

Editorial

Durch die Vergabe eines Nobelpreises wird in den Wirtschaftswissenschaften meistens nicht nur die persönliche Leistung eines Wissenschaftlers geehrt, sondern den betreffenden Wissensgebieten gleichzeitig gewissermassen ein Gütesiegel verliehen. Unter diesem Gesichtspunkt hat die Finanzmarktforschung seit der Verleihung dieses renommierten Preises mehrfach Bestätigung durch die Gilde renommierter Ökonomen erfahren. Zu erwähnen sind zunächst einmal John Kenneth Arrow (1972) und Gerard Debreu (1983), welche mit ihren Arbeiten unter anderem auch die fundamentale Bedeutung von Contingent Claims resp. Finanzmärkten bei der volkswirtschaftlichen Allokation von Risiken herausgearbeitet haben, und damit gleichzeitig den Bereich der "spekulativen Märkte" für die Methoden der neoklassischen Wohlfahrtsökonomik erschlossen haben. Ihre Arbeiten bilden gleichzeitig die Fundamente für die ökonomischen Theorie der Banken und Versicherungen unter dem Aspekt unvollständiger Informationen und Risiken. Auf den ersten Blick mag scheinen, dass diese Forschungsrichtung für die ökonomische Analyse bedeutsam, aber ohne grossen "praktischen" Nutzen ist. Dies trifft nicht zu: Schäden in Milliardenhöhe hätten im amerikanischen Bankensystem vermieden werden können, wenn Verhaltensrisiken aus einem unzureichenden Versicherungssystem für Bankeinlagen frühzeitig beachtet worden wären. Ähnliche Überlegungen lassen sich für Systeme anbringen, wo die öffentliche Hand, und letztlich der Steuerzahler, Garantien auf den Verbind-

lichkeiten einer Bank zum Nulltarif anbietet. Warum besteht so wenig Interesse an der Umsetzung von Erkenntnissen der ökonomischen Theorie?

Im Mittelpunkt der finanzmarkttheoretischen Forschung stehen die Portfoliotheorie, das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und die Theoreme von Modigliani und Miller (MM) als Grundlage der Corporate Finance. Zahlreiche Nobelpreise wurden zumindest teilweise diesen Gebieten zuerkannt: James Tobin (1981) und Harry Markowitz (1990) für ihre Erkenntnisse zur effizienten Diversifikation risikobehafteter Anlagen, William Sharpe (1990) für die Bewertung von Risiken auf Kapitalmärkten und Franco Modigliani (1985) u.a. für den Einbezug zukünftiger Einkommensrisiken bei Konsumententscheidungen und natürlich für die Bedeutung der Kapitalstruktur und Dividendenpolitik bei der Bestimmung von Kapitalkosten und Firmenwert - letzteres zusammen mit Merton Miller, welcher ebenfalls 1990 mit dem Nobelpreis ausgezeichnet wurde. Insgesamt wurden also fünf Persönlichkeiten für Arbeiten in der engeren Finanzmarktforschung ausgezeichnet - oder sieben, wenn man den Rahmen etwas weiter steckt. Die Auszeichnungen symbolisieren zusätzlich zu den konkreten persönlichen Leistungen der Geehrten den grossen Stellenwert, den die dadurch ausgelösten Forschungsarbeiten heute in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung innehaben.

Man sagt den Nobelpreisen in Wirtschaftswissenschaften nach, dass sie im allgemeinen viel zu spät, weit nach dem Höhepunkt des Schaffens oder der

Publikation der Arbeiten, verliehen würden; man möchte damit gewissermassen das Lebenswerk eines Gelehrten auszeichnen. Dies trifft, ausser bei Arrow, auch im vorliegenden Fall zu: Markowitz hat die Portfoliotheorie in den frühen fünfziger Jahren entwickelt (1990-1952 = 38 Jahre Verzögerung), Tobin/ Miller/Modigliani in den späten fünfziger Jahren (23 Jahre, 32 Jahre, 32 Jahre Verzögerung) und Sharpe in den frühen sechziger Jahren (ca. 27 Jahre Verzögerung).

Ein mit der Szene nicht vertrauter Beobachter wird vermuten, dass die offensichtlich anwendungsträchtige (oder direkt gewinnträchtige) Natur der finanzmarkttheoretischen Forschungsthemen eine vergleichsweise schnelle praktische Umsetzung erfahren hat. Dem ist mitnichten so. Die Diversifikation von Risiken als absolut grundlegende Anlagemaxime wird heute, wie aus der täglichen Praxis und aus Leserbriefen in Finanzzeitungen erfahren werden kann, nicht durchwegs in die Tat umgesetzt. Noch fragwürdiger ist es, wenn aufsichtsrechtliche Normen die Diversifikation von Marktrisiken (etwa bei Pensionskassen) nicht zwingend voraussetzen: Kein Pensionskassenverwalter macht sich strafbar, wenn er sein gesamtes Vermögen undiversifiziert in Bundesobligationen investiert. Bereits eine minime Zinserhöhung kann Verluste in zweistelliger Millionenhöhe bringen. Eng mit der Diversifikationsfrage ist die Maxime verbunden, dass nur jene Risiken getragen werden sollten, welche vom Kapitalmarkt entschädigt werden - also die "systematischen". Dies setzt voraus, dass sich Anlageentscheide zwingend auf die Kenntnis solcher "Risiko-Prämien" stützen sollten: man frage den Anlageberater, welche Prämie Kapitalmärkte für eine einprozentige ungedeckte Zinsschwankung über das gesamte Fristenspektrum im Durchschnitt der Jahre offerieren. In wie vielen Fällen beschränkt sich die Finanzanalyse auch heute noch auf die Erstellung von Hitlisten und Titelempfehlungen aufgrund subjektiver Einschätzungen? Weshalb gibt es keine anerkannten Standards, wie der Erfolg (die Performance) von Vermögensanlagen festgestellt und verglichen werden kann? Und in wie vielen Fällen werden die Eigenkapitalkosten selbst heute noch

mit der Dividendenrendite (Dividendenerfordernis) oder der Obligationenrendite gleichgesetzt! Welche Implikationen sich daraus bezüglich der Eigenkapitalrendite ergeben, ist unschwer zu ergründen.

Es dürfte schwerfallen, ein Forschungsgebiet zu finden, bei welchem die Umsetzung direkt praxisrelevanter Erkenntnisse über Jahrzehnte hinweg so mühsam erfolgt ist wie in der Finanzmarkttheorie. Man stelle sich vor, dass der Erkenntnisstand der Aeronautik der vierziger Jahre die heutige Flugsicherheit bestimmen würde.

Zwar sind Ansatzpunkte des Fortschritts unverkennbar. Mit dem "Shareholder Value"-Ansatz hat sich in den letzten Jahren ein Konzept in der Betriebswirtschaftslehre verbreitet, welches als Messlatte des betrieblichen Erfolgs die aktienkursrelevanten Wertsteigerungen in den Vordergrund stellt. Für den Ansatz spricht zweifellos, dass der Erfolg unternehmerischer Aktivitäten letztlich durch den Kapitalmarkt beurteilt wird. Anstatt dass sich Unternehmensleitungen und Verwaltungsräte über die schlechte Bewertung der Aktien beklagen, werden sie gezwungen, durch geeignete unternehmerische Massnahmen Abhilfe zu schaffen: indem die Bewertung unternehmungsstrategischer Optionen aufgrund von Kapitalkosten erfolgt, welche die Verzinsung alternativer, risikoäquivalenter Anlagemöglichkeiten auf dem Kapitalmarkt widerspiegeln. Mitunter bedeutet dies auch eine transparente und für den Aktionär und Finanzanalysten nachvollziehbare Unternehmensstrategie. Besonders neu und originell ist der Shareholder-Value-Ansatz allerdings nicht: Schon kurz nach der Jahrhundertwende (1906) hat der Oekonom Irwing Fisher die Erkenntnis publiziert, dass als Kriterium für Investitionsentscheidungen nicht subjektive Gesichtspunkte des Managements oder der Kapitalgeber relevant sind, sondern ausschliesslich der Marktzins als Opportunitätskostensatz der Kapitalgeber. Die Wiederentdeckung des Barwerts als Schlüsselgrösse für das strategische Management und die Finanzanalyse erforderte also rund 80 Jahre.

Mögen viele der neueren Konzepte der Finanzmarkttheorie als relativ kompliziert erscheinen, so

dürften es letztlich einige wenige Prinzipien sein, welche für die Umsetzung auf breitester Front anstehen. Vielleicht haben sich die Ökonomen zu wenig um diese Umsetzung bemüht, oder vielleicht muss mit zu vielen bewährten Traditionen gebrochen werden. Zweifellos erfordert eine verbesserte und vor allem schnellere Umsetzung finanzmarktanalytischer Erkenntnisse einen Ausbildungsprozess auf breitester Front. Einen wertvollen Beitrag mag das Eidgenössische Finanzanalytikerdiplom darstellen, das vor zwei Jahren ins Leben gerufen wurde und den Abschluss einer intensiven berufsbegleitenden Ausbildung in Finanzmarkttheorie und Finanzanalyse darstellt. Die Ausbildung wird von AZEK (Ausbildungszentrum für Experten der Kapitalanlage) betrieben, einer Tochter der Schweiz. Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung. Sie erfreut sich eines wachsenden Zustroms von Absolventen: Im dritten Jahr (1993) werden rund 130 Teilnehmer in den Kurszentren Genf und Zürich ausgebildet. Besonders erwähnenswert ist, dass das schweizerische Diplom vor zwei Monaten als erstes europäisches Diplom (zusammen mit dem britischen) von der europäischen Finanzanalystenvereinigung offiziell akkreditiert wurde. Treibende Kraft dieser Bemühungen ist Jacques Ittensohn, der sich in verschiedenen Funktionen auf europäischer und schweizerischer Ebene für dieses Gelingen unermüdlich eingesetzt hat. Aus diesem Anlass wirft er in seinem "Standpunkt" einige Schlaglichter auf die Vergangenheit und die zukünftigen Anforderungen an eine moderne Ausbildung in den Bereichen der Finanzanalyse und Vermögensverwaltung.