor allem in der letzten untersuchten Etappe (2008–2014) die stärksten Effekte.

Firmengröße

Entgegen der Ansicht, dass große Unternehmen auf einem intakten europäischen Binnenmarkt Skalen- und somit Kostenvorteile haben, reagieren große Unternehmen positiver auf die Wahl einer euroskeptischen als einer proeuropäischen Regierung. Möglicherweise tendieren diese Regierungen dazu, große inländische Unternehmen vor internationalem Wettbewerb zu schützen, während diese unter einer proeuropäischen Regierung stärker den Wettbewerb von kleinen, möglicherweise profitableren Unternehmen fürchten müssten. Die gesonderte Betrachtung verschiedener Zeiträume zeigt, dass dieser Effekt über die Zeit hin an Bedeutung verliert und insbesondere für die Wahlen zwischen 2008 und 2014 nicht mehr messbar ist.

Diversifizierung über verschiedene Geschäftsbereiche

Ein messbarer Einfluss des Diversifizierungsgrades auf die Kursreaktion findet sich ausschließlich im Zeitraum 2008–2014, was möglicherweise auf einen in diesem Zeitraum hohen Konkurrenzdruck für Unternehmen hinweist, die in relativ vielen verschiedenen Geschäftsbereichen tätig sind. So ergibt die Schätzung, dass im Falle einer proeuropäischen Regierung eine höhere Zahl unterschiedlicher Geschäftsbereiche zu einer schlechteren Aktienkursreaktion führt. Unter einer euroskeptischen Regierung ist ein hoher Diversifizierungsgrad hingegen kein Nachteil.

Regulierungsempfindlichkeit

Bei der Betrachtung der Regulierungsempfindlichkeit dreht sich der untersuchte Zusammenhang im Zeitverlauf um. So weisen regulierungsempfindliche Unternehmen im Zeitraum 1987–1997 bei einer relativ euroskeptischen Regierung noch eine vergleichsweise positive Kursreaktion auf. Diese Tendenz kehrt sich im Zeitraum 2008–2014 um, d. h. regulierungsempfindliche Unternehmen weisen nun eine relativ positivere Kursreaktion bei der Wahl einer proeuropäischen Regierung auf. Ursächlich für dieses Ergebnis sind möglicherweise die Bemühungen der EU um eine Harmonisierung und Vereinfachung von EU-Vorschriften, die nun von erheblichem Nutzen für die Unternehmen sind, die zuvor am stärksten negativ von diesen Vorschriften betroffen waren.

FAZIT

Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass die EU-Positionen nationaler Regierungsparteien von den Aktienmärkten als relevanter Faktor für die Bewertung des erwarteten Unternehmenserfolges herangezogen werden. Dies ist insoweit bemerkenswert, als aus formaler Sicht die Binnenmarktpolitik im Zuständigkeitsbereich der EU und nicht bei den Nationalstaaten liegt. Die Ergebnisse deuten somit auf nationale Widerstände gegen die Binnenmarktpolitik der EU hin. Diese haben reale Auswirkungen auf Unternehmen, die womöglich nicht im Sinne der europäischen Binnenmarktpolitik sind. Abhilfe schaffen könnte eine stärkere politische Integration innerhalb der EU. Vor dem Hintergrund, dass europapolitische Themen im Zuge des Erstarkens populistischer Parteien immer stärker auf nationaler Ebene politisiert werden, wird diese Herausforderung weiter an Bedeutung gewinnen.

LITERATUR

Égert, B. und I. Wanner (2016), Regulations in services sectors and their impact on downstream industries: The OECD 2013 Regimpact Indicator. OECD Economics Department Working Papers 1303, OECD Publishing, Paris.

Europäische Kommission (Hrsg.) (2015), Single Market Integration and Competitiveness in the EU and its Member States. Report 2015, verfügbar unter <https://www.eubusiness.com/topics/sme/single-market-15>

Forbes, K. J. (2002), „How do large depreciations affect firm performance?“, IMF Staff Papers 49(1), S. 214–238.

Plaga, T. (2019), Exposure of Firms to European Integration and the Role of National Policy Positions. Verfügbar bei SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3291510> oder <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3291510>

Seki, K. und L. K. Williams (2014), „Updating the Party Government data set“, Electoral Studies 34, S. 270–279.

Volken, A., Lehmann, P., Matthieß, T., Merz, N., Regel, S. und A. Werner (2016), The Manifesto Data Collection, Manifesto Project (MRG / CMP / MARPOR, Version 2016a, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB), Berlin.

- 1 Die Bezeichnungen proeuropäisch bzw. euroskeptisch verstehen sich relativ zu den restlichen untersuchten Regierungen. So wird eine relativ proeuropäische Regierung exemplarisch am 95 % Perzentil evaluiert (entspricht einem Wert des Pro-/Anti-EU-Maß von 6.38) und eine relativ euroskeptische Regierung am 5 % Perzentil (entspricht einem Wert von 0).
- 2 Gemessen im 11-Tage-Fenster um die Wahl als der geschätzte Effekt einer Veränderung des betrachteten Unternehmensmerkmals um eine Standardabweichung auf die Kursreaktion des Unternehmens relativ zur durchschnittlichen Aktienkursreaktion.