

Effiziente Aktienmärkte?



Hans-Hagen Härtel

Durch die Finanzkrise in Rußland ist die Hausse auf den amerikanischen und europäischen Aktienmärkten, die selbst dem Absturz der Aktien- und Devisenkurse in Asien widerstanden hatte, gebrochen. Auf der Frankfurter Börse sank der Deutsche Aktienindex (Dax) bis Mitte September zeitweise auf 4700 und hatte damit gegenüber dem im Juli erreichten Höchststand von 6200 wieder fast ein Viertel eingebüßt; in den USA war der Rückgang des Dow Jones Index nur wenig geringer.

In der allgemeinen wirtschaftspolitischen Diskussion ist das Geschehen auf den Aktienbörsen normalerweise nur ein Randthema, weil sich empirisch zwischen dem Auf und Ab der Aktienkurse und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung der Produktion, Einkommen und Beschäftigung kein auch nur halbwegs stringenter Zusammenhang nachweisen läßt. In Phasen dramatischer Kurseinbrüche ist dies jedoch anders, denn es verbreitet sich die Sorge, daß nach dem Muster der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre die Baisse auf den realen Sektor übertragen wird. Dabei geht es nicht nur darum, daß sich die Investoren vom Pessimismus der Aktionäre anstecken lassen und daß die Vermögensverluste die Konsumneigung oder -fähigkeit privater Haushalte einschränken. Kritisch wird die Aktienbaisse vor allem dann, wenn in großer Zahl Anleger illiquide oder überschuldet werden, die in Erwartung steigender Kurse Kredite aufgenommen haben. Eine Massierung solcher Insolvenzen kann sich über Kettenreaktionen zu einer allgemeinen Finanzkrise ausweiten.

Zwar haben die Staaten durch die Verschärfung der Bankenaufsicht und die Banken durch Vorsichtsmaßnahmen für die Geschäftspolitik Konsequenzen aus solchen Krisen gezogen, doch schafft der technische Fortschritt in der Informations- und Kommunikationstechnik sowie das Angebot von neuen Finanzprodukten neue Formen der Abhängigkeit zwischen den Banken und ihren Kunden, aber auch innerhalb des Finanzsektors. Gegenwärtig sind es vor allem zwei Faktoren, die kritisch zu beobachten sind. Zum einen stützen sich die Händler und Kundenberater zunehmend auf – oft gleiche oder ähnliche – Computermodelle, deren Grundstruktur und Implikationen nicht mehr durchschaut werden; dies birgt die Gefahr, daß ein moderner Herdentrieb Prozesse kumulativ verstärkt. Zum anderen hat die Fortentwicklung der Terminmärkte das Geflecht von Zahlungsverpflichtungen noch einmal erheblich verdichtet.

Die Erfahrung zeigt, daß die Gefahren für die gesamte Wirtschaft weniger von einem extern verursachten Schock ausgehen als von einem Crash, der auf eine vorangegangene Übersteigerung folgt. In der Bundesrepublik Deutschland gab es die letzte spektakuläre Überhitzung in den Jahren 1958 bis 1960, als sich die Aktienkurse nach dem vorangegangenen Nachkriegsboom noch einmal mehr als verdreifachten. Die Gegenreaktion war kaum weniger spektakulär, wobei die erste Aufwertung der Mark und die Kubakrise den Kursverfall als exogene Faktoren beschleunigten; im Herbst 1962 waren die Aktienkurse nur noch halb so hoch wie zwei Jahre zuvor. Zwar ist der reale Sektor von der Baisse – nicht zuletzt wegen der relativ geringen Bedeutung der Aktie in Deutschland – nicht infiziert worden, doch haben die negativen Erfahrungen vermutlich nicht wenig dazu beigetragen, daß die Aktie in den folgenden beiden Jahrzehnten ein ständig beklagtes Stiefmutterdasein führte. Zwischen 1962 und 1982 ist der Index der Kurse aller an der Frankfurter Börse gehandelten

Aktien trendmäßig nicht mehr gestiegen. In dieser Zeit schützte der Aktienbesitz die Anleger nicht einmal teilweise vor der Geldentwertung.

Dies änderte sich erst in den achtziger und neunziger Jahren, als sich die Finanzmärkte globalisierten und deutsche Aktien in die Reichweite der internationalen Anleger gerieten. Nach einer dreieinhalb Jahre währenden Hausse betrugen die Aktienkurse im Frühjahr 1986 das Dreieinhalbfache des Durchschnittsniveaus der Jahre 1962 bis 1982. Die Hausse war nicht ganz so stürmisch wie die von 1958 bis 1960, und sie folgte anders als damals nicht auf einen Boom, sondern auf eine lange Phase der Stagnation. Sie korrigierte im Grunde genommen nur die Unterbewertung deutscher Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich. Daß sich in der Einschätzung der deutschen Aktie ein grundlegender Wandel vollzogen hatte, wird auch dadurch belegt, daß der Börsencrash vom Oktober 1987 den Aufwärtstrend nur vorübergehend unterbrach. In der nachfolgenden Hausse verdoppelte sich der Index der Aktienkurse bis zum Frühjahr 1990 fast auf das Vierfache des Durchschnittswertes der sechziger und siebziger Jahre. Auf diesem Niveau stand der Index nach zwischenzeitlichen Schwächephasen auch im Frühjahr 1996.

Danach folgte die jüngste Hausse, die in nicht einmal zwei Jahren bis Mitte 1998 noch einmal zu einer Verdopplung der Aktienkurse führte. Obwohl die tatsächliche Entwicklung ständig auch die optimistischsten Prognosen übertraf, entdeckten die Anlageberater stets aufs neue weiteres Kurssteigerungspotential. Doch hinter der Hand wuchs auch das Mißtrauen, ob die Börsenbewertung der deutschen Unternehmen noch mit deren Ertragsaussichten im Einklang steht. Die Finanzkrise in Rußland ist vor diesem Hintergrund nicht die Ursache, sondern der Auslöser einer fälligen Kurskorrektur. Auch nach dem Kurssturz werden die deutschen Aktiengesellschaften Mitte September immer noch mehr als dreimal so hoch wie auf dem letzten Tiefpunkt Ende 1987 bewertet. Der Dax notiert trotz des Rückschlages noch bei fast 5000. Dies bedeutet, daß die in diesem Index vertretenen 30 größten deutschen Aktiengesellschaften fast fünfmal höher bewertet werden als gut zehn Jahre zuvor.

Wenngleich Besorgnisse wegen der aktuellen Kursentwicklung nicht gerechtfertigt scheinen, so verdient doch der Aktienmarkt aus einem anderen Grund seitens der Ökonomen mehr Aufmerksamkeit als bisher. Durch die Globalisierung der Finanzmärkte ist die traditionelle starke Stellung der Aktie und damit der Aktionäre in den USA auch auf andere Länder übertragen worden. Die Aufwertung der „Shareholder“ gegenüber den „Stakeholdern“, zu denen im weiten Sinne neben dem Management auch die Belegschaft sowie die einflußnehmende Öffentlichkeit zu rechnen sind, betrifft nicht nur die Finanzierung, sondern auch die Regelungen zur Kontrolle der Unternehmen. Auch wenn man diesen Strukturwandel akzeptiert, so stellt sich doch die Frage, ob der Aktienmarkt eine effiziente Unternehmenskontrolle gewährleistet, wenn man konstatiert, daß die Bewertung der Unternehmen an der Börse nicht nur sporadisch, sondern auch auf lange Zeit von der allgemeinen Einschätzung der wirtschaftlichen Lage abweicht.

Wenn gefordert wird, daß sich die Volkswirtschaften dem Urteil der internationalen Anleger stellen müssen, dann erscheint im Rückblick auf die letzten zehn bis fünfzehn Jahre die Diskrepanz erklärungsbedürftig, daß die allgemeine Diskussion so stark von dem Zweifel an der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft und des Standorts Deutschland geprägt wurde, gleichzeitig aber die Aktienkurse beträchtlich gestiegen sind. Und während in der Standortdebatte die Zurückhaltung ausländischer Investoren bezüglich ihres Engagements in Deutschland beklagt wurde, erfreuten sich deutsche Titel einer zunehmenden Beliebtheit bei den internationalen Anlegern. Diese Diskrepanz wird durch das Argument, daß die deutschen Unternehmen ihre Bindung an den deutschen Standort durch Internationalisierung gelockert haben, zwar relativiert, aber nicht zum Verschwinden gebracht. So werden etwa die japanischen Unternehmen, die sich nicht weniger internationalisiert haben als die deutschen, deutlich schlechter bewertet.

Bei der Beurteilung der Effizienz des Aktienmarktes ist sicherlich zu berücksichtigen, daß es bei der Orientierung am Shareholder value in erster Linie nicht um den Zeitvergleich geht, sondern um den Vergleich zwischen den Unternehmen. Bei diesem Querschnittsvergleich bleibt die allgemeine Börsentendenz außer Betracht, die durch die Einschätzung politischer Risiken, aber auch durch spekulative Motive mitbestimmt ist. Aber man sollte dennoch erwarten, daß die erhöhte Transparenz, die mit der Aufwertung der Aktie zwangsläufig verbunden ist, die Gefahren spekulativer Übertreibungen eindämmt.