

Millenium-Beilage der Süddeutschen Zeitung, 1.12.1999

(Millenium-Beilage der Süddeutschen Zeitung, 1.12.1999)

Aktien – Eine Jahrhundertinvestition

Die Vermögen der Aktionäre, unser Verständnis der Finanzmärkte und die Berichterstattung in den Medien haben beträchtlich zugenommen.

Prof. Richard Stehle, Ph.D., Humboldt-Universität zu Berlin, Institut für Bank-, Börsen- und Versicherungswesen der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät (Prof. Stehle befasst sich seit mehr als dreißig Jahren intensiv mit der Funktionsweise der Finanzmärkte, zuerst in den USA, dann in Deutschland.)

Einen ersten Einblick in die Aktienrenditen und das Börsengeschehen im letzten Jahrhundert geben:

- Gielen, Gregor (1994) Können Aktienkurse noch steigen? Wiesbaden.
- Kachel, Petra (1999) Aktie versus Rente, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 6.
- Kiehling, Hartmut (1991) Kursstürze am Aktienmarkt, DTV.
- Pohl, Hans (Hrsg.) (1992) Deutsche Börsengeschichte, Fritz Knapp Verlag.
- Stehle, R. (1998) Aktien versus Renten, in: Handbuch zur Altersversorgung,
- Cramer, J.E. / Förster, W. / Ruland, F. (Hrsg.), Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, S. 815-831.
- Stehle, R. (2000) Renditevergleich von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren auf Basis des DAX und des REXP, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 12. Jg.

Waren Aktien in den letzten 100 Jahren eine gute Kapitalanlage? Die Deutsche Bank wurde 1910 in Berlin – der damals wichtigsten deutschen Börse – zu 250 gehandelt. Ebenso im Laufe der Jahre 1914, 1958, 1974 und 1979. Die Daimler-Motoren-Gesellschaft quotierte 1916 im außerbörslichen Handel – während des ersten Weltkrieges waren die Börsen geschlossen – zu 600. Diesen Kurs erreichte die Daimler Benz AG 1958, 1965, 1983, 1992 und 1995. Auch die Harpener Bergbau AG hat ihren Namen im Zeitablauf verändert. Sie notierte 1913, 1947, 1968, 1975 und 1981 zu 180.

Trotz der vielfach fast unveränderten Kurse zu Beginn und zu Ende des Jahrhunderts waren Aktien in der Vergangenheit eine gute Kapitalanlage. Wer 1948 eine Aktie mit Nennwert 100 RM besaß, diese im Portefeuille hielt und das Glück hatte, daß sie heute noch existiert, besitzt als Folge der Nennwertänderungen in der Regel 20 Aktien mit Nennwert 5 DM. Dazu bekam er durchaus üppige Dividenden (im langfristigen Durchschnitt 3-4% des Kurswertes), Erlöse aus dem Verkauf von Bezugsrechten, Gratisaktien aus Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln und sonstige Vermögensvorteile. Bei der Deutschen Bank konnten

Bezugsrechte in der Zeit von 1958 bis 1990 19mal – also praktisch jedes zweite Jahr ausgeübt oder verkauft werden. Die Verkaufserlöse variierten zwischen 3,80 DM und 130 DM pro Bezugsrecht. Die steuerfreien, aus Bezugsrechten resultierenden Werterhöhungen waren bei der Deutschen Bank in den genannten Jahren insgesamt höher als die Dividenden. Bei der Daimler Benz AG gab es im genannten Zeitraum achtmal Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln. Von den Aktien, deren Notiz eingestellt wurde, bescherten manche ihren Eigentümern im Vorfeld hohe Verluste, andere im Rahmen von Fusionen dagegen hohe Gewinne.

Die Beispiele illustrieren, daß nur bei kurzfristiger Betrachtung ein Großteil der Rendite der Aktionäre mit Kurssteigerungen zusammenhängt. Je länger der Betrachtungszeitraum, desto wichtiger wird es, Dividenden, Splits und Rechte in die Analyse einzubeziehen. Eine Einbeziehung solcher Ereignisse in die Bewertung von Aktien und in den Vergleich von Aktien und Rentenpapieren erfolgte im letzten Jahrhundert noch nicht. Damals wurde in erster Linie die Dividendenhöhe mit der Zinshöhe verglichen. Wegen der höheren Kursrisiken bei Aktien wurde von diesen eine "Risikoprämie" gefordert, d.h. eine höhere Dividendenrendite als der Kapitalmarktzins. Die Deutsche Bank zahlte 1910 z.B. 12,50 RM Dividende (also 5% des Kurswertes). Die Badische Anilin- und Sodafabrik schüttete im Jahr 1911 bei einem Kurs von 500 22 RM aus (4,4%). Der Zinssatz von Staatsanleihen betrug in den genannten Jahren circa 3,8%. Wegen der in Anbetracht der erheblichen Risiken einzelner Aktien geringen "Risikoprämie" empfahlen selbst Experten Aktien nicht als langfristige Kapitalanlage. Charles Dow, einer der beiden Begründer des seit 1896 berechneten "Dow Jones stock average" empfahl 1903 im Ladies' Home Journal (Vol. 20, Oktober, S. 12) z.B. Eisenbahnanleihen als ideale Anlage für langfristige Zwecke. Erst Mitte der zwanziger Jahre haben US-amerikanische Autoren (z.B. Edgar Smith, 1924) auf die langfristige Vorteilhaftigkeit von Aktien hingewiesen. Andere argumentierten zur ungefähr gleichen Zeit, daß die angebliche Sicherheit von Anleihen vielfach eine Illusion ist (Kenneth Van Strum, 1925) und daß die erhebliche Unsicherheit einzelner Aktien durch eine Diversifikation auf Portefeuilleebene merklich reduziert werden kann (Irving Fisher, 1927).

Weitere wichtige Grundsteine für unser Verständnis der Börse legten Markowitz (1948) und Sharpe (1963), wofür sie 1990 den Nobelpreis erhielten. Das bessere theoretische Verständnis der Finanzmärkte ermutigte Wissenschaftler der University of Chicago Ende der sechziger Jahre eine umfassende Datenbank zur Analyse von Aktienrenditen aufzubauen (CRSP-Datenbank), die alle oben erwähnten Sonderereignisse präzise einbezieht. Schon nach wenigen Jahren wurde klar, daß die Analyse von Finanzmarktdaten den Einsatz der jeweils modernsten statistischen und ökonometrischen Verfahren erfordert. Ein neues Wissenschaftsgebiet entstand: die empirische Kapitalmarktforschung. Dieses Gebiet war für ökonomisch, statistisch und EDV-mäßig gut ausgebildete Nachwuchswissenschaftler besonders attraktiv, da die älteren, auf den genannten Gebieten weniger versierten Kollegen karrieremäßig schnell überholt werden konnten. Inzwischen existieren weltweit eine Reihe von Fachzeitschriften auf diesem Gebiet, an den führenden US-amerikanischen Business Schools befassen sich meist mehrere Professoren mit der Funktionsweise der Kapitalmärkte. In Deutschland wurde Ende der achtziger Jahre von der Deutschen Forschungsgemeinschaft ein Schwerpunktprogramm mit der Ausrichtung "Empirische Kapitalmarktforschung" bewilligt.

Die noch zu Beginn des Jahrhunderts vorherrschende Meinung, daß sich in erster Linie Spekulanten, nicht aber langfristige Anleger für Aktien interessieren sollten, hat unter den Wissenschaftlern, die sich mit der Funktionsweise der Börse befassen, heute nur noch wenige Anhänger. Für sie ist eines der wichtigsten "Rätsel", warum in den USA zwischen 1926 und 1990 die realen Aktienrenditen die realen Renditen festverzinslicher Wertpapiere um 5% und damit um beträchtlich mehr überstieg als die relevanten Modelle prognostizieren (Equity premium puzzle). Normale Anleger, so zeigt eine Vielzahl von Studien, können mit spekulativen Umschichtungen langfristig höchstens Transaktionskosten, aber keine nachhaltigen Wertsteigerungen produzieren, da sie im Vergleich zu den informations- und EDV-mäßig weit besser ausgestatteten großen institutionellen großen Anlegern beträchtlich im Hintertreffen sind. Manchen gut ausgestatteten Profis mag es zwar hin und wieder gelingen, in einem bestimmten Jahr gut auszusehen, die langfristige Analyse von professionell gemanagten Portefeuilles, z.B. von Investmentfonds, zeigt aber, daß auch für diese die Strategie der Zurückhaltung bei spekulativen Umschichtungen die beste ist und die kostenmäßige Effizienz des Verwaltungs- und Vertriebsapparates von zentraler Bedeutung ist.

Wie vorteilhaft waren Aktien in den letzten 100 Jahren im Vergleich zu anderen Kapitalanlagen? Vieles spricht dafür, daß sich Aktien- und Immobilienbesitz langfristig beträchtlich besser lohnte als festverzinsliche Wertpapiere, Lebensversicherungen und Sparguthaben. Letztere wurden 1923 durch die Hyperinflation fast wertlos (am 15.11. d. J. wurden aus einer Billion Papiermark eine Rentenmark), 1948 durch die Währungsreform um 80 bis 100% entwertet (nach 1938 emittierte Reichsanleihen zu 100%, Pfandbriefe zu 80%). Ob sich allerdings Aktien oder Immobilien in Deutschland besser lohnten und wieviel mehr Aktien im Vergleich zu Renten und Lebensversicherungen abwerfen, wissen wir nicht oder zumindest nicht genau genug. Die vorhandenen, das ganze Jahrhundert umfassenden Vergleichsrechnungen stützen sich auf die aus heutiger Sicht stark verbesserungsfähigen Berechnungen des Statistischen Reichsamtes und blenden zudem die bereits erwähnten, für Renditevergleiche besonders interessanten Episoden aus. Die Arbeiten von Gielen, Morawitz und Conen/Väth stellen allerdings wichtige Schritte in die richtige Richtung dar.

Relativ gut ist unser Wissen über die Jahre seit 1950. In einer Reihe von Studien (Stehle, 1999, und DAI, 1999, enthalten Übersichten) wird gezeigt, daß für längere Betrachtungszeiträume – also für Zeiträume länger als 20 bis 30 Jahre – die Aktienrendite in Deutschland höher war als die Rentenrendite. Erste, auf das heutige Instrumentarium aufbauende Schätzungen für weiter zurückliegende Zeitperioden kommen ebenfalls zum Ergebnis, daß Aktienbesitzer langfristig weitaus besser abschnitten als Rentenbesitzer. (Eine Zusammenfassung der diesbezüglichen Studie von Stehle/Wulff/Richter enthielt die Wochenendausgabe dieser Zeitung am 12./13. Juni 1999.)

Neben dem Vermögen der Aktionäre und unserem Verständnis der Finanzmärkte hat die Berichterstattung der Medien über Aktien beträchtlich zugenommen. Erst seit den zwanziger Jahren wurde die Aktienkursentwicklung unter Einbeziehung aller Sonderereignisse vom Statistischen Reichsamt regelmäßig mit einem Index gemessen, zuerst allerdings nur einmal monatlich. In den fünfziger Jahren kamen der Commerzbank-Index und der FAZ-Index hinzu, wodurch die tägliche Berichterstattung in den großen Tageszeitungen und der Finanzpresse beträchtlich an Qualität gewann. Mit der Einführung des Indexes der Börsen-Zeitung im Jahre 1981 (BZ-Index) konnte in Deutschland erstmals die Wertentwicklung der Aktien einschließlich der Dividendenausschüttung genau verfolgt werden. Dieser erste Performance-Index wurde

halbstündlich während der Börsenzeit ermittelt, der etwas verfeinerte DAX seit Mitte 1988 sogar minütlich. Letzter ist seit mehreren Jahren aus den Abendnachrichten des deutschen Fernsehens und dem Wirtschaftsteil der New York Times nicht mehr wegzudenken. Hierzu haben mehrere Faktoren beigetragen, insbesondere auch die zunehmende Bedeutung der privaten Altersvorsorge. (Dieses Wort wird hoffentlich ab Beginn des nächsten Jahrtausends in den Duden aufgenommen!)