

Wolfgang Weber

Insider-Handel, Informationsproduktion und Kapitalmarkt

Eine institutionenökonomische Analyse

A 202175



557724

GABLER

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Verzeichnis der verwendeten Symbole	XIX
Verzeichnis der Abkürzungen.....	XXI
A. Einleitung	1
1. Problemstellung.....	1
2. Gang der Untersuchung	5
B. Begründungen für eine Regulierung des Insider-Handels - Übersicht und erste Analyse	9
1. Nicht-ökonomische Begründungen der Insider-Regulierung	9
2. Anlegerschutz als Legitimationsgrundlage von Insiderregelungen	11
2.1 Ziele und Elemente des Anlegerschutzgedankens	11
2.2 Individualschutz der Anleger - die Schädigungshypothese..	13
2.3 Funktionenschutz - Beeinträchtigt der Insider-Handel die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte?.....	16
3. Rechtfertigung der Notwendigkeit ökonomischer Analyse von Informationswirkungen	18
C. Insider-Handel und Kapitalmarkteffizienz -Schädigung durch Beeinträchtigung der Kapitalmarktfunktionen ?.....	22
1. Informationen und Finanzmärkte - ein Überblick.....	22
1.1 Informationen als ökonomisches Gut - Eigenschaften und Bewertungsprobleme.....	22
1.1.1 Abgrenzung der betrachteten Informations-Kategorien	22
1.1.2 Das Problem der optimalen Allokation von Ressourcen zur Produktion von "Wissen"	24
1.1.3 Privater Wert von Informationen und der Anreiz zur Überproduktion von "foreknowledge" am Kapitalmarkt.....	29

1.2. Die Kommunikationsfunktion von Preisen als Ausgangsbasis zur Beurteilung des Insider-Handels	32
1.2.1 Die Funktionsfähigkeit des Marktmechanismus bei asymmetrischer Informationsverteilung	32
1.2.2 Die Aufdeckung privater Informationen durch das Preissystem bei rationalen Erwartungen	36
1.2.3 Optimale Allokation von Informationen durch Verkauf und Eigennutzung	42
2. Insider-Handel und die Informationseffizienz des Kapitalmarktes	47
2.1 Reaktionen der uninformierten Marktteilnehmer auf das Vorhandensein von Insidern	47
2.1.1 Das Argument der Schädigung der Outsider durch Verteilungseffekte	47
2.1.2 Ein Beispiel negativer Verteilungswirkungen: Preisstellung durch Market-Maker und der bid-ask-spread ...	51
2.1.3 Die Existenz einer "Insider-Trading-Steuer" unter Beachtung der Informationsfunktion der Aktienkurse..	57
2.1.4 Die Effizienz unterschiedlicher Handelsmechanismen bei Vorhandensein von Informationsrisiken.....	62
2.1.5 Die Frage nach der Erhöhung der Kapitalkosten durch Insider-Handel als erster Hinweis auf die Probleme sich überlagernder Effekte.....	68
2.2 Strategisches Verhalten von Insidern - Zweifel an der Verbesserung der Informationseffizienz des Marktes	70
2.2.1 Anreize zur Zurückhaltung von Informationen versus Kommunikation durch Preise.....	70
2.2.2 Strategisches Handeln von Insidern mit Monopolstellung	73
2.2.3 Strategisches Verhalten einer Gruppe von Insidern.....	80
2.2.4 Kosten der Informationsbeschaffung, unterschiedliche Informationsqualität und Markteffizienz.....	85
2.2.5 Beeinträchtigung der Preiseffizienz durch manipulative Nutzung von Informationen - ein relevantes Argument?	88
2.3 Insider-Handel und Informationseffizienz - ein Zwischenergebnis	93

D. Insider-Handel - eine anreizkompatible Entlohnungsform in Principal/Agent-Beziehungen?	152
1. Definition und Abgrenzung des Teilproblems	152
1.1 Insider-Handel als Entlohnungsform in Principal/Agent-Beziehungen	152
1.2 Insider-Handel als Anreiz zu unternehmerischem Verhalten	153
1.3 Insider-Handel als Mittel der Risikokompensation	155
2. Die Analyse des Insider-Handels im formalen Agency-Modell - Investitionsentscheidungen als Beispiel	157
2.1 Die Grundstruktur der formalen Agency-Analyse	157
2.2 Ein Agency-Modell zur Beurteilung von Insider-Handel am Beispiel von Investitionsentscheidungen	159
2.2.1 Der Aufbau des betrachteten Ansatzes	159
2.2.2 Projektauswahl und Unternehmenswert bei verbotem Insider-Handel	161
2.2.3 Projektauswahl und Unternehmenswert bei erlaubtem Insider-Handel	162
2.2.4 Vergleich der optimalen Entlohnungsschemata	164
2.3 Ergänzungen und Einschätzung der Ergebnisse	167
3. Leistungsanreize des Managements und Insider-Handel	172
4. Insider-Handel von Managern, Informationseffizienz und die interne Effizienz von Unternehmen	177
4.1 Auswirkungen des Insider-Handels von Managern auf die Produktion von Informationen	177
4.1.1 Anwendung der Kapitalmarkt-Argumente auf das Teilproblem	177
4.1.2 Insider-Handel als Signaling-Mechanismus für den Kapitalmarkt	178
4.1.3 Takeover-Aktivitäten und Insider-Handel	182
4.2 Mögliche Auswirkungen auf den Informationsfluß im Unternehmen	186

5. Insider-Handel im Vergleich mit anderen Entlohnungsformen.....	188
5.1 Jahresabschlußbezogene Entlohnung durch Prämiensysteme	188
5.2 Kapitalmarktbezogene Entlohnungsformen.....	189
5.2.1 Vorteile durch flexible Entlohnung mit Insider-Gewinnen?	189
5.2.2 Die Entlohnung durch Aktien und Aktienoptionen	193
6. Insider-Handel als Teil des Gehaltspaketes von Managern - ein Fazit	200
E. Das Fehlen eindeutiger ökonomischer Antworten und die Notwendigkeit einer gesetzgeberischen Entscheidung	207
1. <i>Coase</i> -Theorem und "survival of the fittest": Argumente für die Nicht-Regulierung des Insider-Handels außerhalb privater Arbeitsverträge?	207
1.1 Das <i>Coase</i> -Theorem als beliebter Ausgangspunkt rechtsökonomischer Analyse.....	207
1.2 Survival des Insider-Handels - <i>die</i> Begründung für seine Effizienz?	210
1.2.1 Effizienz beobachtbarer Institutionen - Postulat der Rechtsökonomie und Zweifel der Finanzierungstheorie	210
1.2.2 Konflikte zwischen öffentlichem Interesse und den Interessen der Unternehmensbeteiligten als Beispiele für dysfunktionales "Überleben" von Insider-Handel....	215
1.3 Ineffizienzen von Verhandlung und Wettbewerb - Mögliche Rechtfertigung staatlichen Eingriffs zur Regulierung des Insider-Handels	220
2. Die Regulierung des Insider-Handels am Beispiel der USA	228
2.1 Gesetzliche Grundlagen der Verfolgung von Insiderdelikten	228
2.2 Theorie der Insider-Regulierung: Konzepte und Beurteilung	232
2.2.1 Das Konzept des gleichen Informationszugangs (equal access theory)	232

2.2.2 Die Bedeutung der Treuepflicht (fiduciary duty theory).....	235
2.2.3 Der gegenwärtige Stand der Rechtsprechung: Die Veruntreuungstheorie (misappropriation theory)...	238
2.3 Das amerikanische Insiderkonzept: Eine unübersichtliche Kombination von Ansätzen	239
3. Die Konzeption der EU-Insiderhandelsrichtlinie	241
4. Gesamtbeurteilung der vorhandenen Regulierungsansätze vor dem Hintergrund der ökonomischen Ergebnisse	244
F. Schlußbetrachtung	249
Anhang.....	253
Literaturverzeichnis.....	263