

Wie moralisch sind Vorstandsgehälter? Eine Betrachtung aus evolutionstheoretischer Sicht

von Professor Dr. Friedrich Thießen

In vielen Ländern gibt es ein Unbehagen über die Vorstandsgehälter großer Unternehmen. In der Schweiz hat sich im März 2013 eine Bevölkerungsmehrheit für eine Begrenzung der Gehälter ausgesprochen. Aus evolutionswissenschaftlicher Sicht kann man das Verhalten von Vorständen beleuchten. Es deutet sich an, dass es keinen funktionsfähigen Wettbewerb um marktgerechte Vorstandsgehälter gibt.

1. Einführung und Fragestellung

Die Frage angemessener Vorstandsgehälter beschäftigt die Menschen in Industrieländern bereits geraume Zeit. In der Schweiz fragte ein Abgeordneter 2010 nach dem Sinn von Vorstandsbezügen, die das 1.400-fache eines Akademikergehaltes ausmachen (o.V., 2010). Eine Volksbefragung im März 2013 ergab, dass eine 2/3-Mehrheit die Gehälter der Chefs börsennotierter Unternehmen für unangemessen hoch hält (o.V., 2013a). Erfolgsboni würden ohne Erfolge bezahlt, und Abschiedsboni entbehrten jeder Grundlage (March, 2007; o.V., 2011). Auch die schleichenden Gehaltssteigerungen der letzten Jahre werden als unangemessen bezeichnet: Vor 10 Jahren verdiente der bestbezahlte Manager eines DAX-Unternehmens rund 10 Mio. Euro - heute sind es 20 (o.V., 2013b). In anderen Ländern gibt es ähnliche Stimmungen. Die EU will Bonuszahlungen für Banker auf die Höhe des jährlichen Fixgehältes beschränken (Riesbeck, 2013).

Fast kann man von einer **Zeitenwende** sprechen, in welcher ein Phänomen nicht mehr nur beobachtet und kritisiert, sondern auch ernsthaft angegangen wird. Die Wut der Gesellschaft auf „raffigere“ Mitglieder bricht sich

Bahn. Solche Wut- und Zerstörungsphasen sind grundsätzlich nichts Ungewöhnliches. In korrupten Ländern werden die gierigsten Politiker regelmäßig gestürzt. Der arabische Frühling spiegelte den Zorn der Massen auf die korrupten herrschenden Klassen. Ähnliches gilt für die **Protestwellen** in Griechenland, Spanien und Portugal.

Aber das ist alles weit weg. Kann das System der Vorstandsentslohnung in westlichen Industrieländern wirklich etwas mit „**Raffgier**“ zu tun haben? Müssten die freien Märkte nicht längst das Gehaltsniveau reguliert haben? Gemäß mikroökonomischen Lehren wird jeder Faktor mit seinem Grenzprodukt entlohnt. Der Wettbewerb treibt die Löhne genau dorthin. Nur wenn der Wettbewerb ausgeschaltet wäre, könnte man sich ein System der Raffgier vorstellen. Die Unternehmen agieren aber im freien Wettbewerb.

Der folgende Beitrag beleuchtet dieses Problem aus **evolutionswissenschaftlicher Sicht** (Buss, 2004; Voland, 2007; Fechtenhauer 2011). Diese Sicht betrachtet, wie Menschen zusammenleben und welche Ziele sie dabei verfolgen. Daraus kann man ableiten, ob ein unsoziales Verhalten ein Einzelphänomen darstellt oder aber eine ganze Gruppe, hier also die der Vorstände, betrifft.

Ausgangspunkt ist die Frage: Kann es sein, dass Vorstandsgehälter systematisch von marktgerechten Preisen abweichen? Eine Hypothese dazu könnte lauten, dass Vorstände zusammen mit anderen Personen als **Gruppe** agieren, welche sich vom Markt abschottet. Wettbewerb passiert ja nicht automatisch, sondern muss von Personen in Gang gesetzt werden. Diejenigen, die **Wettbewerb** machen könnten, so die Hypothese, sind in die Gruppe integriert. Zu Wettbewerb um Vorstandsgehälter kommt es also nicht, weil die Vorstände als Leiter ihrer Unterneh-

In dieser Ausgabe

Wie moralisch sind Vorstandsgehälter? Eine Betrachtung aus evolutionstheoretischer Sicht von F. Thießen	1
Entscheidungskriterien bei der Bankenauswahl: Choice-based Conjoint zu Kundenpräferenzen bei Anlageberatung von T. Trott	5
Das CAPM und die höheren Momente am deutschen Aktienmarkt von S. Gotsche	8
„Reclaim your Economy“? - Einblicke und Diskussionen über alternative Wirtschaftsformen: Ein Veranstaltungsbericht von R. Hartz und S. Kötschau . . .	10
Zitate & Veranstaltungshinweise . .	12

men zusammen mit den Aufsichtsräten evtl. ergänzt um weitere Beteiligte einen solchen Wettbewerb nicht führen.

Im Folgenden soll dieser Gedanke aus evolutionswissenschaftlicher Sicht verfolgt werden. Es wird gezeigt, welche Ziele der Mensch verfolgt und in welchen Gruppen er integriert ist. Daraus kann geschlussfolgert werden, ob es sein kann, dass die Managerentlohnung dem Wettbewerb entzogen ist.

Die evolutionswissenschaftliche Sicht ist auch deshalb interessant und lehrreich, weil sie ein Bild unserer modernen Gesellschaft bietet, in welchem Verhaltensweisen wie „Altruismus“, Ziele wie „sozialer Status“ und Institutionen wie „Moral“, „Fairness“, „Gerechtigkeit“ und „Religion“ vorkommen, die in Lehrbüchern der Mikroökonomie häufig fehlen und deren Relevanz dadurch oftmals unterschätzt wird.

2. Die Gruppen und deren Ziele in unserer Gesellschaft

Die hier relevanten Erkenntnisse der Evolutionslehre können in fünf Schritten dargelegt werden:

2.1. Die Ziele des Lebens

Man fängt ganz vorne an: Das Ziel des Lebens ist die Vermehrung der Gene (Hamilton, 1964; Voland, 2007). Um dieses Ziel zu erreichen, müssen die Menschen sich zunächst um die Sicherung ihres physischen Überlebens kümmern. Das gelingt nur, wenn man nicht allein ist. Deshalb kommt als zweites Ziel das Erreichen eines hohen Status hinzu. Der Status ist ein Rang in einer Gruppe von Menschen (Botton, 2004; Voland 2007). Ein hoher **Status** erleichtert es, die besten Paarungspartner zu finden. Das ist für die Genverbreitung essentiell. Ein möglichst hoher Status in der Gruppe hat sich in allen Gesellschaften zum zentralen Ziel entwickelt, seit die Überlebenseicherung kein Problem mehr darstellt.

In Bezug auf die Vorstände ergibt sich, dass ein solches Statusziel ein Grund für die Gruppenbildung sein könnte, mit deren Hilfe die Vorstandsgehälter über das gerechtfertigte Maß hinaus angehoben werden.

2.2. Die Arbeitsteilung und Gruppenbildung

Das zentrale Hilfsmittel, Ziele zu erreichen, ist die Arbeitsteilung. Deren Früchte kann der Mensch nur gemeinsam erlangen. Man beobachtet drei wichtige **Gruppierungen**: (i) die Gruppe der Genverwandten, (ii) die „innere“ Gruppe, (iii) die „äußere“ Gruppe („Fremde“).

2.3. Die Gruppe der Genverwandten

Gegenüber Genverwandten zeigt der Mensch ein **altruistisches Verhalten**. Er verschenkt an Genverwandte Ressourcen, ohne eine Gegenleistung zu erwarten. Der Grund: Er hat ein Interesse, seine Gene zu verbreiten. Positiv gesprochen resultieren daraus Großzügigkeit und Hilfsbereitschaft. Negative Begleiterscheinung ist der Nepotismus, die Verwandtenförderung in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Vorstände sind hin und wieder in Nepotismus verwickelt (o.V. 2013b). Aber Nepotismus ist in westlichen Kulturkreisen verpönt und wird sozial geächtet. Die hohen Vorstandsgehälter sind nicht mit **Nepotismus** zu begründen.

2.4. Die „innere“ Gruppe

Die sogenannten „inneren“ Gruppen haben sich durch die **Arbeitsteilung** entwickelt (Volland, 2007). Von einer inneren Gruppe spricht man, wenn sich nicht verwandte Menschen längerfristig immer wieder gegenseitig helfen und gemeinsam ein Gruppengut erzeugen. Dieses besteht zumeist in den Früchten der Arbeitsteilung, also dem Mehrprodukt durch koordiniertes Agieren. Die Menschen der inneren Gruppen kennen sich. Dabei zeigen sie das sog. **reziprok altruistische Verhalten**. Das bedeutet: man hilft sich (Altruismus), erwartet aber später Hilfe in ähnlicher (reziproker) Größenordnung zurück.

Als Konsequenz entwickelt sich eine Gruppenmoral – als **Moral** bezeichnet man sozial anerkannte Verhaltensregeln (Alexander, 1987) –, die erzwingt, dass die Gegenleistung irgendwann kommt, und zwar in der richtigen Höhe. Das wird als „gerecht“ bezeichnet. Es entstehen Fairness- und Gerechtigkeitsnormen. Die Gruppen-

moral ist sehr strikt. Verstöße werden hart sanktioniert. Innere Gruppen sind oft egalitär, weil der andere nicht im Status an einem vorbeiziehen soll. Ziel der Gruppe ist es meist, durch gemeinsames Agieren Vorteile zu erreichen, welche die Gruppenmitglieder relativ zur restlichen Gesellschaft besserstellen (Botton, 2004, S.193). Die Gruppenmitglieder sollen im Status in der Großgesellschaft aufsteigen. Hier könnte, wie oben bereits angedeutet, ein Motiv für gruppenbezogenes Handeln von Vorständen liegen. Allerdings gelten solche Ziele naturgemäß für jeden Menschen.

Zur inneren Gruppe gehören ein privater Freundeskreis, Arbeitskollegen, Kunden und Lieferanten, ein Kreis von Händlern, welche häufig Geschäfte miteinander tätigen, Vorstände mit ihren engsten Vertrauten etc. Sie alle können solche inneren Gruppen darstellen. Wenn man z.B. immer in ein und demselben Geschäft einkauft, entsteht eine kleine „innere Gruppe“ mit dem Verkäufer, die eigene **Fairnessnormen** entwickelt. Clansysteme gehören dazu. **Korruption** und mäfiöse Strukturen bilden extreme Formen innerer Gruppen. Immer gibt es ein Gruppengut, das gemeinsam erzeugt wird und zur Verteilung ansteht, wobei eine strikte Gruppenmoral Fehlverhalten definiert und Sanktionsinstrumente existieren, dies durchzusetzen.

2.5. Die Gruppe der Fremden

Die letzte und schwierigste Gruppe ist die Gruppe der „Fremden“, die auch „äußere Gruppe“ genannt wird (Volland, 2007, S. 25ff.). Die Gruppe der Fremden spielt bei **Bereicherungsstrategien** eine wesentliche Rolle. Dies liegt daran, dass der Mensch sich praktisch nicht auf Kosten der Genverwandten und der inneren Gruppe bereichert. Bereicherungen geschehen auf Kosten der Fremden. Das gilt für den hier zu untersuchenden Fall überhöhter Vorstandsgehälter erst recht. Deshalb ist die Logik dieser Gruppe im Folgenden zu behandeln.

Als Fremde werden all diejenigen bezeichnet, mit denen man keinen reziproken Altruismus pflegt und nicht verwandt ist. Fremde waren in der Vorzeit eine Bedrohung für jede Horde von Jä-

gern und Sammlern. Sie trugen nichts bei und nahmen nur **Ressourcen** weg. Fremde wurden vertrieben oder getötet. Der römische Komödiendichter Plautus hatte dies in dem Satz zusammengefasst: „Ein Wolf ist der Mensch dem Menschen, nicht ein Mensch, wenn man sich nicht kennt.“ Auch heute noch ist die Aversion gegen Fremde tief verwurzelt. Elias Canetti (1960, S. 5ff.) hat dies in seinem Buch „Masse und Macht“ eindrücklich geschildert.

Allerdings hat die moderne Arbeitsteilung zu einer völligen Bedeutungsänderung der Fremden geführt. Denn bei Arbeitsteilung könnte jeder Unbekannte einer sein, der indirekt zum eigenen Wohl beiträgt. Der Chinese liefert Elektronik, der Bulgare züchtet Rinder, der Niedersachse Pferde, der Marokkaner pult die Krabben, die man essen möchte. Man kennt den Fremden nicht persönlich, aber über die Arbeitsteilung ist man indirekt verbunden. Deshalb sollte man Fremde „gut“ behandeln.

Auf der anderen Seite ist der Nutzen, den jeder Einzelne von einem Fremden hat, marginal. Ihn auszubeuten lohnt immer. Denn die Früchte der (globalen) Arbeitsteilung, die man weiterhin genießen möchte, werden durch die Vernichtung irgendeines Fremden praktisch nicht verringert. Das Verhältnis der Menschen in „**Großgesellschaften**“ (Hayek, 1956) ist labil: Die Ausbeutung der Fremden ist einzelwirtschaftlich betrachtet immer sinnvoll, aus Gesellschaftssicht dagegen nachteilig.

Der ganze **gesellschaftliche Fortschritt** der westlichen Länder der letzten Jahrhunderte ist diesem Problem gewidmet: Wie erreicht man es, dass Fremde „gut“ behandelt und nicht ausgebeutet werden (Hayek, 1956; Hayek, 1981)? Je gerechter man mit Fremden, die man nicht mehr so einfach täglich kontrollieren kann, umgeht, desto größer können Gesellschaften werden, desto mehr Früchte der Arbeitsteilung kann man genießen.

Die herrschende Moral, das staatliche Recht und die großen **Volksreligionen** zielen darauf, Fremde genauso zu behandeln wie Menschen, die man kennt. „Liebe Deinen Nächsten, wie Dich selbst“, „Du sollst nicht stehlen“,

und zwar auch nicht, wenn ein Fremder vorbeikommt, sind solche allgemeinen Verhaltensregeln. Besonders deutlich ist es im 3. Buch Mose (19.33) formuliert: „Wenn ein Fremdling bei dir wohnt in eurem Lande, sollst du ihn nicht bedrücken. Wie ein Einheimischer aus eurer Mitte soll euch der Fremde gelten, der bei euch wohnt, und den sollt ihr lieben wie euch selbst.“

Das ist – ganz komprimiert – die Struktur moderner Gesellschaften, wie sie sich (i) aus den evolutorischen Zielen der Menschen und (ii) den Möglichkeiten der Ökonomie (Arbeitsteilung) ergibt.

3. Die Interessenslage eines Einzelnen in einer Großgesellschaft

Damit können wir abschließend zur Frage kommen, ob es denkbar ist, dass Vorstandsgehälter systematisch überhöht sein könnten.

Das Interesse eines Einzelnen in der Großgesellschaft richtet sich (wie in jeder Gesellschaft) darauf, seine Gene zu verbreiten, sein Überleben zu sichern und seinen Status anzuheben. Zu diesem Zweck rackert sich der Mensch täglich ab und hält praktisch ständig danach Ausschau, ob sich für ihn nicht innerhalb der allgemeinen großen Gesellschaft eine „innere Gruppe“ auftut, die ein vorteilhaftes **Gruppengut** erzeugt, mit dessen Hilfe er in der Großgesellschaft aufsteigen kann.

Für die meisten Menschen ist das nicht möglich, weil das Erreichen von Sondervorteilen auf Kosten der Gesamtheit durch Gesetze, durch innerbetriebliche Regeln und Vorschriften (Williamson, 1985), aber auch durch den sozialen **Gruppendruck** sowie religiöse Normen verhindert wird. Wer sich unfair und unmoralisch verhält, wird geschnitten. Aber wasserdicht sind die Regeln nicht. Beispiele von inneren Gruppen, welche auf Kosten der Großgesellschaft erfolgreich Gruppengüter erzeugen, gibt es viele. Zu nennen sind Kartelle, die ein ständiges Problem darstellen. Die Zusammenarbeit zwischen Banken und Ratingagenturen in New York vor der Subprimekrise ist viel diskutiert worden (Thießen, 2011). Insiderinformationen werden über eingeweihte Netzwerke verbreitet. Der Libor wurde von

Händlergruppen kollusiv manipuliert u.v.m. In jeder Branche gibt es genug Beispiele für solche Systeme. Die Großgesellschaft versucht, Bereicherungen von inneren Gruppen auf Kosten der Gesamtheit zu verhindern. Die Politik, das Recht, die Religion tragen dazu bei. Aber es gelingt nicht vollständig, weil arbeitsteilige Großgesellschaften unübersichtlich sind (Hayek, 1981).

4. Übertragung auf die Honorierung von Vorständen

Vorstände sind nun in einer Position, in der sie wichtige Entscheidungen determinieren können. Sie sind viel unabhängiger als andere. Es wäre höchst unwahrscheinlich, wenn sie nicht versuchen würden, diese **Unabhängigkeit** zur Erlangung von Sondervorteilen zu nutzen – dazu ist der Mensch einfach biologisch angelegt. Dies kann entweder allein oder durch Bildung von inneren Gruppen, die bei der Erwirtschaftung von Sondervorteilen zusammenarbeiten und diese dann unter sich aufteilen, geschehen.

Sehr alt in der ökonomischen Literatur ist die Klage über **Perk-Consumption** der Vorstände. Das sind Zusatzvorteile über das Gehalt hinaus. Bei 94% der S&P-100-Unternehmen fand sich 2008 mindestens eine Zusatzleistung (Kress, 2008). Insgesamt ist die Größenordnung dieser Sonderleistungen aber begrenzt.

Überhöhte Geldleistungen an Vorstände werden seit Anfang der 90er Jahre beklagt (meist werden aber nur sehr große Unternehmen betrachtet). Damals entwickelte sich der **Shareholder-Value-Gedanke** (Rappaport, 1986, Copeland et al., 1990). Damit wurde es gesellschaftsfähig, hohe Boni für nachweisbare Erfolge („**Wertschaffung**“, meist gemessen durch Aktienkurssteigerungen) zu bezahlen. Dies war kein Prinzip, das gegen gesellschaftliche Normen verstieß. Es eröffnete aber eine Tür für Maßnahmen, die nicht den Normen entsprachen. Man beobachtete sehr schnell die Entwicklung von Strategien, Boni trotz fehlender Erfolge auszuzahlen. Eine beliebte Strategie wurde es z. B., den Startzeitpunkt von **Aktienoptionsprogrammen** auf besonders niedrige Aktienkurse rückzudatieren (o.V.,

1999). Durch eine Umstellung der Bilanzierung vom Gläubigerschutzprinzip auf das Marktpreisprinzip wurde es möglich, in guten Jahren höhere Gewinne auszuweisen, was zu höheren Boni führte. Die **Mergers & Acquisitions-Kultur** etablierte sich, die mit enorm hohen Bonuszahlungen an Manager verknüpft werden konnte. Dadurch wurde ein Wettlauf großer „Deals“ in Gang gesetzt. Prinzip war es bei allen genannten Phänomenen, große Zahlungen mit einem Grund zu versehen, der moralisch gesellschaftlich anerkannt war, z. B. Aktienkurssteigerungen, Synergieeffekte.

Die meisten dieser Strategien waren so komplex, dass sie nicht alleine von den Vorständen umgesetzt werden konnten. Vielmehr bedingten sie die Zusammenarbeit mit Zweiten (Aufsichtsräten) und Dritten (Banken, Wirtschaftsprüfern, Ratingagenturen). Die Investmentbanker stellten sich als wichtige Größe heraus, welche durch ihre Beziehungen zu den Kapitalmärkten – Handel, Asset-Management, Deal-Betreuung, Rating – Einfluss auf die **Trigger der Bonuszahlungen** hatten. Da die Investmentbanker ähnliche Bonussysteme wie Unternehmen verwendeten, gab es eine natürliche „Community of Interest“, und die Bildung „innerer Gruppen“ im obigen Sinne lag nahe.

Es ergab sich also, dass all diejenigen, welche einen **Wettbewerb** um niedrigere Vorstandsgehälter hätten entfachen können oder hätten entfachen sollen, daran kein Interesse hatten, weil sie Mitglied einer inneren Gruppe geworden waren, deren Gruppengut mehr Wert war als die Folgen von mehr Wettbewerb um niedrigere Vorstandsgehälter.

Dem steht auch nicht die kurze Verweilzeit einzelner Personen im Kreis der Bonusberechtigten entgegen, die zu beobachten ist, denn die Vergütungen waren bzw. sind so hoch, dass einige wenige „Deals“ und einige wenige Geschäftsjahre ausreichen, um im sozialen Status der Großgesellschaft weit nach vorne zu gelangen.

5. Fazit

Die Bevölkerungen in den westlichen Ländern haben seit langem das Gefühl,

Vorstandsgehälter seien systematisch überhöht. Überhöht ist ein Gehalt, wenn es über dem Grenzprodukt liegt. Indizien dafür hat man beobachtet. Aber ob ein systematisches Phänomen vorliegt oder nur Einzelfälle, ist schwierig zu ermitteln und bisher nicht vollständig untersucht. Die Geschichte zeigt allerdings, dass es sehr wahrscheinlich ist, dass sich „innere Gruppen“ bildeten, welche im relevanten Bereich den Wettbewerb ausschalten und zu systematisch überhöhten Vorstandsgehältern beitragen.

Für die weitere Forschung ist das Feld der Vorstandsentslohnung interessant, weil es ein für die zukünftige Entwicklung moderner Gesellschaft wichtiges Feld tangiert: Es geht darum, wie man in einer immer komplexer und unübersichtlicher werdenden Welt verhindert, dass sich einzelne Gruppen auf Kosten der Gesamtheit bereichern. Immer mehr Menschen vergleichen die moderne Gesellschaft mit ihren extrem reichen Oberschichten bereits mit den feudalen Strukturen früherer Jahrhunderte. Es wäre deshalb dringend erforderlich, besser zu erforschen, ob die neue Oberschicht leistungsbedingt entstanden ist oder ob es Lücken im Wettbewerb der Unternehmen gibt.

Literatur

- Alexander, R., *The Biology of Moral Systems*, New York 1987.
- Botton, A. de, *Status Anxiety*, London 2004.
- Buss, D.M., *Evolutionäre Psychologie*, 2. Aufl., München 2004.
- Canetti, E., *Masse und Macht*, Hamburg 1960.
- Copeland, T., Collier, T., Murrin, J., *Valuation*, New York 1990.
- Fechtenhauer, D., *Psychologie*, München 2011.
- Hamilton, W.D., *The genetical evolution of social behavior*, in: *Journal of Theoretical Biology*, Vol. 7 (1964), S. 1-16.
- Hayek, F.A. v., *Über den Sinn sozialer Institutionen*, in: *Schweizer Monatshefte*, 36. Jg. (1956), Heft 7, S. X-Y.
- Hayek, F.A. v., *Recht, Gesetzgebung und Freiheit*, Band 2: *Die Illusion der sozialen Gerechtigkeit*, Landsberg am Lech 1981.

Kress, L., *Perks and Company Performance*, Swiss Banking Institute, Universität Zürich 2008.

Marsh, D., *Barbaren und Boni*, 11.6.2007, online im Internet: <http://www.handelsblatt.com/archiv/marsh-on-monday-barbaren-und-boni/2819290.html> (7.1.2013).

O.V., *Volkswagen kann Aktienoptionsplan umsetzen – Vergleich mit Professor Wenger*, in: *FAZ*, Nr. 53, 4.3.1999, S.22.

O.V., *Regeln wider die Bonus-Exzesse der Banken*, 4.6.2009, online im Internet: <http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/uebersicht/regeln-wider-die-bonus-exzesse-der-banken-1.2669867> (20.2.2013).

O.V., *Keine Einigung auf Regeln gegen Boni-Exzesse*. 16.9.2010, online im Internet: <http://www.tagesschau.sf.tv/Nachrichten/Archiv/2010/09/16/Schweiz/Keine-Einigung-auf-Regeln-gegen-Boni-Exzesse> (15.2.2013).

O.V., *Credit Suisse will Boni-Exzesse abwürgen*, 10.1.2011, online im Internet: <http://www.20min.ch/finance/news/story/23894763> (28.2.2013).

O.V., *Europa ist fasziniert: Schweizer maßregeln „Abzocker“*, 4.3.2013a, online im Internet: <http://www.euractiv.de/soziales-europa/artikel/schweizer-maeregeln-abzocker---europa-ist-fasziniert-007279> (8.3.2013).

O.V., *Jürgen Schrempp*, 2013b, online im Internet: http://de.wikipedia.org/wiki/J%C3%BCrgen_Schrempp (15.2.2013).

O.V., *Perks*, 2013c, online im Internet: <http://www.businessdictionary.com/definition/perks.html> (4.3.2013).

Rappaport, A., *Creating Shareholder Value*, New York 1986; deutsch: *Rappaport, A., Shareholder Value*, Stuttgart 1999.

Riesbeck, P., *Schäubles Integrationskurs*, in: *Frankfurter Rundschau*, Nr. 55, 6.3.2013, S. 17.

Thießen, F., *Opportunismus und Finanzmärkte*, Wiesbaden 2011.

Voland, E., *Die Natur des Menschen*, München 2007.

Williamson, O., *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*, New York 1985.

Entscheidungskriterien bei der Bankenauswahl - Choice-Based Conjointanalyse zu Kundenpräferenzen bei Anlageberatung -

von Thomas Trott

Bei dem vorliegenden Beitrag handelt es sich um eine Zusammenfassung der Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades des Doctor rerum politicarum von Thomas Trott, welche die Kundenpräferenzen von Privatkunden bei der Auswahl ihrer Hausbank zum Thema hat. Im Augenblick ist die Doktorarbeit nicht im Handel verfügbar, sie liegt jedoch der Universitätsbibliothek der TU Chemnitz vor.

Im Rahmen der Doktorarbeit werden insbesondere die Motivatoren der Privatkunden für die Entscheidung für/wider eine Bankverbindung ermittelt. Anhand der Durchführung einer empirischen Untersuchung wird geprüft, ob die Gesamtheit der Probanden aus verschiedenen Clustern besteht, sowie deren jeweilige Nutzenfunktionen bestimmt. Basierend auf diesen Präferenzlagen sollen im Anschluss Hinweise an die Politik gegeben werden, wie die Finanzkompetenz sowie die Akzeptanz von Honorarberatung in der Gesamtbevölkerung im Rahmen der Qualitäts-offensive Verbraucherfinanzen clusterspezifisch verbessert werden kann. Hierdurch wird eine Verringerung der Kosten für Falschberatung in Deutschland, welche lt. einer Studie des Ministeriums für Verbraucherschutz (2009) ca. 30 Mrd. EUR/Jahr betragen, erwartet. Auch sollen basierend auf den ermittelten Ergebnissen Hinweise an Banken gegeben werden, welche an einer Einführung der Honorarberatung interessiert sind.

Eingangs wird geprüft, ob die Verwendung eines Konzeptes der Neoklassik oder der Neuen Institutionenökonomik sinnvoll ist. Die Bestimmung des Begriffes der Rationalität wird zu Beginn basierend auf dem Konzept der Neoklassik erläutert. So gilt eine Entscheidung als rational, welche dazu führt, stets diejenige Handlung zu wählen, die als das geeignetste Mittel zu einem erwünschten Ausgang erscheint. Rationalität stellt also ein konsistent zielgerichtetes Verhalten dar. Um eine solche Handlung zu bestimmen, sind Entscheidungstheorien nötig. Es werden die Konzepte der Neoklassik und der Neuen Institutionenökonomik hinsichtlich ihrer Grundannahmen

vorgelegt. So wird beim Konzept der Neoklassik insbesondere das Modell des Homo Oeconomicus, welches das strenge ökonomische Prinzip verfolgt, beschrieben. Anschließend erfolgt eine Beschreibung der Modelle der Neuen Institutionenökonomik. Diese distanziert sich hierbei insbesondere nicht vom im Konzept der Neoklassik geforderten Marginalismus, sondern fordert eine Änderung der Grundannahmen dieses Konzepts. Aufbauend auf der Neoklassischen Theorie erkennt die Neue Institutionenökonomik die grundlegenden Prämissen des methodologischen Individualismus und des rationalen Handelns an. Die Neue Institutionenökonomik abstrahiert jedoch von der Annahme der vollkommenen Information, indem sie ökonomische Zusammenhänge anhand der realistischeren Annahmen unvollkommenen und veränderbaren Wissens sowie unvollständiger Voraussetzungen (z. B. Banken bzw. Personengruppen) anwendet. Den betrachteten Akteuren werden insofern nur eine begrenzte Rationalität und eine Neigung zu opportunistischem Verhalten unterstellt. Aus diesen Verhaltensannahmen resultieren Motivations- und Koordinationsprobleme. Diese Probleme gilt es, durch die Schaffung von Institutionen zu bewältigen. Bei der Vorstellung der Neuen Institutionenökonomik wird insbesondere Wert auf die Institutionen der Wirtschaft im Rahmen der Prinzipal-Agent-Theorie und der Transaktionskostenökonomik gelegt. Als Ergebnis der Analyse der Entscheidungssituation für eine Bankverbindung des Privatkunden wird ersichtlich, dass die Konzepte der Neoklassik und der Neuen Institutionenökonomik die vorge-

nannte Entscheidungssituation nicht gleich gut beschreiben können. Folglich ist die Erstellung von Handlungsempfehlungen sowohl an Banken als auch an die Bundesregierung zur Verbesserung der Kenntnisse in Geldanlage von Privatkunden mit beiden Konzepten nicht gleich gut möglich. Hierbei stellt das Modell des Homo Oeconomicus, welches die Basis für das Konzept der Neoklassik bildet und auf der vollkommenen Rationalität sowie dem strengen ökonomischen Prinzip beruht, die Wirklichkeit von Privatkunden nicht vollständig dar. Somit ist es auch nicht zur Ableitung von Handlungsempfehlungen geeignet. Betrachtet man das Konzept der Neuen Institutionenökonomik, welches die beschränkte und subjektive Rationalität sowie heuristische Handlungsmuster zulässt, so deckt dieses die Lebenswirklichkeit von Privatkunden besser ab. Privatkunden fällen häufig ihre Entscheidungen aufgrund grober sowie im Laufe ihres Lebens erlernter Heuristiken. Die Verwendung des Konzeptes der Neuen Institutionenökonomik wurde für Probleme im Rahmen der Bestimmung von Kundenpräferenzen bereits, bspw. in Severidt (2001), erfolgreich umgesetzt. Aus den vorgenannten Gründen liefert das Konzept der Neuen Institutionenökonomik den theoretischen Rahmen für vorliegende Arbeit und kann für die Ableitung von Handlungsempfehlungen verwendet werden.

Analysiert man menschliche Entscheidungen, so sind diese insbesondere von der Tendenz des Gehirns, ressourcensparend zu arbeiten, geprägt. Dieses wird in der Literatur häufig als „heuristisches“ Entscheiden bezeichnet. Mit heuristischem Entscheiden ist ein „grobes“, auf wenigen Daten und Verknüpfungen basierendes Entscheiden gemeint. Mit zunehmender Erfahrung ersetzt das Gehirn situationsun-spezifische Daten und Verknüpfungen durch situations-spezifischere. Dadurch

verbessert sich die Qualität der Entscheidungen, ohne dass die Komplexität der Heuristiken zunehmen muss. Grundsätzlich bedeutet der Begriff der Heuristiken vorab nichts anderes als ein „Mittel zur Erkenntnisgewinnung“. Es handelt sich allerdings um ganz spezifische Entscheidungsverfahren, die auf Basis weniger Daten und weniger Verknüpfungen zu Aussagen gelangen. Dieses Mittel zur Erkenntnisgewinnung führt zwar selten zu einer mathematisch optimalen Lösung, erfüllt allerdings die Anforderungen des Anwenders, welchem das Verfolgen einer Satisficing-Strategie zugesprochen wird. Er möchte ein bestimmtes Bedürfnisniveau befriedigen und stellt sich mit der auf Basis weniger Daten getroffenen Entscheidung zufrieden. Die Verwendung des Konzeptes von Heuristiken ist sinnvoll, wenn fehlendes Wissen seitens der Akteure, Zeitdruck, Ressourcenknappheit, eine große Anzahl von Alternativen sowie nicht vollständig bekannte Wirkungszusammenhänge bei der betrachteten Entscheidungssituation vorliegen. Die Optimalität der (erwarteten) Ergebnisse der Entscheidungen durch den Einsatz von Heuristiken wird von den Akteuren nicht erwartet. Die Forderung der Optimalität der Entscheidungsregel würde sich negativ auf die Einfachheit sowie Robustheit der Heuristik auswirken. Hingegen wird bei der Verwendung des Konzeptes der Neoklassik ein mehr an Information fast zwangsläufig zu einem besseren Ergebnis der Entscheidung führen. So lässt sich nach Gigerenzer und Gaissmaier (2006) zusammenfassen, dass eine Heuristik im Sinne der beschränkten Rationalität eine Regel ist, die den Prozess, nicht nur das Ergebnis, einer Problemlösung beschreibt. Sie ist einfach, weil sie auf evolvierte und erlernte Fähigkeiten zugreift und sie ist intelligent, weil sie Umweltstrukturen nutzen kann.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit sollen die determinanten Parameter für die Auswahl der Hausbankverbindung durch Privatkunden ermittelt werden. Von einer Hausbankbeziehung kann gesprochen werden, wenn zwischen einem Kunden und einer Bank über eine lange Zeit eine Beziehung aufrechterhalten wird und die jeweilige Bank hinsichtlich der Abwicklung

aller Geldangelegenheiten des Kunden eine gewisse Exklusivität genießt. Die Hausbank ist folglich eine Bank, mit der ein größeres Geschäftsvolumen als mit jeder anderen Bank abgewickelt wird, zu der dauerhafte, vertrauensvolle Beziehungen bestehen und von der eine qualifizierte Beratung erwartet wird. Eine Hausbankbeziehung ist durch die Kriterien Exklusivität, Langfristigkeit, Informationsvorteilen gegenüber anderen Banken und der besonderen Verantwortlichkeit gegenüber dem Kunden und dessen Anlagesituation gekennzeichnet.

Zur Verfolgung eines Zieles der vorliegenden Arbeit – der Bestimmung der Nutzenfunktion der Probanden – ist es notwendig, die in der entscheidungstheoretischen Literatur genutzten Verfahren zur Messung von Nutzenfunktionen zu diskutieren. Hierbei wird insbesondere betrachtet, ob eine Ermittlung der Kundenpräferenzen für die Verbindung zur jeweiligen Hausbank basierend auf einer kompositionellen oder dekompositionellen Methode erfolgen sollte. Bei der kompositionellen Nutzenmessung werden die Probanden gebeten, jede Eigenschaftsausprägung separat zu bewerten. Die erhobenen Teilnutzenwerte werden dann gemäß einer üblicherweise additiven Verknüpfungsregel zu den Gesamtnutzenwerten der Objekte zusammengesetzt (komponiert). Die kompositionelle Nutzenmessung wird synonymauch als direkte Nutzenmessung oder Nutzenmessung mittels Self-Explicated-Modellen bezeichnet, da die Probanden in der kompositionellen Nutzenmessung ihre Präferenzstruktur auf der Ebene der Teilnutzenwerte direkt benennen. Die kompositionelle Nutzenmessung wird insbesondere bemängelt, da die Frage nach der Bedeutsamkeit der Attribute mehrdeutig interpretiert werden kann. So kommt es bei kompositionellen Methoden häufig zu dem Problem einer wachsenden Anspruchsinflation. Diese beschreibt, dass viele Eigenschaften als wichtig bzw. sehr wichtig gekennzeichnet werden. Auch unterliegt die Einschätzung der Attributwichtigkeiten weiteren negativen Effekten. Darüber hinausgehend wird kritisiert, dass die Antwortpersonen mit der unrealistischen Aufgabe der Bewertungen von einzelnen

Attributstufen konfrontiert werden, anstatt ganzheitliche Objektpräferenzen abzugeben. Gerade im Hinblick auf sozial sensitive Attribute ist es denkbar, dass soziale Normen und soziale Erwünschtheitseffekte zu einer verfälschten Nutzenerklärung führen. Weiterhin zeigte sich, dass bei einer direkten Befragung die eher unwichtigen Attribute in ihrer Wichtigkeit systematisch überschätzt und die wichtigen Attribute in ihrer Bedeutung unterschätzt werden.

Die Grundidee der dekompositionellen Nutzenmessung sieht vor, von Präferenzurteilen einer Antwortperson zu ganzheitlichen Objekten auf die die Präferenz determinierenden Elementeder Attributwichtigkeiten und Teilnutzenwerte zu schließen. Hierzu werden die abgegebenen Gesamtpräferenzen in die Teilnutzenstruktur zerlegt (dekomponiert). Es wird angenommen, dass die Präferenzurteile einer Person durch den wahrgenommenen Nutzen der zu bewertenden Objekte bestimmt sind. Der Gesamtnutzen eines Objekts ergibt sich aus der linearen Kombination auf Basis der Antworten der Probanden ermittelten Teilnutzenwerte. Die Präferenzstrukturmodellierung im Sinne der dekompositionellen Nutzenmessung stellt eine lineare Kombination von bekannten Regressionsfunktionen dar. Die dekompositionellen Verfahren der Nutzenmessung wurden als Reaktion auf die Nachteile der kompositionellen Nutzenmessung entwickelt. Die Ermittlung der Teilnutzenwerte und der Attributwichtigkeiten aus den ganzheitlichen Objektbewertungen des Probanden erfolgt bei der dekompositionellen Nutzenmessung mittels statistischer Schätzverfahren im Rahmen des verallgemeinerten linearen Modells, wie beispielsweise einer Kleinste-Quadrate-Regression, varianzanalytischer Verfahren oder logistischer Regression. Sie überwinden die genannten Schwierigkeiten der direkten Nutzenmessung. Insbesondere wird positiv bewertet, dass die Beurteilung von ganzheitlichen Objekten eher einer realen Entscheidungssituation entspricht als die Bewertung separater Attribute und deren Ausprägungen. Aus diesen Gründen erfolgt in vorliegender Arbeit die Bestimmung der Nutzenfunktionen auf Basis eines dekompositionellen Verfahrens. Zu den dekompositionellen



Abbildung zur Verbesserung der Kenntnisse in Finanzangelegenheiten zur langfristigen Verbesserung der Akzeptanz von Honorarberatung [Quelle: Eigene Darstellung]

Methoden der Präferenzmessung zählen insbesondere die verschiedenen Varianten der Conjoint-Analyse. Von diesen wird das Verfahren der Choice-Based Conjointanalyse für vorliegende Arbeit ausgewählt. Dies erfolgt aufgrund des großen Vorteils dieses Verfahrens hinsichtlich der realitätsnahen Entscheidungssituation. Der Befragte soll aus mehreren Banken mit unterschiedlichen Eigenschaftsausprägungen die jeweils bevorzugte auswählen. Hierbei hat er auch die Möglichkeit, nach Angabe seiner Präferenz, keine der vorgeschlagenen Banken zu wählen. Man kommt damit einer realen Situation im Rahmen eines Bankenwechsels sehr nahe.

Es wird ein Pretest durchgeführt, auf Basis dessen die Matrix der Choice-Based Conjointanalyse zu erstellen ist. Im Anschluss hieran werden insgesamt 216 Probanden in Form eines persönlichen Interviews befragt. Die Analyse der Daten erfolgt im Rahmen einer logistischen Regressionsanalyse. Mit dieser wird der Einfluss der jeweiligen Variablen auf den Gesamtnutzenwert untersucht. Im Anschluss erfolgt eine Überprüfung, ob eine Untergliederung der Gesamtheit der befragten Probanden in Cluster sinnvoll ist. Diese erfolgt im Rahmen einer latenten Klassenanalyse. Hierbei handelt es sich um ein Klassifikationsverfahren, mit dem beobachtbare diskrete Variablen zu latenten Variablen zugeordnet werden können. Ziel ist die Ermittlung eines Strukturgleichungsmodells, um Untergruppen bei multivariaten kategorialen Daten aufzuspüren. Auf Basis dieser latenten Klassenanalyse ist es folglich möglich, die Präferenzwerte der befragten Probanden in Klassen einzuteilen und diese anhand ihrer soziodemografischen Merkmale zu beschreiben.

Anhand der ermittelten Daten wurden in vorliegender Arbeit insgesamt drei Cluster anhand ihrer Präferenzlage identifiziert. Es zeigt sich, dass die ermittelten Clustergrößen in der Gesamtheit der befragten Probanden stark ungleichmäßig verteilt sind. So besteht die Gesamtheit aller befragten Probanden aus einer sehr starken Gruppe (Cluster 3 mit 56,7 % aller befragten Probanden), einer vergleichsweise starken Gruppe (Cluster 2 mit 36,8 % aller befragten Probanden) und einer personenmäßig relativ schwachen Gruppe (Cluster 1 mit 6,5 % aller befragten Probanden). Bei der Befragung der Probanden wurde auf verschiedene Einschätzungen dieser hinsichtlich ihres Finanzverhaltens eingegangen. An dieser Stelle sollen insbesondere die Einschätzungen der Probanden hinsichtlich des eigenen geldlichen Erfolgs sowie der Kenntnisse in Geldanlage beschrieben werden. Probanden des Clusters 1 schätzen diese als sehr positiv, Probanden des Clusters 2 als durchschnittlich und Probanden des Clusters 3 als eher schlecht bzw. sehr schlecht ein. Auch an diversen anderen Werten kann festgestellt werden, dass Probanden der Cluster 1 und 2 ein deutlich besseres Verständnis von Finanzangelegenheiten haben.

Im weiteren Verlauf soll geprüft werden, ob es möglich ist, signifikante soziodemografische Merkmale der Clusterzugehörigkeit zu identifizieren. Hierbei wurden die Merkmale des Geschlechts, der Altersklasse, des Familienstands, der Haushaltsgröße, der Ausbildung, des Berufs sowie des Brutto-Haushaltseinkommens im Rahmen einer linearen Regression auf ihre Signifikanz geprüft. Es zeigt sich, dass die Merkmale der Altersklasse und des Haushalts-Bruttoeinkommens als sta-

tistisch signifikant für die Clusterzugehörigkeit gekennzeichnet werden können. Sie können folglich herangezogen werden, um Rückschlüsse auf die Clusterzugehörigkeit zu ziehen. Basierend hierauf kann eine an der Einführung der Honorarberatung interessierte Bank potentielle Interessenten anhand relativ leicht verfügbarer Daten ermitteln. Die Politik kann die identifizierten Kundencluster zielgruppengerecht informieren, um deren Finanzkompetenz zu verbessern. So könnte sie die Kunden des Clusters 1 in ihrer Funktion als Meinungsbildner nutzen und Probanden des Clusters 2 dahingehend unterstützen, die ihnen angebotenen Finanzprodukte bestmöglich zu bewerten sowie die generelle Finanzkompetenz der Kunden des Clusters 3 zu verbessern und deren Interesse am Thema Geldanlage zu fördern.

Durch Umsetzung der Aktionen (siehe Abbildung) ist es möglich, mittels zielgruppengerechter Maßnahmen seitens des Gesetzgebers die langfristige Akzeptanz von Honorarberatung basierend auf einer Verbesserung der Kenntnisse in Finanzangelegenheiten der jeweiligen Cluster zu erzielen. Anhand des kurz-, mittel- und langfristigen Ansatzes der entwickelten Strategie wird die Finanzkompetenz aller Cluster gestärkt, was eine Verringerung der Kosten durch Falschberatung zur Folge hat. So gibt die vorliegende Arbeit über die eigentlichen Untersuchungsziele hinaus eine Hilfestellung zur Verringerung gesamtgesellschaftlicher Kosten.

Das CAPM und die höheren Momente am deutschen Aktienmarkt

von Stefan Gotsche

Bei dem vorliegenden Beitrag handelt es sich um eine Zusammenfassung der Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades des Doctor rerum politicarum von Stefan Gotsche. Die Dissertation wird im Verlag Dr. Kovac (Hamburg) unter dem Titel „Das CAPM und die höheren Momente am deutschen Aktienmarkt“ (ISBN-Nummer: 978-3-8300-7492-2) erscheinen, ein Buchpreis steht noch nicht fest.

Mit der Entwicklung des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) durch Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966) wurde eines der wichtigsten Modelle zur Bewertung von Wertpapieren geschaffen. Im Grunde geht es von einer linearen Beziehung zwischen Rendite und Risiko aus. In den darauffolgenden Jahrzehnten wurden immer wieder die damit verbundenen restriktiven Annahmen untersucht und somit die Gültigkeit des CAPM hinterfragt. Zu diesen Annahmen zählt die Normalverteilung der Renditen und daraus folgend die vollständige Beschreibbarkeit der Investorenpräferenzen durch die beiden ersten Momente der Renditeverteilung (Erwartungswert und Varianz).

Bereits Rubinstein (1973) weist darauf hin, dass für die Beschreibung der Präferenzen der Investoren die höheren Momente wichtig sind, wenn die Renditen nicht normal verteilt sind und die Investoren keine quadratische Nutzenfunktion haben. Eines der ersten Modelle, das ein höheres Moment (Schiefe) berücksichtigt, ist das 3 Momente CAPM von Kraus und Litzenberger (1976). Sie verwenden das quadratische Marktmodell zum Testen der Koschiefe und finden eine signifikante Prämie für die Koschiefe. Investoren mit einer nicht-zunehmenden absoluten Risikoaversion haben eine Präferenz für positive Schiefe und eine Aversion gegen negative Schiefe.

Wird auch das vierte Moment der Verteilung (Kurtosis) berücksichtigt, schlagen Christie-David und Chaudry (2001), Fang und Lai (1997) sowie Hwang und Satchell (1999) das kubische Marktmodell zum Testen der Koschiefe und der Kokurtosis vor. Christie-David und Chaudry (2001) zeigen am Beispiel

der Futures-Märkte, dass die systematische Schiefe (Koschiefe) und die systematische Kurtosis (Kokurtosis) zur Erklärung der Renditen an den Futures-Märkten beitragen können. Fang und Lai (1997) weisen in einer Untersuchung des amerikanischen Aktienmarktes die Risikoprämie für die systematische Kurtosis (Kokurtosis) nach. Hwang und Satchell (1999) zeigen für die aufstrebenden Märkte (Emerging Markets), dass dort die Kokurtosis einen höheren Beitrag zur Erklärung der Aktienrenditen liefern kann als die Koschiefe.

Bei Gültigkeit des CAPM reicht allein der Risikofaktor Beta, um die Rendite eines Wertpapiers vollständig erklären zu können. Seit dem Beginn der 1980er Jahre zeigt eine Vielzahl an Untersuchungen, dass andere Faktoren, auch Anomalien genannt, einen weiteren Beitrag zur vollständigen Erklärung wertpapierspezifischer Renditen liefern können. Diese Anomalien sind Größe (Size), Substanz (Value) und Momentum.

Fama und French (1993) führen das 3 Faktorenmodell ein, in dem neben Beta auch die Faktoren Größe (Marktwert) und Substanz (Buchwert-zu-Marktwert) für die Erklärung von wertpapierspezifischen Renditen eingesetzt werden. Carhart (1997) fügt schließlich den Faktor Momentum hinzu und entwickelt somit das 4 Faktorenmodell.

Die vorliegende Arbeit soll in dreifacher Weise zur wissenschaftlichen Diskussion über das Capital Asset Pricing Model (CAPM) beitragen:

Wichtige Annahmen des (Standard) CAPM sind stationäre, d. h. im Zeitablauf stabile Renditeverteilungen und eine hinreichende Beschreibung der Investorenpräferenzen durch die ers-

ten beiden Momente der Renditeverteilung (Erwartungswert und Varianz). Für den deutschen Aktienmarkt (lokales Modell) soll das CAPM auf zwei Arten generalisiert werden:

A) Neben den ersten beiden Momenten werden die Präferenzen der Investoren zusätzlich durch das dritte und vierte Moment der Renditeverteilung (Schiefe und Kurtosis) beschrieben. Es soll somit ein lokales 4 Momente CAPM für Deutschland entwickelt werden.

B) Dieses Modell wird auf seine Eignung zur Erklärung der Renditen deutscher Aktien hin überprüft. Das Modell soll dabei sowohl die Variationen der Renditen im Zeitablauf als auch im Querschnitt abbilden können.

1) In einer Vielzahl an Studien fällt auf, dass insbesondere für Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung das CAPM einen erheblichen Teil der Variation der Renditen nicht ausreichend erklären kann. Es soll deshalb untersucht werden, ob sich durch den Einbezug der systematischen Schiefe (Koschiefe bzw. Gamma) und der systematischen Kurtosis (Kokurtosis bzw. Delta) in ein- und zweidimensional sortierten Testportfolios die Variation der Renditen von Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung besser erklären lässt.

2) Mit dem 3 Faktorenmodell von Fama und French (1993) oder dem 4 Faktorenmodell von Carhart (1997) werden häufig bessere Ergebnisse zur Erklärung wertpapierspezifischer Renditen als mit dem CAPM erzielt. Im Vergleich dieser Multifaktorenmodelle mit dem 3 Momente CAPM und dem 4 Momente CAPM soll untersucht werden, ob die Koschiefe (Gamma) und Kokurtosis (Delta) Surrogate oder Komplementäre für die

Faktoren Größe, Substanz und Momentum am deutschen Aktienmarkt darstellen. Abschließend wird eine Empfehlung für ein konkretes Entscheidungsmodell für die praktische Vermögensverwaltung gegeben.

In dieser Dissertation werden zunächst ausführlich das CAPM, das 3-Momente CAPM und das 4-Momente CAPM dargestellt. Neben der Darstellung der theoretischen Modelle hat diese Arbeit auch empirische Ergebnisse geliefert, mit deren Hilfe eine Aussage über die Gültigkeit des CAPM getroffen werden kann. Es können die folgenden Schlüsse gezogen werden:

Weder das CAPM noch die Modelle mit Einbezug der höheren Momente sind geeignet, die Renditen deutscher Aktien im Untersuchungszeitraum im Querschnitt befriedigend zu erklären. Dabei fielen die Ergebnisse für die wertgewichteten Portfolios etwas besser als die der marktwertgewichteten Portfolios aus. Dennoch ist keines der betrachteten Modelle für eine zeitpunktbezogene Erklärung wertpapier-spezifischer Renditen geeignet. Eine mögliche Begründung liefert die Zeitreihenanalyse. Während die Renditen der Testportfolios mit den höchsten Merkmalsausprägungen bei der Portfoliobildung im Zeitablauf am besten durch die verwendeten Modelle erklärt werden können, ist es für die Testportfolios mit den niedrigsten Merkmalsausprägungen genau umgekehrt. Bei der Querschnittsregression fließen jedoch die Ergebnisse aller Testportfolios für jeweils einen Zeitpunkt ein. Dadurch wird die gute Erklärungskraft für die Testportfolios mit den hohen Merkmalsausprägungen mit der schlechten Erklärungskraft der Testportfolios mit den niedrigsten Merkmalsausprägungen vermischt (durch die Bildung des arithmetischen Mittels für alle Testportfolios zum jeweiligen Zeitpunkt). Das Resultat ist dann die nicht befriedigende Erklärungskraft.

Im Gegensatz dazu kann die zeitliche Variation der Renditen deutscher Aktien deutlich besser durch die betrachteten Modelle erklärt werden. Vor allem der Risikofaktor $(r_{mt} - r_f)$, d. h. die Überschussrendite des Marktes, ist in allen Modellen von hoher Erklärungskraft (Beta war immer hoch

signifikant). Die Ergebnisse für den Risikofaktor $(r_{mt} - \bar{r}_m)^2$ variieren zwar von Modell zu Modell, das 3 Momente CAPM kann jedoch eine etwas höhere Erklärungskraft als das CAPM erreichen. Gamma (Kokurtosis) war meist statistisch signifikant. Durch den Einbezug von $(r_{mt} - \bar{r}_m)^3$ im 4 Momente CAPM lässt sich die Erklärungskraft für die Renditen der Testportfolios nicht mehr verbessern. Delta (Kokurtosis) war zudem meist insignifikant. Alle drei Modelle können die Renditen der marktwertgewichteten Testportfolios besser als die der gleichgewichteten Testportfolios erklären. Daraus lässt sich schließen, dass diese Modelle eher für Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung geeignet sind.

Es hat sich herausgestellt, dass für die Ermittlung der Rendite eines Wertpapiers seine Koschiefe (d. h. der Beitrag dieses Wertpapiers zur Schiefe des Marktportfolios) von Bedeutung ist. In der Praxis kann deshalb durch die Berücksichtigung der Koschiefe eines Wertpapiers die erwartete Rendite genauer ermittelt werden. Dass die Koschiefe über einen Einfluss auf die Rendite eines Wertpapiers verfügt, die Kokurtosis jedoch nicht, lässt sich folgendermaßen erklären. Die Koschiefe misst den Beitrag eines Wertpapiers zur Schiefe des Marktportfolios. Da bei einer linksschiefen Verteilung der Markttrendite die negativen Renditen häufiger auftreten als die positiven Renditen, sind die Marktteilnehmer bereit, eine Prämie für Wertpapiere zu zahlen, die helfen, diese Linksschiefe der Verteilung zu reduzieren. Wertpapiere mit einer positiven Koschiefe tragen somit zur Steigerung des Nutzens eines Investors bei. Die Kokurtosis stellt dagegen nur ein alternatives Streuungsmaß zur Kovarianz, d. h. dem Beitrag eines Wertpapiers zur Varianz des Marktportfolios, dar. Dabei dominiert die Kovarianz die Kokurtosis. Belege für diese These sind in den Regressionen zu finden. Die Kokurtosis ist immer dann statistisch signifikant, wenn die Überschussrendite des Marktes in der Regression fehlt, also die Signifikanz von Beta nicht überprüft wird. Wird auch die Überschussrendite des Marktes einbezogen, verschwindet die Signifikanz der Kokurtosis. Die Investoren sind demnach nicht bereit, eine über die Normalverteilung hinausgehende

Streuung mit einer zusätzlichen Prämie zu kompensieren. Wenn bedacht wird, dass diese höhere Streuung gleichmäßig an beiden Rändern der Verteilung auftritt, d. h. die Wahrscheinlichkeit sowohl für hohe negative Renditen, aber eben auch für hohe positive Renditen zunimmt, ist dieses Verhalten erklärbar. Allerdings widerspricht es der Annahme eines risikoaversen Investors. Dieser würde bei einer gleichen erwarteten Rendite eine geringere Streuung der Renditen vorziehen.

Die These, dass die Koschiefe und/oder die Kokurtosis insbesondere zur Erklärung der Renditen von gering kapitalisierten Unternehmen beitragen, konnte nicht bestätigt werden. Die geringe Erklärungskraft der Modelle für die Testportfolios mit den niedrigsten Rangausprägungen (Beta, Gamma und Delta in der Phase der Portfoliobildung) blieb auch nach der Kontrolle für die Unternehmensgröße vorhanden. Es müssen also andere (als die betrachteten) Faktoren zur Erklärung der Renditen gering kapitalisierter Unternehmen existieren. Denkbare Einflussgrößen wären die geringere Liquidität, größere Geld-Brief-Spannen im Handel, eine geringe oder sogar fehlende Abdeckung durch Analysten und infolge dessen eine geringere Wahrnehmung durch die Investoren, höhere Volatilitäten und die leichtere Manipulierbarkeit von Aktienkursen.

Des Weiteren konnten Hinweise auf einen positiven Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und Beta (Gamma oder Delta) gefunden werden. Große Unternehmen hatten im Untersuchungszeitraum ein höheres Beta (Gamma oder Delta) als kleine Unternehmen. Allerdings konnte kein klarer Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Rendite festgestellt werden.

Aus dem Vergleich des CAPM mit dem 3-Momente CAPM und dem 4-Momente CAPM sowie mit den Multifaktorenmodellen lassen sich die folgenden Erkenntnisse gewinnen:

Da im 6-Faktorenmodell keiner der Faktoren Größe, Substanz und Momentum eindeutig durch die Faktoren Gamma oder Delta verdrängt wurde und zudem der Einfluss von Delta abgelehnt wird, kann der Schluss gezogen werden, dass es sich bei Gamma um

einen komplementären, also ergänzenden, Faktor handelt. Delta stellt dagegen weder ein Surrogat noch ein Komplementär für die Faktoren Größe, Substanz und Momentum dar.

Aufgrund der in dieser Arbeit untersuchten Daten ist von der empirischen Gültigkeit des CAPM für die Erklärung von wertpapierspezifischen Renditen auszugehen. Es wurde gezeigt, dass hierzu eine kontroverse Diskussion geführt wird und zahlreiche empirische Studien sowohl für als auch gegen das CAPM existieren. Da mit dem CAPM die Renditen meist recht gut erklärt werden können, das Modell zudem über eine fundierte Theorie verfügt, robust gegenüber Abschwächungen der restriktiven Annahmen ist und einfach in der praktischen Anwendung, stellt es einen hervorragenden Ausgangspunkt für die praktische Vermögensverwaltung dar. Mit seiner Hilfe lassen sich nicht nur die Kapitalkosten eines Unternehmens berechnen, es kann auch Unterstützung bei der Erwartungsbildung zukünftiger Renditen liefern und als Instrument für die Performance-messung bei Einzelwerten und Fonds dienen.

Dennoch zeigen viele seit den 1980er Jahren durchgeführten Studien zu den Anomalien Unternehmensgröße, Substanz und Momentum, wie auch

die Ergebnisse dieser Arbeit, dass die Multifaktorenmodelle eine höhere Erklärungskraft aufweisen. Aus theoretischer Sicht ist demnach das CAPM abzulehnen. Der größte Vorteil der Multifaktorenmodelle ist in der deutlich besseren Erklärung der Renditen von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung zu sehen. Dennoch haben diese Modelle auch ihre Schwächen. Dazu zählt die fehlende theoretische Untermauerung der Einflussfaktoren und Schwierigkeiten bei ihrer Ermittlung.

Zusammenfassend kann also gesagt werden, dass die Ergebnisse dieser Arbeit in mindestens zwei Bereichen für die Praxis von Bedeutung sind:

Zum einen stellt das CAPM einen hervorragenden Ausgangspunkt für die praktische Vermögensverwaltung dar, da mit diesem einfachen Modell schon ein sehr guter Erklärungsgehalt der Renditen erreicht wird. Für eine professionelle Vermögensverwaltung mit den entsprechenden Ressourcen und einem klar definierten Anlageuniversum sind die Multifaktorenmodelle, insbesondere das Modell von Carhart, vorzuziehen. Vor allem bei gering kapitalisierten Unternehmen sind dessen Vorteile nicht von der Hand zu weisen.

Zum anderen haben die Untersuchungen gezeigt, dass neben der Über-

schussrendite des Marktes auch die Faktoren Größe, Substanz und Momentum eine wichtige Rolle bei der Erklärung wertpapierspezifischer Renditen spielen. Aus diesen Erkenntnissen können wichtige Implikationen für die praktische Vermögensverwaltung abgeleitet werden. Die Faktoren Größe, Substanz und Momentum stellen im Grunde sogenannte Hedge-Portfolios dar. Die Strategie besteht nun darin, Portfolios aufzubauen, bei denen Unternehmen mit hohen Buchwert-zu-Marktwertverhältnissen (bzw. mit einem hohen Momentum) gekauft werden und Unternehmen mit niedrigen Buchwert-zu-Marktwertverhältnissen (bzw. mit einem niedrigen Momentum) verkauft werden (oder im Sinne eines benchmarkorientierten Portfoliomanagements diese Aktien entsprechend über- und untergewichtet werden). Der Erfolg einer Strategie, den regulären Größeneffekt auszunutzen, d. h. Unternehmen mit niedrigen Marktwerten zu kaufen und dagegen Unternehmen mit hohen Marktwerten zu verkaufen, ist für den deutschen Markt mit einer Unsicherheit belastet. In den vergangenen Jahren war es bei deutschen Aktien eher von Vorteil die großen Unternehmen zu kaufen und die kleinen Unternehmen zu verkaufen.

„Reclaim your Economy“? - Einblicke und Diskussionen über alternative Wirtschaftsformen

von Jun.-Prof. Dr. Ronald Hartz und Simon Kötschau

Der vorliegende Beitrag ist ein Bericht zur Veranstaltung „Reclaim your Economy“? - Einblicke und Diskussionen über alternative Wirtschaftsformen“ die am 21. Mai 2013 im Neuen Hörsaalgebäude stattgefunden hat. Unterstützt von der Chemnitzer Wirtschaftswissenschaftlichen Gesellschaft, den Freunden der TU Chemnitz, der Initiative Europastudien und dem Studentenwerk Chemnitz-Zwickau wurde der Projekttag zum Thema „Solidarische Ökonomie“ von Studierenden der Europastudien und der Juniorprofessur für Europäisches Management ausgerichtet.

Unter dem Schlagwort „Solidarische Ökonomie“ werden seit einigen Jahren Wirtschafts- und Organisationsformen diskutiert, welche sich insbesondere auf lokaler Ebene angesiedelte Alternative zu einem als problematisch empfundenen „Marktparadigma“ positionieren. Initiativen „solidarischer Ökonomie“ verstehen sich als kollekti-

ve und emanzipatorische Praxis, welche für eine Wiedereinbettung des Ökonomischen in die Gesellschaft im Sinne einer verstärkten Gemeinwohlorientierung eintritt. Projekte der „Solidarischen Ökonomie“ sind einerseits spezifische, gegenwartsbezogene ‚Kinder der Not‘ (wie in Lateinamerika), gewinnen jedoch andererseits

im Kontext aktueller Krisendynamiken an genereller Relevanz, welche etwa im Bereich der Commons-Diskussion sichtbar wird. Zugleich können Überlegungen zur „solidarischen Ökonomie“ (wenn auch unter anderem Namen) auf eine lange Historie, etwa im Bereich der Genossenschaftsbewegung, zurückblicken.

Gleichwohl ist zu konstatieren, dass eine Reflexion der „Solidarischen Ökonomie“ im Kontext der Management- und Organisationsforschung weitgehend noch aussteht. Vor diesem Hintergrund fand am 21.05.2013 ein studentischer Projekttag unter der Schirmherrschaft der Juniorprofessur



Europäisches Management zu Solidarischer Ökonomie an der TU Chemnitz statt. Der Nachmittag bestand aus vier Vorträgen hochkarätiger Referent_innen und einer abschließenden Podiumsdiskussion.

In der Eröffnung des Projekttag durch Jun.-Prof. Dr. Hartz wurde dargelegt, warum die Veranstaltung in dieser Form durchgeführt wurde: Es ging darum, Solidarische Ökonomie ein Stück weit aus dem akademischen Diskurs zu lösen mit dem Ziel, eine studentische Initiative ins Leben zu rufen, welche sich langfristig mit alternativen Wirtschafts- und Organisationsformen beschäftigt. Der Projekttag sollte hier einen möglichen Anstoß für weitere Aktivitäten liefern.

Als erste Referentin sprach die freie Publizistin und Betriebswirtin Elisabeth Voß in ihrem Vortrag „Idee und Praxis Solidarischer Ökonomien“ über das Konzept und die Theorie, die sich hinter dem Begriff SÖ verbergen. Solidarität beziehe sich zwar immer auf das Miteinander einiger, aber das Wichtige darüber hinaus sei, die Auswirkungen auf das Umfeld mit zu beachten. Betriebswirtschaftliche Prozesse gelängen kooperativ, ohne hierarchische Strukturen, mit dem Ziel der Bedürfnisversorgung und nicht der Gewinnerzielung. Projekte der Solidarischen Ökonomie entstanden häufig aus der Not heraus, durch wirtschaftliche Selbsthilfe und Selbstermächtigung, was neben den zahlreichen internationalen auch die Beispiele in Deutschland zeigen. Besonders hervorzuheben seien hier

die Solidarische Landwirtschaft und das Mietshäuser-Syndikat.

Als Vorsitzende der Enquete-Kommission Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität des Deutschen Bundestages stellte Daniela Kolbe die Arbeit und den Abschlussbericht der Kommission vor. Die Ergebnisse reichen von Eingeständnissen der beteiligten Parteien in puncto Finanzmarktregulierung bis hin zu völligem Dissens in Fragen des Arbeitslebens. Kritisch erläutert wurden Rebound-Effekte bei der Effizienzsteigerung im Energiesektor und das Verhältnis von Fortschritt und Wachstum allgemein. Außerdem nahm Frau Kolbe die Politik in die Pflicht „Solidarische Ökonomie“ zu fördern, während die Gesellschaft Forderungen an die Politik stellen müsse. Grundsätzlich müsse Nachhaltigkeit zur „Standard-Option“ werden und auch der öffentliche Konsum sich daran orientieren.

Diese Forderung erhob auch Britta Schmidt, Mitarbeiterin des Weltladen Chemnitz und Vorstandsvorsitzende des entwicklungspolitischen Netzwerks Sachsen (ENS), die mit der Lokalen Agenda 21 in Chemnitz beispielsweise die faire Beschaffung von Polizeiformen verlangt. In ihrem Vortrag „Fairer Handel – Solidarischer Handel?“ ging es um die Geschichte und Ursprünge des Fairen Handels und der Weltläden als Stätten des Verkaufs fair gehandelter Güter. Trotz berechtigter Kritik an der Fairtrade-Labelorganisation sei das Ziel, die Lebensbedingungen der Produzent_innen in den südlichen Ländern anhaltend zu verbessern, na-

türlich weiterhin erstrebenswert und wichtig.

Den letzten Vortrag „Solidarische Landwirtschaft – alte Ideen neu aufgegriffen“ hielten drei Mitglieder des Hofes zur Bunten Kuh Frankenberg. Der Bio-Bauernhof nach Demeter-Kriterien ist seit 2007 nach dem Konzept der Solidarischen Landwirtschaft organisiert, weil der „einfache“ Betrieb als Bio-Hof nicht mehr funktionierte. Solidarische Landwirtschaft oder community supported agriculture (CSA) meint die Einbindung der Konsument_innen in den Hofbetrieb. Sie verpflichten sich auf ein Jahr mit der Zahlung eines festgelegten Betrages zur Abnahme von Ernteanteilen und geben dem Bauernhof so ein planbares Einkommen, das nicht der Willkür des freien Marktes unterliegt. Beispielsweise tragen alle die Folgen einer etwa witterungsbedingten schlechteren Ernte. Auf diese Weise wird ein Bewusstsein für Lebensmittel gefördert, das durch die ständige Präsenz von Obst und Gemüse in Supermärkten verloren gegangen sei. Der Hof zur Bunten Kuh in Frankenberg wird mit echter Pferdekraft betrieben und bietet, so die Mitglieder, durch Lokalität hohe Transparenz, nicht zuletzt, weil alle Ernteteil-Abnehmer_innen auf dem Hof jederzeit mithelfen können und bezüglich des Anbauplanes Mitspracherecht haben.

Die rege geführte Podiumsdiskussion zum Abschluss, wie auch die gesamte Veranstaltung, welche von Anke Streu, wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Professur Kultureller und Sozialer Wandel, moderiert wurde, zeigte, wie groß das studentische Interesse an alternativer Wirtschaft und wie groß das Unbehagen mit aktuellen Entwicklungen, nicht zuletzt in Folge der globalen Finanzkrise, ist. Der mit rund 40 Teilnehmer_innen gut besuchte Projekttag war ein erster Anstoß, diesem Unbehagen die kritische Reflexion alternativer Formen des Wirtschaftens zur Seite zu stellen.

Ermöglicht wurde die Veranstaltung durch Unterstützung der CWG, des Studentenwerks Chemnitz-Zwickau, der Initiative Europastudien (i'es), der Gesellschaft der Freunde der TU Chemnitz und durch zahlreiche Kuchenspenden von Student_innen der TU.

Zitate und Ökonomie

„Ein ehrbarer Kaufmann schützt und achtet seine eigene Ehre, aber zugleich die Ehre der ihm anvertrauten Mitarbeiter und seiner Geschäftspartner. Zur Ehre gehört, daß der Kaufmann richtig und gerecht handelt sowie die Würde des anderen wahrt. Würde hat mit Wert zu tun: Ich muß den Anderen wert schätzen, wie ich mich selber wert schätze.“

Anselm Grün (Benediktinerpater & Autor)

„Risiko = Bugwelle des Erfolgs.“

Christian Anton Mayer (Schriftsteller)

„Manche Leute halten den Unternehmer für einen rädigen Wolf, den man totschiagen müsse. Andere sehen in ihm eine Kuh, die man ununterbrochen melken könne. Nur wenige erkennen in ihm das Pferd, das den Karren zieht.“

Sir Winston Churchill (britischer Politiker)

„Nichtwissen kann ein Segen sein. Ein Unternehmer, der über alle Fallgruben Bescheid weiß, in die er stolpern könnte, würde gar nicht erst starten.“

Warren Avis (Manager)

„Unternehmensführung ist nicht die Beschäftigung mit Gegenwartsproblemen, sondern die Gestaltung der Zukunft.“

Daniel Goeudevert (Manager)

„Viele Vorstandsvorsitzende oder Vorstände dominieren ihre Umgebung durch „Alpha-Verhalten“. Sie wollen immer der Boß sein, sie hören nicht zu, sie sprechen in langen Monologen und sie behaupten, stets zu wissen, was richtig ist. Damit wecken sie fürchterliche Aggressionen.“

Rupert Lay (Theologe & Hochschullehrer)

Veranstaltungshinweise

24.10.2013 | Workshop

„Geschäftsideen erkennen und auswählen“

TU Chemnitz / SAXEED, SAXEED Seminarraum 401 (4. Etage im Pegasus Center)

SAXEED bietet einen ganztägigen Workshop zum Thema *Geschäftsideen erkennen und auswählen* an. Die Veranstaltung richtet sich an Studierende, Alumni und Mitarbeiter der TU Chemnitz. Es wird keine Teilnahmegebühr erhoben, eine möglichst frühzeitige, verbindliche Anmeldung ist jedoch erforderlich.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: <http://www.saxeed.net/index.php?content=32&id=92®ion=Chemnitz>

25.10.2013 | Konferenz

„Events und Messen“

Günnewig Hotel Chemnitzer Hof im Straumer Saal

Unter der Federführung der Professur für Marketing und Handelsbetriebslehre wird die 5. Wissenschaftliche Konferenz

Eventforschung ausgerichtet. In diesem Jahr soll das Thema „Events und Messen“ aufgegriffen werden. Die Veranstaltung wird im Günnewig Hotel Chemnitzer Hof am 25.10.2013 von 9:00 bis 18:00 Uhr im Straumer Saal stattfinden. Die Konferenz richtet sich sowohl an interessiertes wissenschaftliches Personal und Studenten als auch an Vertreter aus der unternehmerischen Praxis. Eine vorherige Anmeldung ist für eine Teilnahme zwingend erforderlich; der Besuch ist für Professoren, Studenten und Mitarbeiter der TU Chemnitz & TUCed kostenfrei.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: <http://www.tu-chemnitz.de/wirtschaft/bwl2/eventforschung/start.php>

07.11.2013 | Workshop

„Fördermittelakquise“

TU Chemnitz / SAXEED, SAXEED Seminarraum 401 (4. Etage im Pegasus Center)

SAXEED bietet einen ganztägigen Workshop zum Thema *Fördermittelakquise* an. Die Veranstaltung richtet sich an Stu-

dierende, Alumni und Mitarbeiter der TU Chemnitz. Es wird keine Teilnahmegebühr erhoben, eine möglichst frühzeitige, verbindliche Anmeldung ist jedoch erforderlich.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung finden sich unter: <http://www.saxeed.net/index.php?content=32&id=128®ion=Chemnitz>

15.11.2013 | Festakt

„Festakt zum 20-jährigen Bestehen der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften“

TU Chemnitz / N 112

Anlässlich des 20-jährigen Bestehens der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften findet am 15.11.2013 ein Festakt im Neuen Hörsaalgebäude (Raum N 112) statt. Die Veranstaltung beginnt um 9:00 Uhr und wird gegen 19:00 Uhr enden.

Nähere Informationen zu der Veranstaltung und ein Anmeldeformular finden sich unter: <http://www.tu-chemnitz.de/wirtschaft/festakt2013/>

Impressum

Herausgeber: Chemnitzer Wirtschaftswissenschaftliche Gesellschaft e. V.
c/o Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, TU Chemnitz, 09107 Chemnitz

Annahme von Beiträgen und Redaktion: Prof. Dr. Klaus D. John, Thüringer Weg 7, Zi. 304
Telefon: 0371/531-34198, E-Mail: k.john@wirtschaft.tu-chemnitz.de

Annahme von Beiträgen, Layout und Redaktion: Sebastian Ludwicki-Ziegler, Thüringer Weg 7, Zi. 303
Telefon: 0371/531-26340, E-Mail: cwg.dialog@gmail.com

ISSN (Print-Ausgabe): 1610 – 8248 – ISSN (Internet-Ausgabe): 1610 – 823X

- Alle bisher erschienenen Ausgaben sind unter <http://www.tu-chemnitz.de/chemnitz/vereine/cwg> als Download verfügbar. -
