

Michael Bechtel

Regierung, Rendite, Risiko

Studien zur Neuen Politischen Ökonomie

Herausgegeben von
Thomas Bräuninger
Thomas Plümpert
Gerald Schneider

Michael Bechtel

Regierung, Rendite, Risiko

Die politische Ökonomie
des Aktienmarktes
in Deutschland



VS VERLAG FÜR SOZIALWISSENSCHAFTEN

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Zugl. Dissertation der Universität Konstanz,
Erstgutachter: Professor Gerald Schneider,
Zweitgutachter: Professor Heinrich Ursprung,
Tag der mündlichen Prüfung: 31.10. 2008

1. Auflage 2009

Alle Rechte vorbehalten

© VS Verlag für Sozialwissenschaften | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2009

Lektorat: Katrin Emmerich / Sabine Schöller

VS Verlag für Sozialwissenschaften ist Teil der Fachverlagsgruppe
Springer Science+Business Media.
www.vs-verlag.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg
Druck und buchbinderische Verarbeitung: Krips b.v., Meppel
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier
Printed in the Netherlands

ISBN 978-3-531-16522-6

Inhalt

1	Einleitung	7
1.1	Die Politische Ökonomie von Aktienmärkten? Motivation und Erkenntnisinteresse	10
1.1.1	Erklärungskraft etablierter politikwissenschaftlicher Theorien	11
1.1.2	Politik und Aktienmärkte in der Demokratie: Spielen Parteien (noch) eine Rolle?	12
1.1.3	Aktienmarktreaktionen als Maß für politisch induzierte Umverteilung	14
1.2	Aufbau der Arbeit.....	19
2	Politisierte Börse? Wahlen, Parteipolitik und die Entwicklung von Aktienmärkten	21
2.1	Wirtschaftspolitik als Dienstleistung der Parteien: Zur politischen und investitionstheoretischen Fundierung	22
2.2	Wie politisiert sind Aktienmärkte?	26
2.2.1	Opportunistische Konjunkturzyklen	27
2.2.2	Welche Partei mag der Aktienmarkt lieber?	32
2.3	Parteieffekte in den Vereinigten Staaten – „Does the market prefer Republicans?“	34
2.4	Zusammenfassung und Kritik	46
3	Rendite auf Regierungsprofil: Sektorspezifische Umverteilung und die erwartete Parteizugehörigkeit der Bundesregierung	48
3.1	Parteien, Wahlen und sektorspezifische Umverteilung	51
3.2	Sektorspezifische Parteieffekte in einer Konsensdemokratie	54
3.3	Aktienmarktreaktionen als Indikator für (parteilpolitische) Umverteilung	58
3.3.1	Finanzmarkttheoretische Grundlegung	59
3.3.2	Kapitalwertmodell, Parteipolitik und rationale Erwartungsbildung	62
3.3.3	Sektoren und Parteien: Zur Identifikation der parteipolitischen Präferenzen von Wirtschaftssektoren	67
3.3.4	Forschungsdesign und Daten	78
3.3.5	Sektorrenditen als abhängige Variable.....	79

3.3.6	Die Modellierung des erwarteten parteipolitischen Regierungsprofils	82
3.3.7	Kontrollvariablen	86
3.3.8	Ökonometrische Modellierung.....	87
3.4	Empirische Ergebnisse	90
3.5	Zusammenfassung	107
4	Regierung und Risiko: Die politischen Determinanten des Kapitalmarktrisikos in Deutschland	110
4.1	Die Bedeutung des systematischen Investitionsrisikos für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen	113
4.2	Politik, politische Institutionen und das systematische Investitionsrisiko	117
4.2.1	Parteipolitisches Regierungsprofil	117
4.2.2	Rationale Erwartungen und das parteipolitische Profil der Regierung.....	122
4.2.3	Koalitionsverhandlungen und systematisches Risiko	124
4.2.4	Partei Konflikt zwischen Bundestag und Bundesrat – Asymmetrische Kammermehrheiten und Politische Unsicherheit	125
4.2.5	Große Koalitionsregierungen.....	128
4.2.6	Die Rolle von politischen Einzelereignissen.....	129
4.3	Empirische Schätzung	129
4.3.1	Das systematische Investitionsrisiko als abhängige Variable.....	130
4.3.2	Politische Variablen.....	131
4.4	Ergebnisse.....	136
4.5	Fazit	151
5	Zusammenfassung und Ausblick	154
5.1	Politik und Aktienmarkt in Deutschland: Zusammenfassung der Ergebnisse.....	154
5.2	Vergleichende politische Ökonomie von Aktienmärkten – ein erster Forschungsausblick.....	156
5.2.1	Wahlknappheit, elektorale Unsicherheit und die Volatilität von Aktienrenditen	156
5.2.2	Parteipolitische und institutionelle Ursachen des systematischen Investitionsrisikos	157
6	Literaturverzeichnis.....	159
	Anhang: Beweis und weitere Abbildungen.....	178
A 1	Beweis zu Kapitel 4.....	178
A 2	Weitere Abbildungen.....	180

1 Einleitung

Der Ausgang der Bundestagswahl am 22. September 2002 sorgte auf dem deutschen Börsenparkett scheinbar nicht für Freudentänze. Am Montagmorgen nach der Wahl zeigte der Nachrichtensender BBC das Bild eines von Sorgenfalten gezeichneten, trübselig dreinblickenden Frankfurter Börsianers. „Schroeder victory hits German stocks“¹ lautete die Schlagzeile der Meldung. Wie im Falle der Börsenreaktion auf die Wiederwahl der rot-grünen Koalition im Jahr 2002 bringen Nachrichtenagenturen, Kommentatoren des Zeitgeschehens aber auch Analysten von Investmentbanken die Börsenentwicklung häufig mit Politik in Verbindung.

Das Unternehmermagazin Impulse berichtete beispielsweise im Vorfeld der Bundestagswahl 1998 ausführlich über die möglichen Folgen des Wahlausgangs für die Börsenentwicklung: „Schwarz oder Rot? Die Frage nach dem Sieger der Bundestagswahl beschäftigt sowohl private als auch professionelle Investoren. Sie schauen gespannt auf den 27. September. Denn schließlich entscheidet der Wahlausgang über die Anlagestrategie der nächsten Monate und Jahre“², lautete die Überschrift des Beitrags. Die Anlegerzeitschrift Capital gab ihren Lesern vor der Bundestagswahl 2002 Tipps für parteipolitisch „kluge“ Investitionsentscheidungen mit dem Titel: „Weiter so? Bundestagswahl. Wirtschaftsflaute und Haushaltslöcher – nach dem 22. September muss die neue Regierung Farbe bekennen. Wie sich die Rezepte von Rot-Grün und Schwarz-Gelb auf Ihr Portmonee auswirken“³.

Während sich die amerikanische Forschung bereits intensiv der Frage nach dem Einfluss von Politik auf den Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten angenommen hat (Leblang/Mukherjee 2005; Booth/Booth 2003; Santa-Clara/Valkanov 2003; Herron et al. 1999; Wellershoff 1996; Gärtner/Wellershoff 1995; Roberts 1990), wurde die mögliche Verknüpfung von Politik und Aktienmarkt in Deutschland bislang von der Politikwissenschaft mit beeindruckender Hartnäckigkeit ignoriert. Und dies, obwohl der enorme Bedeutungszuwachs von Aktienmärkten als eine zentrale Dimension der Globalisierung in der politischen Ökonomie und der Globalisierungsforschung inzwischen unumstritten ist (Beis-

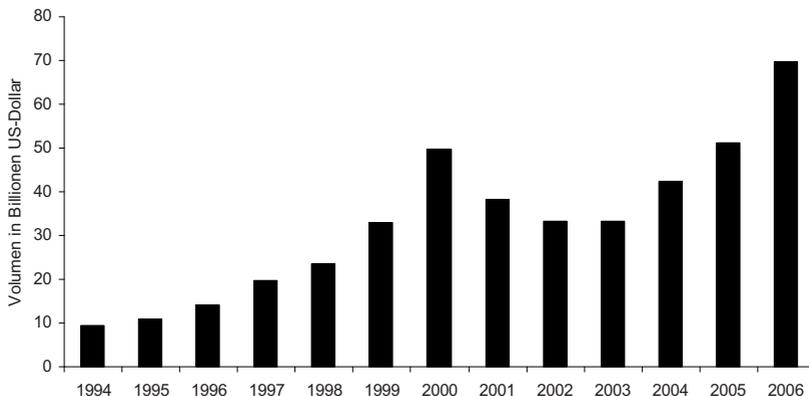
¹ <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/2275359.stm>; 14.05.2007.

² Impulse, Heft 9/1998: 160.

³ Capital, Extraheft „Wahl 2002“, S. 18.

heim/Walter 1999). Die bloßen Zahlen sind in der Tat eindrucksvoll (Abbildung 1). Der Wert der auf den Kapitalmärkten weltweit gehandelten Aktien ist von 1994 bis 2006 von durchschnittlich 10 auf über 65 Billionen Dollar pro Jahr angestiegen.⁴ Dies entspricht einem Wachstum von über 650 Prozent.

Abbildung 1: Jährlicher Handelsvolumen von Aktien weltweit in Billionen US-Dollar, Durchschnitt 1994-2006



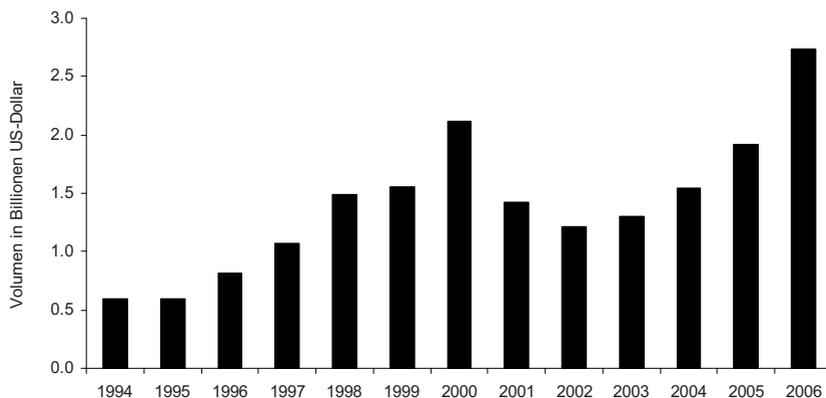
Die deutsche Börse kann eine ähnliche Wachstumsentwicklung vorweisen. Betrug das Handelsvolumen 1994 noch knapp über 500 Milliarden Dollar, wurden in Deutschland im Jahr 2006 Aktien im Wert von mehr als 2,5 Billionen Dollar gehandelt (Abbildung 2). Dies bedeutet, dass auf dem deutschen Börsenparkett innerhalb von knapp acht Wochen Aktien im Wert von durchschnittlich etwa 250 Milliarden Euro, also etwa in der Höhe des Bundeshaushaltes eines gesamten Jahres gehandelt wurden.

Der mit der Globalisierung verbundene, enorme Anstieg internationaler Kapitalströme auf den Finanzplätzen der Welt ging mit einem sich intensivierenden Wettbewerb der Nationalstaaten um Investitionen in ihre Kapitalmärkte einher. Diese Entwicklung förderte die Vorstellung, dass die Globalisierung den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum der Nationalstaaten verringert (Kurzer 1993; Sattler et al. 2008; Freeman 2008). Denn Investoren können ihr Kapital innerhalb von wenigen Sekunden aus dem Aktienmarkt des einen Landes in den Markt eines anderen Staates verschieben, wenn sie dort vorteilhaftere politische

⁴ Siehe World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=421&document=4445>; 04.04.2008).

Rahmenbedingungen erwarten und somit eine höhere oder sicherere Rendite winkt. Dieser neue Umstand sorgte nicht nur in der Wissenschaft für Diskussionsstoff, sondern schürte auch in der Öffentlichkeit eine intensive Debatte, meist gepaart mit geharnischter Kritik, etwa an der „unstillbaren Renditesucht“ internationaler Finanzinvestoren oder der vermeintlich überzogenen „Shareholder-value“-Orientierung von Unternehmen.

Abbildung 2: Jährliches Handelsvolumen von Aktien in Deutschland, 1994-2006



Ein Beispiel ist die öffentliche Aufregung über die Entscheidung des Handy-Herstellers Nokia, der Anfang 2008 von einem Tag auf den anderen seinen – mit Millionen Euro Steuergeldern geförderten – Produktionsstandort in Bochum schloss und 2300 Festangestellte und 1000 Leiharbeiter in die Arbeitslosigkeit entließ, um ein neues Werk im Niedriglohnland Rumänien aufzubauen.⁵ Auch die Politik mischt in der Debatte um die Begleitphänomene und Folgen der leichten Zugänglichkeit von Kapitalmärkten kräftig mit. Das – möglicherweise latente – Bewusstsein um die hohe Kapitalmobilität und ihre Folgen wurde im Frühjahr 2005 von der Politik in Form der „Heuschreckendebatte“ aufgegriffen. Der damalige SPD-Parteivorsitzende Franz Müntefering bezeichnete dabei international tätige Investoren als „Heuschreckenschwärme“, die bei ihrer Suche nach maximaler Rendite ohne Rücksicht auf Menschen agierten. Das Wort „Heuschrecken“ schaffte es in der Folge zum Börsenunwort des Jahres 2005.

⁵ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,druck-528713,00.html>; 17.06.2008.

Was kann nun von wissenschaftlicher Seite zum Zusammenhang zwischen Politik und Aktienmarkt gesagt werden? Hat Politik überhaupt einen Einfluss auf die globalisierte Börse? Bislang lässt alleine der Forschungsstand zum Zusammenhang zwischen Politik und Aktienmarkt in den Vereinigten Staaten wissenschaftliche Antworten auf diese Fragen zu (Leblang/Mukherjee 2005; Booth/Booth 2003; Santa-Clara/Valkanov 2003; Herron et al. 1999; Gärtner/Wellershoff 1995; Roberts 1990). Für Deutschland liegen kaum Untersuchungen vor (Pierdzioch/Döpke 2006). Einige Vorbehalte scheinen für das Schattendasein, das die Forschung zu den politischen Determinanten der Börsenentwicklung in Deutschland fristet, ursächlich. Wieso sollte die politikwissenschaftliche Forschung überhaupt untersuchen, ob und wie Politik Aktienmärkte beeinflussen? Wenngleich man hierauf zunächst entgegenen mag, dass diese Forschungsfrage ebenso berechtigt oder unberechtigt ist, wie die Frage, warum sich die Politikwissenschaft für den Einfluss von Politik auf Staatsausgaben, Haushaltszusammensetzungen, Wohlfahrtsprogramme oder makroökonomische Schlüsselfaktoren wie Inflation, Arbeitslosigkeit, Wachstum oder Konsum interessieren sollte – ein junges Forschungsfeld wie das der politischen Ökonomie von Aktienmärkten steht wie die meisten neuen Forschungsströmungen unter besonderem Rechtfertigungszwang. Diese Rechtfertigung soll im Folgenden vorgenommen werden.

1.1 Die Politische Ökonomie von Aktienmärkten? Motivation und Erkenntnisinteresse

Aktienmärkte sind heutzutage zentraler Bestandteil einer marktlichen Wirtschaftsordnung (Howells/Bain 1998; Demirgüç-Kunt/Levine 1996). Es vermag daher nicht zu überraschen, dass – bislang vor allem amerikanische – Politologen ein zunehmendes Forschungsinteresse an der Wirkung von Politik, politischen Institutionen und Ereignissen auf Aktienmärkte entwickeln. Unter Politik werden im Folgenden alle Einzel- wie auch periodisch wiederkehrende Ereignisse verstanden, die dem politischen Prozess zuzurechnen sind, der also auf die Herstellung und Durchsetzung allgemeiner Regelungen und Entscheidungen gerichtet ist (Patzelt 2003). Es sind (mindestens) drei Gründe, die das inzwischen gestiegene Interesse an der politischen Ökonomie von Aktienmärkten erklären und gleichzeitig als Motivation für weitere Forschungsanstrengungen dienen können. Dies ist erstens die Möglichkeit, die Erklärungskraft etablierter politikwissenschaftlicher und polit-ökonomischer Theorien zu evaluieren. Ein zweiter Grund besteht darin, dass es eine Untersuchung der politischen Determinanten der Akti-

enmarktentwicklung ermöglicht, der Frage nach der Bedeutung von Parteien für die Entwicklung der Wirtschaft nachzugehen. Drittens bietet eine Untersuchung von Aktienmarktreaktionen auf Politik die Chance, bedeutsame und bislang unbeachtete, politisch induzierte Umverteilungseffekte zu untersuchen. Diese drei Gründe werden im Folgenden näher erläutert.

1.1.1 Erklärungskraft etablierter politikwissenschaftlicher Theorien

Ein erster Grund für das Interesse am Zusammenhang zwischen politischen Ereignissen und Aktienmärkten ist die Möglichkeit, etablierte politikwissenschaftliche Theorien mit empirischer Evidenz zu konfrontieren. Wie King et al. (1994) unter Rückgriff auf die erkenntnistheoretischen Arbeiten von Karl R. Popper (1934) betonen, ist es für wissenschaftlichen Fortschritt besonders wichtig, dass möglichst viele empirisch beobachtbare Implikationen einer Theorie abgeleitet und empirisch überprüft werden. Denn je mehr Implikationen einer Theorie empirische Überprüfungen erfolgreich überstehen, desto höher die Erklärungskraft der Theorie und desto eher lässt sich das Vertrauen in ihren Wahrheitsgehalt rechtfertigen (King et al. 1994).⁶

Diese Arbeit leitet aus mehreren Theorien empirisch beobachtbare Implikationen ab. Das rationalistische Parteiendifferenzmodell („rational partisan model“, auch rationalistisches Parteimodell oder Parteilichkeitsmodell genannt) nach Alesina (1987; Alesina et al. 1997), räumliche Modelle legislativen Handelns (Krehbiel 1998, 1996; Tsebelis 1995, 2002) und Interessengruppenmodelle (Gordon/Hafer 2007; Gordon et al. 2007; Baldwin/Magee 2000; Austen-Smith 1995; Grossman/Helpman 1994; Snyder 1990; Baron 1989) dienen dazu, die Wirkung von Wahlen, Parteipolitik und institutionellen Politik-Konfigurationen auf den Aktienmarkt in Deutschland theoriegeleitet zu untersuchen. Die aus diesen theoretischen Gebilden ableitbaren, teilweise miteinander in Konkurrenz stehenden Hypothesen werden am Beispiel des Aktienmarktes in Deutschland einer empirischen Überprüfung unterzogen. Die Ergebnisse der Untersuchungen ermöglichen nicht nur unmittelbare Aussagen darüber, ob und wie bestimmte politische Faktoren die Börse beeinflussen. Allgemeiner betrachtet liefert diese Arbeit weitere empirische Evidenz für oder gegen jene Theorien, aus denen Hypothesen abgeleitet wurden. Hierdurch tragen die durchgeführten Untersuchungen Wissen um die Erklärungskraft und den Wahrheitsgehalt von in der Politikwissenschaft gängigen theoretischen Modellen bei.

⁶ Folgt man Karl R. Popper, so ist natürlich die Widerlegung einer Theorie insofern für den wissenschaftlichen Fortschritt um ein Vielfaches wertvoller, als diese einen unendlich viel höheren Informationsgehalt besitzt als eine Bestätigung. Siehe hierzu auch Lakatos 1965.

1.1.2 Politik und Aktienmärkte in der Demokratie: Spielen Parteien (noch) eine Rolle?

Ein Kernelement der normativen Demokratietheorie ist die Vorstellung, dass Bürger Einfluss darauf haben sollen, wie sich das Gemeinwohl entwickelt (Dahl 1989). In einer repräsentativen Demokratie sind es allen voran Wahlen, in deren Rahmen Bürger (wirtschafts-)politische Änderungen herbeiführen. Bei Wahlen sollen Bürger zwischen politischen Alternativen entscheiden und so ihren Vorstellungen von der „idealen Gesellschaft“ (Downs 1968: 93) Ausdruck verleihen. Aber nur wenn Parteien verschiedene Politiken anbieten, haben Bürger überhaupt eine Chance, zwischen Alternativen zu wählen und sich im politischen Prozess repräsentiert zu sehen. Die Existenz unterschiedlicher Parteipolitiken und die Unterschiedlichkeit der Regierungspolitiken gelten somit aus Sicht der normativen politischen Theorie als etwas besonders Erstrebenswertes (Pitkin 1967; Birch 1971).

In der Tat ist – unter der Annahme von Interessenheterogenität der Bürger – demokratische Repräsentation ja überhaupt nur dann möglich, wenn Parteien verschiedene Politiken anbieten. Wenn aber die politischen Auswahlentscheidungen der Wähler ohne Folge für die Wirtschaft bleiben, weil Parteien etwa die Wirtschaft genau gleich, d.h. überhaupt nicht unterschiedlich, beeinflussen, dann fällt es schwer von einer Selbstbestimmung der Bürger zu sprechen, die demokratischen Ansprüchen genügen könnte (Sattler et al. 2008; Freeman 2008; Ezrow 2007; Blais et al. 1993). Vor diesem Hintergrund erhält die Untersuchung des Einflusses von Parteipolitiken auf die Wirtschaft, für die Aktienmärkte heutzutage ein essentieller Bestandteil ist, als zentrales und inzwischen klassisches Forschungsfeld der politischen Ökonomie gesteigerte Bedeutung.

Douglas C. Hibbs (1977) argumentiert, dass die Ideologie einer Partei maßgeblich für ihre Wirtschaftspolitik ist, die wiederum die wirtschaftliche Entwicklung beeinflusst. Der Unterschied zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung, die vom Unterschied in der Parteizugehörigkeit der Regierung herrührt, ist der so genannte Parteeffekt. Eine notwendige Bedingung für die Existenz eines solchen Parteeffekts ist natürlich, dass Parteien in Regierungsverantwortung tatsächlich unterschiedliche Politiken verfolgen. Ist dies der Fall, sollte sich das parteipolitische Regierungsprofil insbesondere auf die Entwicklung des Aktienmarktes auswirken, auf dem sich wirtschaftspolitische Änderungen in Form von Wertänderungen der Aktien und folglich der Anlegerportfolios manifestieren. Allerdings ist die Vorstellung, dass Parteipolitiken und insbesondere die Politiken von Parteien in Regierungsverantwortung sich unterscheiden, alles andere als unumstritten. In einem weit beachteten Aufsatz fragen beispielsweise Blais et al. (1993): „Do parties make a difference?“ Die in dieser Frage zum Ausdruck

gebrachten Zweifel an der Unterschiedlichkeit der Parteipolitiken und somit der Existenz von Parteeffekten sind ganz besonders durch die vermuteten Folgen der Globalisierung genährt (Boix/Adserà 2002; Rodrik 1998).

Schon ein rein ökonomisch orientiertes Verständnis von Globalisierung kann mit entsprechenden Zahlen zum Wachstum des internationalen Handels, dem Anstieg der Direktinvestitionen, dem Bedeutungszuwachs multinationaler Konzerne, der Herausbildung von geographisch kaum mehr eindeutig lokalisierbaren Finanzmärkten und der Steigerung des Marktvolumens belegt werden (Beisheim/Walter 1999). Eine Behauptung in der Globalisierungsforschung lautet nun, dass sich die zunehmend globalisierte Wirtschaft dem Einfluss von nationaler Wirtschaftspolitik entzieht oder gar bereits entzogen hat (Kurzer 1993; Hirschman 1970) und dies Parteien wie auch Wähler zur Verfolgung marktfreundlicher Politiken zwingt (Sattler et al. 2008; Freeman 2008). Die weit verbreitete Auffassung hinsichtlich der Auswirkungen der Globalisierung auf die Demokratie fassen William Bernhard und David Leblang in ihrer Arbeit „Democratic Processes and Financial Markets: Pricing Politics“ wie folgt zusammen:

„The nature of capital markets threatens the quality of democracy by limiting the choices available to voters. Owners of mobile capital may react to ‚unfavorable‘ election outcomes by shifting their assets out of a market or even out of the country, punishing voters for choosing politicians unfriendly to their interests“ (Bernhard/Leblang 2006: 2).

Die zunehmende Unabhängigkeit der Kapitalanleger von nationalen Politiken führt demnach nicht nur zu einem Verlust an staatlicher Einwirkungsmöglichkeit auf die Finanzmärkte, sondern Bürger werden zunehmend dazu gedrängt, für Investoren vorteilhafte Politiken zu unterstützen, da Investitionen in Produktivkapital eine wichtige Finanzierungsquelle von Unternehmen darstellt. Dies wiederum zwingt Parteien dazu, ihre Politiken anzugleichen. Wenn diese Vermutung zutrifft, sollten Parteien dieselben Politiken anbieten. Da es keinen Unterschied mehr macht, wen die Bürger wählen, sollte natürlich auch die Wirtschaft nicht vom parteipolitischen Regierungsprofil beeinflusst werden. Regierungswechsel wären nur rein formelle Akte, ohne dass hiermit wirtschaftliche Veränderungen einhergingen.

Wenn ein Bereich der Wirtschaft sich in besonderen Maße durch hohe Kapitalmobilität auszeichnet, dann der Aktienmarkt. Die Kosten, sein Kapital renditeschädlichen Politiken zu entziehen, sind in keinem anderen Bereich der Wirtschaft so gering. Insofern ist es besonders interessant, ob Politik für die Entwicklung der Börse und den dort notierten Unternehmen eine Rolle spielt. Folgt man nämlich den skeptischen Tönen der Literatur, ist die Überprüfung des Einflusses von Politik auf die Aktienmarktentwicklung als ein besonders strenger Test zu

betrachten. Denn es ist besonders wahrscheinlich, dass gerade hier Parteien eben keinen Unterschied mehr machen. Diese Vermutung von der Machtlosigkeit der Politik heißt für diese Arbeit konkret: Vor Wahlen sollten Erwartungen hinsichtlich des parteipolitischen Regierungsprofils keine Rolle spielen; die erwartete Knappheit des Wahlausgangs dürfte die Aktienrendite bzw. deren Volatilität nicht beeinflussen; Koalitionsbildungsphasen dürften das systematische Kapitalmarktrisiko nicht erhöhen; gegensätzliche Mehrheitsverhältnisse in Bundestag und Bundesrat sollten ohne Folge für die Börsenperformance sein. Sollten diese Nullhypothesen von der Empirie jedoch widerlegt werden, dann wäre es zu früh, die Ohnmacht der Politik angesichts globalisierter Aktienmärkte zu konstatieren. Wie die Ergebnisse der folgenden Kapitel zeigen, ist dies in der Tat der Fall.

1.1.3 Aktienmarktreaktionen als Maß für politisch induzierte Umverteilung

Ein weiterer Motivationsgrund für die Beschäftigung mit den politischen Determinanten der Aktienmarktentwicklung in Deutschland ergibt sich aus der Chance, Umverteilungswirkungen von Politik zu untersuchen. Denn Politik kreierte auf dem Aktienmarkt Gewinner und Verlierer. Die Erkenntnis, dass Börsenreaktionen auf (Partei-)Politik für im Aggregat immense Umverteilungen von Reichtum stehen, führt unmittelbar zu der Feststellung, dass das Thema dieser Arbeit den zentralen Untersuchungsgegenstand der Politikwissenschaft betrifft, nämlich der wissenschaftlichen Beschäftigung mit der Frage nach dem „who gets what, when, how“ (Lasswell 1950).⁷ Um die Verwendung von Aktienmarktreaktionen auf Politik als Umverteilungsindikator zu begründen, wird im Folgenden in drei Schritten vorgegangen. Zunächst wird erläutert, warum Aktienkurse als Wertindikator verwendet werden können. Im zweiten und dritten Schritt wird jeweils auf die Akteure (Unternehmen und Bürger) eingegangen, die von Aktienmarktreaktionen auf Politik monetär unmittelbar oder mittelbar betroffen sind.

1.1.3.1 Die Messung von politischer Umverteilung durch den Markt

Die Rolle des Marktpreises als Information über den Wert des gehandelten Gutes wurde vor allem von Friedrich August von Hayek herausgearbeitet (Hayek 1985, 1945). In seinen Studien zur Diskussion der Vor- und Nachteile einer marktlichen gegenüber einer planwirtschaftlichen Ressourcenallokation betont er die Überlegenheit von Märkten bei der Verarbeitung von preisrelevanten Informationen. Auch wenn auf Märkten lediglich Individuen agieren, stellt er fest:

⁷ Sie erklärt auch den Titel der Arbeit von William Bernhard und David Leblang („Democratic Processes and Financial Markets: Pricing Politics“).

„The whole acts as one market, not because any of its members survey the whole field, but because their limited individual fields of vision sufficiently overlap so that through many intermediaries the relevant information is communicated to all. The mere fact that there is one price for any commodity – or rather that local prices are connected in a manner determined by the cost of transport, etc. – brings about the solution which (it is just conceptually possible) might have been arrived at by one single mind possessing all the information which is in fact dispersed among all the people involved in the process“ (Hayek 1945: 526).

Die Überlegenheit der Märkte bei der Verarbeitung von Informationen hat in Verbindung mit dem zukunftsgerichteten Handeln der Individuen unter anderem zu der Vermutung geführt, dass Märkte die Zukunft besser vorherzusagen vermögen als Experten (so genannte Hayek-Hypothese). Diese Vermutung wurde inzwischen auch in der Politikwissenschaft empirisch mit Hilfe von so genannten Wahlbörsen überprüft. Hier können Aktien der Parteien bzw. Kandidaten gehandelt werden, wobei der zu erzielende Gewinn davon abhängt, ob man in die Aktien des Wahlsiegers investiert hat. Der mit finanziellem Einsatz verbundene Handel stiftet einen starken Anreiz, alle verfügbaren Informationen bei der Erwartungsbildung zu berücksichtigen, um den Wahlausgang so gut wie möglich vorherzusagen. Diese Wahlbörsen (in Deutschland die so genannte Wahl\$street) können die Wahlergebnisse meist besser prognostizieren als Umfrageinstitute (Schaffer/Schneider 2005; Wolfers/Zitzewitz 2004; Bohm 1999). Berg et al. (2008) zeigen beispielsweise, dass „Prediction Markets“ das Ergebnis der US-Wahlen zwischen 1988 und 2004 in 74 Prozent aller Fälle genauer vorhersagten als die Umfrageinstitute.

Bezogen auf Finanzmärkte hat insbesondere Eugene F. Fama (1970) die Informationsverarbeitung des Marktes thematisiert. Vor dem Hintergrund des starken finanziellen Anreizes, der für Investoren auf Finanzmärkten besteht, argumentiert er, dass Finanzmarktakteure sich kalkulierend-rational verhalten und somit Informationen, die den Wert einer Anlage beeinflussen, im Aggregat unverzerrt in deren Bewertung eingehen. Der Preis einer Aktie reflektiert dann im Gleichgewicht ihren tatsächlichen, intrinsischen Wert. Im Unterschied dazu argumentieren Vertreter der behavioralistischen Finanzmarkttheorie, dass diese Vorstellung effizienter Märkte, die eben auch den Wert von politisch induzierten Änderungen in ihren Preisreaktionen reflektieren würden, der Realität nicht gerecht würde. Auf diesen Einwand wird in Kapitel 2 näher eingegangen. An dieser Stelle soll lediglich darauf hingewiesen werden, dass selbst systematisch „falsche“ Marktreaktionen auf (politische) Informationen, etwa das Bekanntwerden einer Änderung in der erwarteten Parteizugehörigkeit der Regierung, immer noch die – wenn auch verzerrt wahrgenommenen – Verteilungskonsequenzen reflektieren würden.

Inwiefern kann nun im Falle von Aktienmarktreaktionen auf Politik von Umverteilungswirkungen gesprochen werden? Um diese Frage zu beantworten, muss man sich vergegenwärtigen, dass Aktienmarkteffekte (partei-)politischer Faktoren monetär betroffene Akteure schaffen. Von Börsenreaktionen sind Investoren, zu denen mehr und mehr auch private Haushalte gehören, wie auch Unternehmen (und deren Beschäftigte) unmittelbar betroffen. Mittelbar ist die Aktienmarktentwicklung eines Landes jedoch ebenfalls entscheidend für die Entwicklung des ökonomischen Wachstums (Kamara 1997) und den Wohlstand (Levine/Zervos 1998; Demirgüç-Kunt/Levine 1996),

Bevor auf die unmittelbaren Wirkungen politisch induzierter Aktienmarktreaktionen als Indikatoren redistributiver Politik näher eingegangen wird, sind diese Wirkungen als *kurzfristige* Effekte zu qualifizieren. Bemerkenswerterweise scheinen solche kurzfristigen Wirkungen heutzutage wichtiger denn je. Bereits ein Blick in das politische Tagesgeschäft macht deutlich, dass Politik mit einer deutlich höheren „natürlichen“ Frequenz abläuft als die bislang in der klassischen polit-ökonomischen Forschung zur Anwendung gelangenden Jahresdaten unterstellen. Die Geschwindigkeit, mit der Politik betrieben wird, kommt prägnant in einem Ausspruch des britischen Premierministers Harold Wilson (1916-1995) zum Ausdruck. Dieser stellte schon vor mehr als drei Dekaden fest: „A week is a long time in politics“. Um einen Eindruck von den hochfrequenten Effekten von Politik zu erhalten, sind jährliche Haushalts-, Ungleichheits- oder Wirtschaftsdaten ungeeignet. Stattdessen bietet sich die Verwendung von Aktienmarktreaktionen auf Politik als Indikator an.

Wer die Wirkung von Politik auf die Wirtschaft genauer untersuchen und dabei einer plausiblen mikrotheoretischen Fundierung gerecht werden will, der muss zwangsläufig hochfrequente Daten analysieren. Beispielsweise impliziert die Theorie rationaler Erwartungsbildung (Lucas 1976), dass Individuen Änderungen in der Eintrittswahrscheinlichkeit von politischen Ereignissen gegenüber responsiv sind und ihr Verhalten dementsprechend ändern (Antizipationseffekte). Wer sich im Vorfeld der Bundestagswahl zwischen verschiedenen Aktieninvestitionen entscheiden muss, der wird vermutlich eher in Aktien von Unternehmen investieren, die von dem *erwarteten* Wahlsieger mit einer gewinnzutraglichen Politik rechnen können. Diese Siegeswahrscheinlichkeit einer Partei ändert sich aber eben nicht quartalsweise oder gar jährlich. Mit jeder Änderung der Umfragewerte, mit jedem Tag, den der Wahltermin näher rückt, ändert sich auch die Wahrscheinlichkeit eines Wahlsieges. Die hohe Beobachtungsfrequenz von Aktienmarktdaten ist somit ein beachtlicher Vorteil, weil eben auch kurzfristige Reaktionen auf Politik, wie etwa die Änderung der erwarteten Parteizugehörigkeit der Regierung, erfasst werden können. Aggregation der Daten auf ein höheres Niveau würde diese Effekte im Mittelwert untergehen lassen.

1.1.3.2 Die Messung von redistributiven Effekten der Politik: Politik und der bürgerliche Geldbeutel

Die Frage nach den Verteilungswirkungen von Politik auf den Reichtum von Bürgern, dem „who gets what, when, how“ (Lasswell 1950), trifft den Nukleus politikwissenschaftlicher Forschung. Jedoch ist die hier beabsichtigte Untersuchung von anderen politikwissenschaftlichen Umverteilungsstudien abzugrenzen, die etwa Daten zu ökonomischer Ungleichheit (Moene/Wallerstein 2003; Minnich 2003) oder Informationen über die Aufteilung des staatlichen Haushalts auf einzelne Ressortpositionen (König/Tröger 2006; Bräuninger 2005) verwenden. Ein weiterer Versuch, die Umverteilungswirkungen von Politik zu untersuchen, besteht darin, die Wirkung von Politik auf die individuelle Einkommensverteilung direkt zu schätzen (Iversen/Soskice 2006; Sierminska et al. 2007). Hierfür werden Mikrodaten der Luxembourg Income Study verwendet, die individuelle Einkommensdaten aus mehreren Ländern über die Zeit erfasst. Allerdings haben diese Anstrengungen mit sehr begrenzter Datenverfügbarkeit zu kämpfen. Abgesehen von Klassifikationsdebatten existieren oftmals nicht mehr als 50 Beobachtungen, das teilweise auf Fünf-Jahres-Daten beschränkte, hohe Aggregationsniveau verhindert die Aufdeckung von kurzfristigeren Verteilungswirkungen von Politik und schließlich erfassen Einkommensdaten ebenfalls nur eine Dimension möglicher Umverteilung.

Aktienmarktreaktionen auf Politik betreffen längst nicht mehr nur einige wenige Millionäre, die ihr Geld in Aktien investieren. Im Zeitraum von 1983 bis 1993 ist der relative Anteil von Aktienfonds am Geldvermögen privater Haushalte um mehr als das vierfache angestiegen.⁸ Allein im Jahr 2003 legten die Bundesbürger etwa 23 Prozent ihres ersparten Einkommens direkt in Aktien an.⁹ Wer zum Beispiel in Aktien investiert hat, die durch parteipolitische Entscheidungen der Regierung an Wert gewinnen, der profitiert von Politik. Dieser Gruppe stehen jene gegenüber, deren Aktien an Wert verlieren, weil die Regierung eine Politik verfolgt, die den Unternehmen schadet, an denen man in Form von Aktien beteiligt ist. Eine Untersuchung der Aktienmarktreaktionen auf Politik verspricht also zunächst einmal unmittelbar Aufschluss über eine zunehmend bedeutsamere Form von Umverteilung.

⁸ Deutsches Aktieninstitut e.V., http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_statistiken.htm; 09.04.2007. Aller Voraussicht nach wird die Bedeutung von Aktien als Kapitalanlage für Bürger als Folge des demographischen Wandels weiter wachsen (Fehr/Jokisch 2006).

⁹ Bundeszentrale für politische Bildung, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/WebMaskenformeln/41256A99002BDD554125699D004249B3/\\$FILE/Fb_08_4.pdf?openElement](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/WebMaskenformeln/41256A99002BDD554125699D004249B3/$FILE/Fb_08_4.pdf?openElement); 04.07.2006.

1.1.3.3 Die Bedeutung der Börsenentwicklung für Wirtschaftsbranchen und Arbeitsplätze: Rendite auf das parteipolitische Regierungsprofil?

Die umfangreiche Literatur zum Einfluss von Interessengruppen auf die von Kandidaten und Parteien vertretenen Politiken legt nahe, dass ein Großteil der redistributiven Effekte von Politik nicht über die Allokation von Haushaltsgeldern oder Wohlfahrtsprogrammen, sondern durch steuer- handels- und industriepolitische Maßnahmen herbeigeführt werden. Beispielsweise argumentiert Baron (1989), dass Politiker vor Wahlen gegenüber jenen Interessengruppen glaubhafte Versprechen für Dienstleistungen (z.B. das Einsetzen für gewünschte Politiken oder Einflussnahme auf Verwaltungsentscheidungen) abgeben, die sie während des Wahlkampfes unterstützen (siehe auch Austen-Smith 1995). Grossman/Helpman (2001, 1994) betrachten etwa sektorspezifische Außenhandelspolitik als Möglichkeit, bestimmten Wirtschaftsakteuren „politische“ Renditen zu verschaffen. Um der Frage nachzugehen, ob klientelistische Politik die Profitabilität von einzelnen Unternehmen oder ganzen Wirtschaftszweigen beeinflusst und so zwischen Sektoren, deren Beschäftigten und beteiligten Investoren umverteilt, sind die in der Forschung bislang zur Anwendung gelangenden Daten offensichtlich ungeeignet. Für die Messung solcher redistributiver Effekte von Politik bedarf es eines innovativen Instruments. Dabei ist wichtig, dass alle (politischen) Informationen, die Aufschluss über die zukünftige Performanz von Unternehmen bzw. Sektoren geben, verarbeitet und von diesem Maß reflektiert werden. Wie weiter oben erläutert, sind insbesondere die von Märkten generierten Preisdaten als Grundlage für ein solches Maß geeignet.

Politik ändert die Restriktionen für Unternehmen und Branchen auf der Angebots- wie auch der Nachfrageseite. Es ist somit Politik, die eine Umverteilung ökonomischer Chancen hervorrufen kann. Diese Veränderungen haben unmittelbare Konsequenzen für die zu erwartende Unternehmensrendite und damit den Wert eines Unternehmens (Drukarczyk 2003). Eine Verringerung des Aktienkurses bedeutet nicht nur, dass die Eigentümer des Unternehmens, also die Aktionäre, einen Kapitalverlust und damit eine Verringerung ihres Reichtums erleiden, sondern auch, dass es für das jeweilige Unternehmen schwieriger wird, Eigenkapital durch Aktien-Neuemission zu beschaffen (Howells/Bain 1998). Unternehmen, deren Erfolgsaussichten sich etwa aufgrund widriger politischer Rahmenbedingungen verschlechtern, wird es in der Folge schwer fallen, Wachstum zu finanzieren. Es drohen Arbeitsplatzabbau und im schlimmsten Fall sogar die Insolvenz. Dem stehen wiederum jene Unternehmen und Sektoren gegenüber, die vom parteipolitischen Regierungsprofil profitieren. Diese generieren nicht nur höhere Gewinne, die den Aktionären zugute kommen, sondern verfügen damit auch über Kapital, um zu expandieren und neue Arbeitsplätze zu schaffen.