

Zusammenfassung

Jens W. Hawliczek

Kapitalmarktfaktor Moral?

Kursimplikation ethisch relevanter Aspekte auf dem Kapitalmarkt und deren Bedeutung für die Asset Allocation und den Shareholder Value

Moral wird als Fundamentalwertfaktor in einem Realmodel abgeleitet und die Relevanz für den Kapitalmarkt untersucht.

Konsumenten besitzen die Möglichkeit, ihre spezifischen moralischen Nachfragepräferenzen in den unternehmerischen Transformationsprozess zu implementieren. Dieser Aspekt ist wegen der Abhängigkeit der Gewinnhöhe von der Marktstruktur als kursneutral zu werten. Die Integration moralischer Aspekte, die durch das Management implementiert werden, verringert unter den in dieser Arbeit gesetzten Rahmenbedingungen den Shareholder Value.

Investoren, die moralische Aspekte in ihre asset allocation integrieren, sind dadurch in der Lage Marktpreise signifikant zu beeinflussen. Dieser Effekt ist von einem innovativen gleichgewichtigen Kapitalmarktmodell deduziert und auf Basis der Ergebnisse einer empirischen Ereignisstudie des europäischen Aktienmarktes bestätigt worden.

Moral ist somit ein kursrelevanter Faktor.

Die bisherige Forschung dieser thematischen Ausrichtung beschränkte sich überwiegend auf Performancefragen spezifisch konstruierter ethischer Portfolios und Indizes oder vollzog eine Annäherung in der Form, dass die integrierte Moralkomponente nur dann Einfluss auf den Shareholder Value nehmen konnte, sofern sie in einer direkten Abhängigkeit zu Marktfriktionen oder implizit unterstellten Wettbewerbsvorteilen stand.

Insgesamt sind diese Ansätze nur sehr bedingt auf eine gemeinsame theoretische Basis zurückzuführen und verbleiben isoliert vor dem Zugang zu einer kapitalmarkttheoretischen Auseinandersetzung. Diese Dissertation schließt diese Lücke durch eine stringente Verwendung eines einheitlichen neoklassischen Ansatzes.

Auf Basis einer detaillierten Diskussion wird die Definition moralischer Dimensionen vorgenommen und vor dem Hintergrund eines rein ökonomischen Betrachtungskontextes definiert. Hierdurch erfährt das Individuum eine elementare Rolle. Bzgl. der Integrierbarkeit kommt die in der Arbeit geführte Diskussion zu dem Schluss, dass Aspekte einer ausschließlich moralischen Dimension in den verbreiteten Ansatz des Nutzenkonzeptes eines homo oeconomicus transferierbar sind.

Dieser Schluss ermöglicht die Diskussion des Einflusses moralischer Aktivitäten auf spezifische ökonomische Aspekte im Rahmen eines neoklassisch basierten Ansatzes.

Im nächsten Schritt wird die Integration moralischer Präferenzen in den Transformationsprozess der Unternehmung diskutiert. Unter der Annahme eines ökonomischen Gleichgewichts wird durch die Integration moralischer Aspekte (als bewertete Dimension des Managements) Shareholder Value zerstört, sofern diese additive Komponente integriert wird.

Konsequenterweise ergibt sich daher keine Möglichkeit für das Management ethische Aspekte in der Unternehmung zu implementieren, sofern es der Vermögensmaximierung seiner Anteilseigner untersteht.

Durch die Erweiterung der Perspektive auf den Absatzmarkt ist der Schluss möglich, dass moralische Präferenzen durch eine gewinnmaximierende Unternehmung in einer vollkommenen Wettbewerbsumgebung implementiert werden. Dieser Grundsatz konnte auf Basis einer horizontalen Differenzierungsstrategie eines Bertrand Preiswettbewerbs abgeleitet werden, in dem die moralische Dimension als horizontale Differenzierungskomponente eingebunden wird. In Abhängigkeit zu der Marktstruktur konvergiert die Gewinnkomponente gegen ihre Unbedeutung, sofern die Zahl der Anbieter erhöht wird. Die moralische Dimension, welche direkt zu den Konsumentenpräferenzen zurückzuführen ist, bleibt dabei dennoch existent im unternehmerischen Transformationsprozess. Dieser Schluss bzgl. der Möglichkeit, ethische Aspekte in das neoklassische Annahmenkonstrukt zu integrieren, ist neu.

Im weiteren Verlauf erfolgt ein Wechsel von der realwirtschaftlichen Perspektive zu dem Kapitalmarkt und seinen Akteuren. Die empirische Relevanz moralischer Investorenpräferenzen wird auf Basis eines kurzen Überblicks über existente Marktstrukturen des SRI-Marktes in Europa und innerhalb des deutschsprachigen Gebietes erschlossen.

Unter der Annahme, dass Investoren moralischen Präferenzen folgen, wird der potenzielle Einfluss auf den Prozess der Portfolio Selection und der asset allocation diskutiert. Auf Basis eines nutzenbasierten Konzepts wird der Einfluss dieser spezifischen Ausrichtung abgeleitet. Ein Schluss dieser nutzenbasierten Betrachtung ist, dass ein nutzenmaximierendes Individuum von der theoretischen Markowitz-Linie abweichen kann. Dieser Aspekt ist als Moskowitz-Effekt bekannt und wurde im Rahmen dieser Dissertation erstmalig mit einem theoriebasierten Rahmenwerk verbunden. Dieser Schluss kann somit als Basis für die weitergehende Betrachtung der individuellen Präferenzen und deren Einfluss auf Gesamtmarktebene agieren.

Danach wird ein Kurzüberblick über existierende Ansätze einer nicht fundamentalen Kursbildung gegeben. Die Ansätze der heterogenen Restriktionen, die bspw. durch eine Marktsegmentierung verursacht werden, als auch das breite Spektrum irrationaler Noise-Trading-Modellen werden auf die Adaptierbarkeit hin untersucht. Als Schlussfolgerung der tiefgehenden Betrachtung kann festgehalten werden, dass diese Ansätze nicht die Spezifika moralischer Investoren in einem eigenen kapitalmarkttheoretischen Modell abbilden können.

Aus diesem Grund wird im weiteren Verlauf der Arbeit ein eigenes kapitalmarkttheoretisches Gleichgewichtsmodell modelliert, in dem moralische Präferenzen und ihr potenzieller Einfluss auf die Marktpreise abgebildet werden können. Das Modell bezieht sich grundlegend auf einen Gleichgewichtsansatz und ist in der Lage, existente moralische Präferenzen, die zu einer Unter- bzw. Übernachfrage führen, auf Einzeltitelbasis zu modellieren.

Ein spezifischer Einfluss auf Einzeltitelbasis kann in direkten Bezug zu moralischen Präferenzen gesetzt und auf Basis des Modells abgeleitet werden. Die Marktpreisgleichung dieses Ansatzes kann unter der Anpassung der modellspezifischen Annahmen direkt in die Standardgleichung des CAPM-Ansatzes überführt werden.

Der Einfluss der Änderung moralischer Präferenzen auf den Aktienkurs kann dadurch direkt abgeleitet werden. Diese Wirkungsmechanismen werden vor verschiedenen Investorprofilen mit unterschiedlichen moralischen Präferenzen diskutiert. Die einperiodische Betrachtung wird dabei um eine mehrperiodische Betrachtung ergänzt. Die Effekte, die sich durch die Marktstruktur ergeben, werden umfassend vor dem Hintergrund der Marktsimulation diskutiert. Auf Basis der deduzierten Preisgleichung und der vorgenommenen Marktsimulation kann der Schluss gezogen werden, dass Moral einen grundsätzlich positiven Einfluss auf den Aktienkurs ausübt. Ein interessanter Aspekt kommt im Kontext der Modellsimulation zum Tragen. Es kann gezeigt werden, dass ein zusätzlicher indirekter Preiseffekt abgeleitet werden kann. Die Existenz dieses Effektes steht in unmittelbarer Beziehung zu moralischen Präferenzen eines Einzeltitels und der zugrundegelegten Korrelation dieser Einzeltitel untereinander. Letztendlich wird dieser Effekt über die Varianz-Kovarianz-Matrix relevant, da Investoren ihre Nachfrage bzgl. der Titelverschiebungen des Ersteffektes adjustieren. Die Ableitung und Diskussion dieses Nebeneffektes ist in dieser Form neu und sollte auch zukünftig entsprechende Beachtung finden.

Im weiteren Gang der Arbeit wird die Hauptaussage des Modells in falsifizierbare Wirkungshypothesen transferiert und mit der Methodik der Ereignisstudie empirisch getestet.

Die grundsätzliche Zielsetzung einer Ereignisstudie ist die Abschätzung von informationsinduzierten Überrenditen, die sich auf Basis eines spezifischen Ereignisses erschließen lassen. Aus diesem Grund ist es daher möglich, einen Einblick in den Wert ethisch-spezifischer Informationen und deren Implikation für Aktienkurse zu erhalten. Im Rahmen der Anwendung dieser Studien innerhalb dieser Fragestellung konnten zahlreiche Ergebnisse hervorgebracht werden. Diese Arbeit bietet einen umfassenden Überblick verschiedener Studien dieses Forschungsfeldes.

Die Ergebnisse der einzelnen Studien werden vor dem Hintergrund ihrer impliziten methodenspezifischen Annahmen diskutiert. Die daraus resultierenden Einschränkungen werden aufgezeigt und bzgl. ihres Einflusses diskutiert. Insgesamt werden im Rahmen dieser Arbeit 23 Studien umfassend klassifiziert und ausgewertet. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die überwiegende Anzahl der Studien eine positive Korrelation zwischen dem Aktienkurs und der moralischen Dimension herstellt. Jedoch sind nahezu alle Studien bzgl. ihrer Aussagekraft als eingeschränkt anzusehen. Alle Studien sind nicht in der Lage, in den von ihnen untersuchten Informationen zwischen der moralischen und der dann immer vorliegenden moralischen Dimension zu separieren. Kurseffekte sind daher nicht mehr eindeutig einer moralischen Komponente zuzuordnen.

Nach dem dieser Punkt als kritisch für diese Studien des speziellen Forschungsfeldes identifiziert wurde, wird im Anschluss eine eigene empirische Studie durchgeführt. Diese untersucht den Einfluss einer ausschließlich moralischen Dimension. Die in dieser Studie verwendeten Informationsinhalte basieren auf der Aufnahme bzw. dem Ausschluss von Einzeltiteln aus dem Dow Jones STOXX Sustainability Index Europe. Insgesamt können dabei bis zu 149 unterschiedliche Fälle separiert und damit getestet werden. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Ausschluss zu signifikant negativen, die Aufnahme in den Index zu signifikant positiven Effekten führt.