

Rudolph, Bernd

Article — Published Version

Aktienmärkte und Direktanlage in Aktien auf Talfahrt

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Rudolph, Bernd (2008) : Aktienmärkte und Direktanlage in Aktien auf Talfahrt, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 88, Iss. 2, pp. 74-75, <https://doi.org/10.1007/s10273-008-0755-0>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/43085>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Aktienmärkte und Direktanlage in Aktien auf Talfahrt

Der Blick in den Finanzteil der Presse zeigt, dass sich die Aktienmärkte weltweit in einem stürmischen Fahrwasser befinden. Die Analysten vermelden, dass die Märkte unter Verkaufsdruck stehen und dass die neuerliche Panikstimmung an den Börsen auch als Reaktion auf die Rezessionsangst in den USA zu verstehen ist. Und auch die noch immer rumorende Bankenkrise trägt nicht dazu bei, den Risikoappetit der Anleger zu stärken. Andererseits sehen auch die alternativen Anlagemöglichkeiten für die Investoren nicht attraktiv aus, so dass die Auflegung des Konjunkturprogramms in den USA sowie die Hoffnung auf eine Änderung der europäischen Zinspolitik die Talfahrt der Börsen doch wieder einen Boden finden lassen. Aktienkurse sollen für die Anleger und die Unternehmen Informationen vermitteln, die zur Fundierung ihrer Anlageentscheidungen und zur rationalen Vorbereitung der Unternehmensentscheidungen beitragen können. Dabei müssen die von Aktienkursänderungen ausgehenden Signale richtig interpretiert werden. So darf ein Absinken der Aktienkurse keineswegs als Zeichen verstanden werden, nun in diese Assetklasse bzw. in diese Aktie einen geringeren Anteil des Vermögens zu investieren. Vielmehr lässt sich bei gleich bleibenden Ertragsaussichten aus den höheren Renditechancen, mit denen der Kursverfall verbunden ist, die umgekehrte Überlegung ableiten, sich nun vermehrt in dieser Assetklasse oder in diesem Titel zu engagieren.

Bei einem Absinken des Aktienkurses sind aus Unternehmenssicht zumindest zwei Ursachen auseinanderzuhalten. Einerseits, und diese Bewegung ist mit dem Begriff des systematischen Risikos verbunden, kann der Kursverfall der allgemeinen Abwärtsbewegung der Märkte gefolgt sein, ohne dass sich dafür eine spezifische Ursache im Unternehmen selbst ausmachen lässt. Andererseits, und dieser Teil der Bewegung wird mit dem Begriff des unsystematischen oder idiosynkratischen Risikos verbunden, kann der Kursverfall als Reaktion auf neue negative Informationen im Unternehmensgeschehen oder auf eine Unternehmensentscheidung gedeutet werden, die von den Marktteilnehmern negativ eingestuft wird, weil sie nach den vorliegenden Informationen dazu angetan sind, den Marktwert des Unternehmens zu vermindern. Beide Ursachen für den Kursverfall treiben die Eigenkapitalkosten nach oben und führen bei sonst gleich bleibenden Perspektiven zu einer schärferen Selektion der Investitionsprojekte. Daraus ergeben sich realwirtschaftliche Effekte, die derzeit von den Volkswirten und Analysten erwartet und beklagt werden. Die Unternehmensleitungen werden bei ihren Investitionsentscheidungen versuchen, kurzfristige Kursbewegungen in ihrem Kapitalwertkalkül zu unterdrücken, dürfen aber an längerfristigen Veränderungen nicht vorbeischaun, wenn sie eine Unternehmenspolitik gewährleisten wollen, die den Interessen ihrer Aktionäre entspricht.

Die Unterscheidung in kürzerfristige und längerfristige Effekte ist für die Unternehmensleitungen umso schwieriger zu treffen, je volatiliter die Aktienkurse sind. Diese zusätzliche Unsicherheit führt zu einem Planungsrisiko, das ebenfalls negative realwirtschaftliche Effekte haben kann. Noch ein weiterer Umstand macht den Unternehmensleitungen zu schaffen. Das rasche Auf und Ab der Aktienkurse erfolgt nicht im luftleeren Raum, sondern in einer Welt volatiler Rohstoffpreise, Absatzkonditionen, Zinssätze und Wechselkurse, die alle ihrerseits wiederum auf die Aktienkursbewegungen Einfluss haben. Das Zusammenspiel all dieser Faktoren erscheint und ist nicht nur für die Unternehmensleitungen, sondern ist auch für die Anleger in Aktien unüberschaubar und lässt sie zuweilen bei ihrem Bemühen, Informationen über die Geschäftspolitik der Unternehmen zu sammeln



Bernd Rudolph

und auszuwerten, resignieren, da der damit angesprochene idiosynkratische Anteil vergleichsweise gering und der Anteil der systematischen Risiken an der Portfolioperformance so groß ist. Im Fondsmanagement spricht man daher davon, dass die Wahl der Assetklasse einen deutlich größeren Teil der Performance eines Portfolios erklären kann als die Entscheidung über die spezifische Stock Selection, also die konkrete Auswahl der einzelnen Finanztitel.

Das Gefühl der Überforderung bei der Analyse des wichtigeren Teils der Zusammenhänge einer Kursbildung mag eine der Ursachen für die Verdrossenheit der Aktienanleger und ein Grund für den dramatischen Rückgang der Direktanlage in Aktien sein. Der mögliche Informationsvorsprung, den beispielsweise deutsche Aktionäre auf Grund ihres „Heimvorteils“ bei deutschen Gesellschaften haben könnten, erscheint ihnen gegenüber der Ohnmacht, die wichtigeren globalen Preisbewegungen in keiner Weise überschauen zu können, als unbedeutend oder sogar vernachlässigbar gering. Im Januar dieses Jahres hat das Deutsche Aktieninstitut die Ergebnisse einer Kurzstudie über den Aktionärsbesitz in Deutschland vorgestellt. Danach besaßen im Jahr 2007 ca. 10,3 Mio. Anleger in Deutschland Aktien oder Anteile an Aktienfonds, was ziemlich genau dem Stand von 2006 entspricht. „Die Analyse der unterjährigen Entwicklung belegt jedoch eine drastische Verschlechterung insbesondere der direkten Nutzung der Aktie durch Privatanleger,“ heißt es in der Pressemitteilung zur Kurzstudie. Im zweiten Halbjahr besaßen nämlich in Deutschland nur noch 3,8 Mio. Anleger Aktien, und das sind gerade einmal 5,8% der Bevölkerung. Gegenüber dem ersten Halbjahr bedeutet das einen Rückgang um über eine halbe Million Menschen oder um 13,2%, was den niedrigsten Stand seit 1996 darstellt.

Als wesentliche Ursache für den Rückgang der Aktionärszahlen macht das Aktieninstitut die Turbulenzen am Kapitalmarkt aus, die zur Verunsicherung der privaten Anleger geführt hätten, aber auch die beschlossene Abgeltungssteuer, die die Direktanlage in Aktien gegenüber der Anlage in Fonds diskriminiere. Schließlich haben sich in den letzten Jahren Zertifikate als Anlageklasse neben Aktien und Aktienfonds etabliert, die von vielen Anlegern offenbar als Ersatz für die direkte oder indirekte Aktienanlage genutzt werden. So sinnvoll und kostengünstig diese Instrumente im Einzelfall sein mögen, so sind sie doch Ausdruck und Umsetzung eines sogenannten passiven Portfoliomanagements, das davon ausgeht, dass Indexentwicklungen die idiosynkratischen Risiken mehr oder weniger eliminieren, und dass die Indexentwicklung eine Zusammenfassung informationseffizienter Kurse darstellt. Das ist aber nicht möglich, wenn nicht die Kurse, auf denen der Index aufbaut, ihrerseits informationseffizient sind. Die Informationseffizienz der Aktienkurse kann ihrerseits nur gewährleistet sein, wenn auch die Meinungen der privaten Anleger in die Kursermittlung an der Börse eingehen (und nicht nur die Analysen der Profis). Diese können aber nicht eingehen, wenn sich zu viele Anleger auf die vermeintlich billigere Alternative der Zertifikate oder passiv gemanagten Fonds verlassen und von der Informationseffizienz ausgehen, aber zu ihr nichts beitragen. In der Zukunft wird es also auch darum gehen müssen, die Unsicherheit für langfristige Investitionen zu verringern und Anreize für jene Anleger zu setzen, die das Sammeln und Auswerten unternehmensspezifischer Informationen, aber auch das Einwirken auf das Unternehmensgeschehen beispielsweise durch aktive Teilnahme an der Hauptversammlung einer Gesellschaft begünstigen. Und wenn es schwer sein sollte, solche Anreize wirksam zu setzen, so sollte zumindest alles vermieden werden, was solche Anleger gegenüber den „Trittbrettfahrern“ eines passiven Portfoliomanagements diskriminiert.

*Bernd Rudolph ist Professor und Vorstand des Instituts für Kapitalmarktforschung und Finanzierung an der Munich School of Management
rudolph@bwl.lmu.de*