

Wirtschaft im Wandel

3/2018

31. Juli 2018, 24. Jahrgang



Sabrina Jeworrek **s. 37**

Indirekte Effekte von als unfair wahrgenommenem Arbeitgeberverhalten auf die Produktivität von Beschäftigten

Reint E. Gropp **s. 35**
Kommentar: 30 Jahre DAX

Stefano Colonnello, Talina Sondershaus **s. 40**
Moral und Aktienerrträge: Die Rolle von Dividenden und ethischen Bedenken bei der Bewertung von „Sin Stocks“

Inhaltsverzeichnis

- 35** Kommentar: 30 Jahre DAX
 Reint E. Gropp

- 37** Indirekte Effekte von als unfair wahrgenommenem Arbeitgeberverhalten auf
 die Produktivität von Beschäftigten
 Sabrina Jeworrek

- 40** Moral und Aktienerträge: Die Rolle von Dividenden und ethischen Bedenken
 bei der Bewertung von „Sin Stocks“
 Stefano Colonnello, Talina Sondershaus

- 44** Meldungen

- 45** Veranstaltungen

- 46** Publikationen

- 47** Diskussionspapiere

- 47** Pressemitteilungen

- 48** Das IWH in den Medien

- 48** Personalien

30 Jahre DAX

Reint E. Gropp, Präsident des Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung Halle



Gerade ist der Deutsche Aktienindex DAX 30 Jahre alt geworden, und es gibt viel zu feiern. Preisbereinigt hätte ein Investment von 1 000 Euro, angelegt am DAX-Eröffnungstag 1. Juli 1988, heute einen Wert von über 6 000 Euro, hätte sich also versechsfacht! Damit illustriert die Entwicklung des Index drei einfache Finanzweisheiten:

1. Kumulierende Renditen: Wer aus seinem Geld mehr machen will, sollte Aktien kaufen und halten.
2. Diversifizierung: Viele verschiedene Aktien kaufen – oder noch besser einen Aktienfonds, der den Markt abbildet.
3. Kaufen und halten: Bei Kursverlusten nicht in Panik geraten und nicht versuchen, den besten Zeitpunkt für den Kauf oder Verkauf vorherzusehen.

Finanzökonomern können sich selten auf irgendetwas einigen. Fragt man aber einen Finanzforscher, wie man investieren soll, dann erhält man immer denselben Rat: Investieren Sie in Aktien. Und zwar in viele Aktien

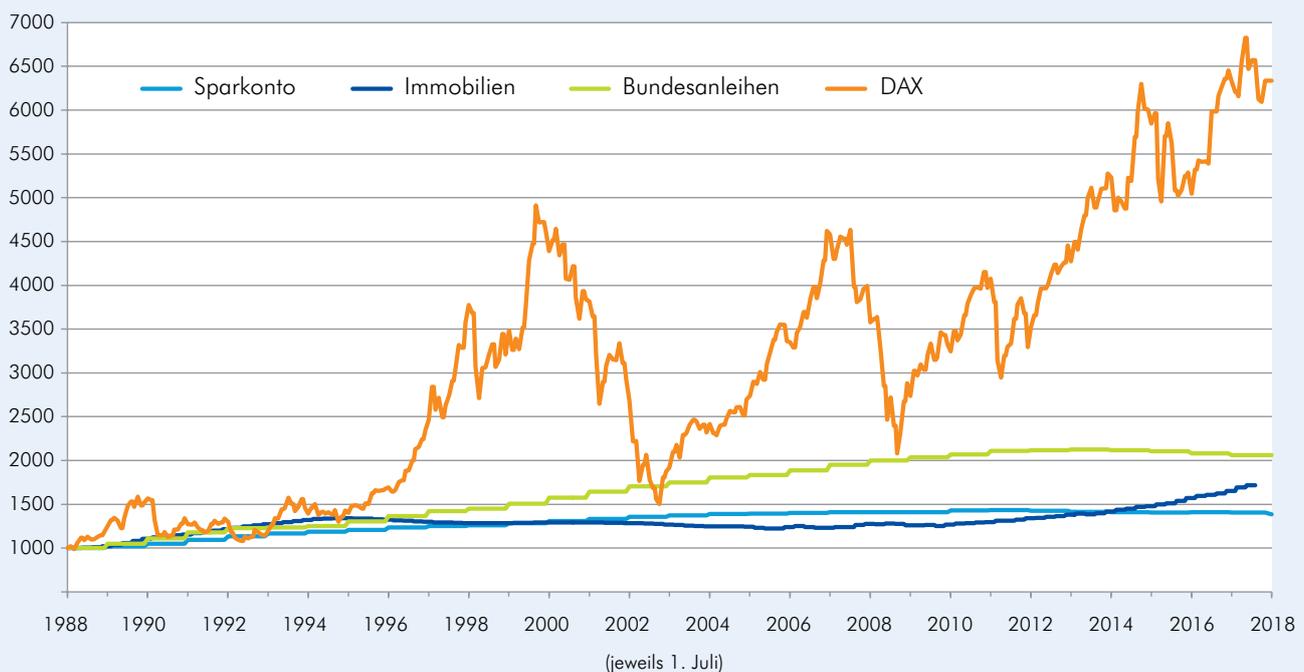
aus verschiedenen Sektoren und/oder sogar Ländern. Dieser Appell steht ganz im Gegensatz zur weitverbreiteten Meinung, Aktien seien riskant und man solle mit den eigenen Ersparnissen besser keine Risiken eingehen. Diese Angst vor dem Risiko spiegelt sich im Sparverhalten der Deutschen wider. Nach Angaben des Deutschen Aktieninstituts besitzen weniger als 16% der Bevölkerung überhaupt Aktien.

Es stimmt zwar, dass der Erwerb von Aktien einzelner Unternehmen eine riskante Anlagestrategie ist. Doch kann man dieses Risiko leicht verringern, indem man sich für Diversifizierung entscheidet. Diversifizierung bedeutet hier: Je mehr Aktien man in einem bestimmten Bündel von Aktien erwirbt, desto geringer ist das mit der einzelnen Aktie verbundene Risiko im Gesamtportfolio. Tatsächlich schlagen geschickt diversifizierte Aktienbestände fast immer alle anderen Anlageklassen, wenn man Anlagezeiträume von zehn oder mehr Jahren betrachtet.

Abbildung 1

Wertentwicklung verschiedener Anlageformen seit der Einführung des DAX

Wert einer Anfangsinvestition von 1000 Euro am 1. Juli 1988 (inflationsbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters (DAX, Bundesanleihen); Weltbank und Bundesbank (Spareinlagen); Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Hauspreisindex); Federal Reserve Bank of St. Louis (Inflation); Berechnungen des IWH.

Aktienindizes auf Marktniveau boten historisch eine durchschnittliche inflationsbereinigte Rendite von 6% jährlich. Das bedeutet eine reale Verdoppelung der Ursprungsanlage in weniger als zwölf Jahren. Die Geschichte des DAX veranschaulicht sowohl das Konzept der Diversifizierung als auch das der langfristigen Anlage. Abbildung 1 zeigt, dass der DAX langfristig alle anderen Anlage- und Sparoptionen übertroffen hat, die bei deutschen Haushalten üblich sind. Dazu gehören Bundesanleihen, Wohnimmobilien und Sparkonten. Zur Erinnerung: Ein Investment am Eröffnungstag des DAX von 1 000 wäre heute über 6 000 Euro wert. Bei einer Kapitalanlage in deutschen Bundesanleihen hätte man im selben Zeitraum den realen Wert der Anlage im Durchschnitt lediglich verdoppelt. Die bei deutschen Sparern beliebteste Anlagestrategie ist zugleich die schlechteste: 1 000 Euro auf einem Sparkonto würden über den Zeitraum von 30 Jahren real um weniger als 500 Euro angewachsen sein.

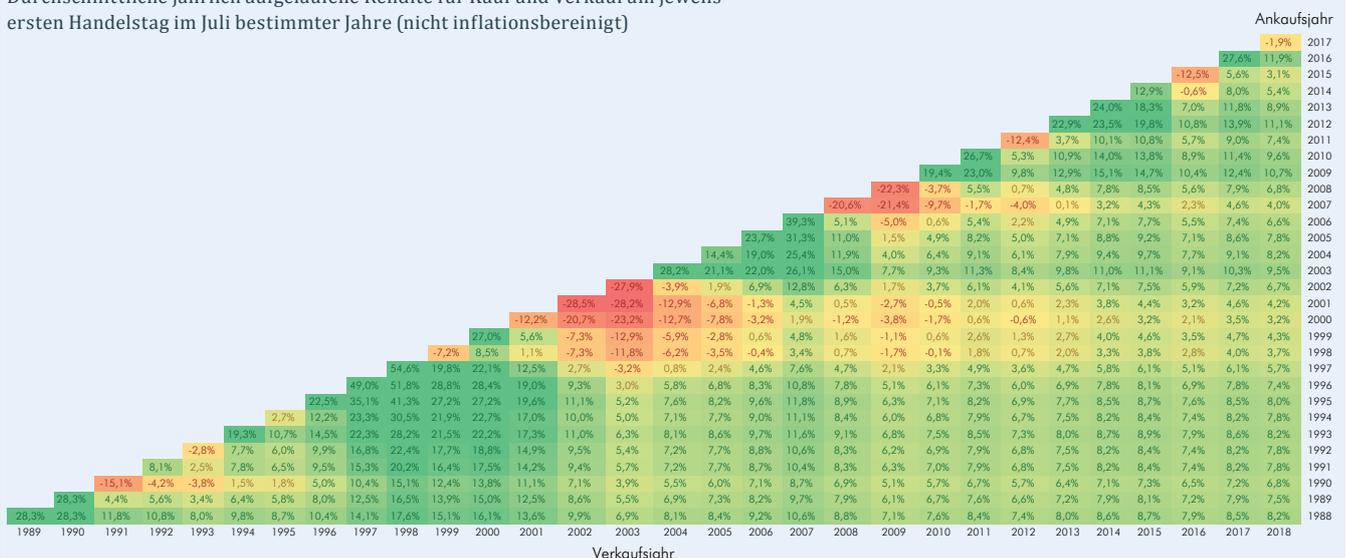
Abbildung 1 zeigt außerdem, dass es wichtig ist, die Ersparnisse über lange Zeiträume am Aktienmarkt zu belassen und nicht während konjunktureller Abschwünge auszustiegen. Diesen Rat unterstreicht Abbildung 2, aus der die jährliche Rendite des DAX über eine Reihe von Haltezeiträumen ersichtlich ist. Jede Zelle entspricht bestimmten Kauf- und Verkaufsdaten des DAX, wobei die Zahl unten rechts der durchschnittlichen Jahresrendite entspricht, die aufgelaufen wäre, wenn man den DAX am 1. Juli 1988 gekauft und am 1. Juli 2018 verkauft hätte.

Man sieht, dass das Risiko mit der Dauer des Haltezeitraums abnimmt. Haltezeiträume von mehr als 20 Jahren haben durchweg positive durchschnittliche jährliche Wertentwicklungen im Bereich von 7% bis 9% ohne Inflationsbereinigung erbracht. Nahezu alle Verluste traten ein, wenn jemand DAX-Aktien innerhalb weniger Jahre nach der Anlage verkauft hat.

Kurz gesagt: Viele deutsche Haushalte würden, gerade im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld, stark davon profitieren, wenn sie mehr von ihren Ersparnissen in Aktien und im DAX anlegen würden. Der Ruf der Aktie als hochriskante Anlageform ist irreführend. Folgt man den Prinzipien der Diversifizierung und langen Haltezeiträumen, dann liefern Aktien stetig Renditen, die über jene von anderen üblichen Anlagestrategien deutlich hinausgehen. 

Abbildung 2
Jährliche Renditen des DAX für unterschiedliche Anlagezeiträume

Durchschnittliche jährlich aufgelaufene Rendite für Kauf und Verkauf am jeweils ersten Handelstag im Juli bestimmter Jahre (nicht inflationsbereinigt)



Quellen: Thomson Reuters; Berechnungen des IWH.

Indirekte Effekte von als unfair wahrgenommenem Arbeitgeberverhalten auf die Produktivität von Beschäftigten

Sabrina Jeworrek

Jede Organisation, die darüber nachdenkt zu restrukturieren, Löhne zu kürzen oder Angestellte zu entlassen, sollte auch über mögliche Reaktionen der persönlich nicht betroffenen Arbeitnehmer nachdenken. Dieser Beitrag präsentiert Ergebnisse eines Feldexperiments. Es offenbart, dass die als unfair wahrgenommene Handlung des Arbeitgebers – in diesem Fall die Entlassung von Arbeitskollegen – die anschließende Produktivität der nicht direkt betroffenen Arbeitskräfte mindert. Als Teil des Experiments antizipierten erfahrene Personalmanager zwar im Durchschnitt erfolgreich die Konsequenzen unfairen Arbeitgeberverhaltens auf nicht betroffene Arbeitnehmer, einzeln lagen sie jedoch oft daneben.

JEL-Klassifikation: C93, J50, J63

Schlagwörter: Fairness, Entlassungen, Human Resources, Feldexperiment

Gutes Management ist wichtig für den Erfolg und die Profitabilität von Unternehmen: Schon einfache Grundprinzipien wie regelmäßige Wartungsarbeiten, Optimierung des Inventars oder Erfassung von Qualitätsproblemen steigern die Unternehmensproduktivität beachtlich.¹ Häufig beziehen sich derartige Prinzipien auf die Struktur des Unternehmens, insbesondere auf die Arbeitsabläufe innerhalb des Unternehmens und deren Kontrolle. Aber auch die Beziehung zwischen Vorgesetzten und Angestellten ist wichtig. Diese wird nicht nur durch monetäre Anreize wie etwa den Lohn bestimmt, sondern auch dadurch, ob sich ein Arbeitnehmer fair behandelt fühlt.²

Haben Angestellte den Eindruck, von ihrem Arbeitgeber unfair behandelt zu werden, kann das ihre Arbeitsleistung erheblich mindern. So zeigt beispielsweise eine Studie, dass der Konflikt zwischen dem Baumaschinenhersteller *Caterpillar* und der Belegschaft in den 1990er Jahren zu einer verringerten Qualität der Produkte führte.³ Nicht geklärt ist bisher aber, ob die Angestellten auf das Verhalten des Arbeitgebers nur dann negativ reagieren, wenn sie direkt betroffen sind (etwa durch Lohnkürzungen oder Umstrukturierungen), oder auch dann, wenn sie indirekt betroffen sind – also die Kolleginnen und Kollegen

solch ungeliebte Maßnahmen erleiden, sie selbst aber nicht. Für Unternehmen, die über Umstrukturierungen oder Kündigungen nachdenken, ist diese Unterscheidung durchaus wichtig.

Willkürliche Entlassungen

In der diesem Beitrag zugrunde liegenden neuen Studie⁴ wurde ein Feldexperiment durchgeführt, um eben jene indirekten Effekte von als unfair wahrgenommenem Arbeitgeberverhalten zu messen. Zur Durchführung einer landesweiten Telefonumfrage wurden Teile eines Callcenters angemietet und 195 Personen angeworben, die in jeweils zwei Einsätzen Interviews durchführen sollten. Die Arbeitsbedingungen waren insgesamt vertrauensbasiert und sehr arbeitnehmerfreundlich: Der Stundenlohn war nicht nur großzügig bemessen,⁵ die Arbeitnehmer konnten über ihre Arbeitszeit auch eigenständig verfügen, also jederzeit Pausen einlegen oder gar vor Ablauf der vereinbarten Zeit die Arbeit beenden. Zur exakten Messung der Produktivität während einer Schicht konnte anhand der Telefondaten neben der reinen Anzahl an Anrufen auch die Zeit erfasst und analysiert werden, die die Arbeitnehmer am Telefon verbrachten. Da die Produktivität der

1 Vgl. Bloom, N.; Eifert, B.; Mahajan, A.; McKenzie, D.; Roberts, J.: Does Management Matter? Evidence from India, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 128 (1), 2013, 1-51.

2 Vgl. Akerlof, G.: Labor Contracts as Partial Gift Exchange, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 97 (4), 1982, 543-569.

3 Vgl. Mas, A.: Labour Unrest and the Quality of Production: Evidence from the Construction Equipment Resale Market, in: *Review of Economic Studies*, Vol. 75 (1), 2008, 229-258.

4 Heinz, M.; Jeworrek, S.; Mertins, V.; Schumacher, H.; Sutter, M.: Measuring Indirect Effects of Unfair Employer Behavior on Worker Productivity – A Field Experiment. *IWH-Diskussionspapiere* 26/2017, Halle (Saale) 2017.

5 In einer nach Abschluss der Telefonumfrage durchgeführten Befragung der Interviewer gaben diese auf einer Skala von null (überhaupt nicht zufrieden) bis zehn (voll und ganz zufrieden) im Durchschnitt eine Zufriedenheit mit dem gezahlten Lohn von 9,1 an.

Arbeitnehmer in einem weitgehend natürlichen Umfeld ohne verzerrende Einflüsse beobachtet werden sollte, wurden sie über die im Hintergrund laufende Studie erst nach Beendigung der Umfrage aufgeklärt.

Um den indirekten Effekt unfairen Verhaltens isolieren zu können, wurden die Beschäftigten vor Beginn ihrer ersten Schicht per Zufall in eine von drei Gruppen eingeteilt:

- In der „No-Layoff“-Gruppe blieb das Personal in der zweiten Schicht unverändert.
- In der „Quasi-Layoff“-Gruppe wurde das Personal für die zweite Schicht um 20% reduziert. Den Verbliebenen wurde lediglich mitgeteilt, dass für die zweite Schicht schlicht weniger Personal anwesend sein würde.
- In der „Layoff“-Gruppe wurde das Personal ebenfalls um 20% reduziert und die Kündigung an die verbliebenen Beschäftigten kommuniziert: „Wir haben uns dazu entschieden, einige Ihrer Kolleginnen und Kollegen zu entlassen. So können wir unsere Kosten senken. Die Auswahl erfolgte zufällig.“

Um die Erwartungen des verbliebenen Personals in der zweiten Schicht unverändert zu halten, wurde mehrmals klargestellt (auch schon bei der Einstellung), dass es sich um ein einmaliges Engagement handelte, also in Zukunft keine weiteren Jobs in diesem Unternehmen zu erwarten wären. Zudem wurde der Lohn bereits zu Beginn einer jeden Schicht ausgezahlt, sodass sich alle Angestellten ihres Lohns sicher sein konnten. Insbesondere die Mitglieder der Layoff-Gruppe wussten also bereits zu Beginn ihrer zweiten Schicht, dass die Entlassung ihrer Kolleginnen und Kollegen für sie keine Konsequenzen haben würde.

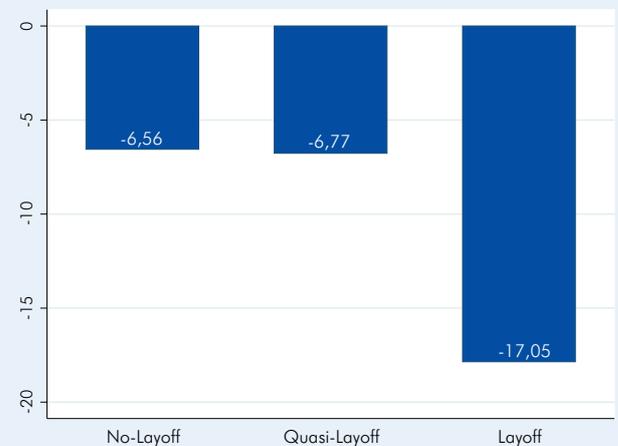
Der Effekt der Entlassungen auf die verbliebenen Arbeitnehmer

Zwar sank die Produktivität aller Arbeitnehmer in der zweiten Schicht im Vergleich zur ersten. Es stellte sich aber heraus, dass die Arbeitsleistung der verbliebenen Interviewer in der Layoff-Gruppe wesentlich stärker zurückging.

Die Nachricht von der Entlassung ihrer Kollegen – die sie in der Regel aufgrund der kurzfristigen Natur des Jobs und der Tatsache, dass maximal fünf Personen gleichzeitig in einer Schicht arbeiteten, nicht einmal kannten –⁶ führte dazu, dass die Produktivität um ca. 12% niedriger war als in den anderen beiden Gruppen

⁶ Nur 41,5% aller Teilnehmenden konnten in der Anschlussbefragung den Namen eines anderen Interviewers nennen, und in 87,8% dieser Fälle war es der Name eines Interviewers aus derselben Schicht.

Abbildung 1
Produktivitätsveränderungen zwischen der ersten und der zweiten Schicht in den drei Experimentalgruppen
Anzahl der Anrufe (durchschnittliche Differenz zwischen Schicht 1 und 2)



Quelle: Heinz et al. (2017), vgl. Fußnote 4.

(vgl. Abbildung 1). Die Arbeitnehmer der Layoff-Gruppe begannen ihre zweite Schicht erst einmal mit einer „Pause“ von durchschnittlich ca. acht Minuten und verließen ihren Arbeitsplatz dann auch ca. zwölf Minuten früher als die Teilnehmer der beiden anderen Gruppen. Die Nachricht von der Entlassung verminderte außerdem die Qualität des Outputs gemessen an der Quote durchgeführter Interviews: Nur 15,3% aller beantworteten Anrufe in der Layoff-Gruppe wurden mit einem Interview beendet, in der Quasi-Layoff-Gruppe waren es dagegen 20,4%.

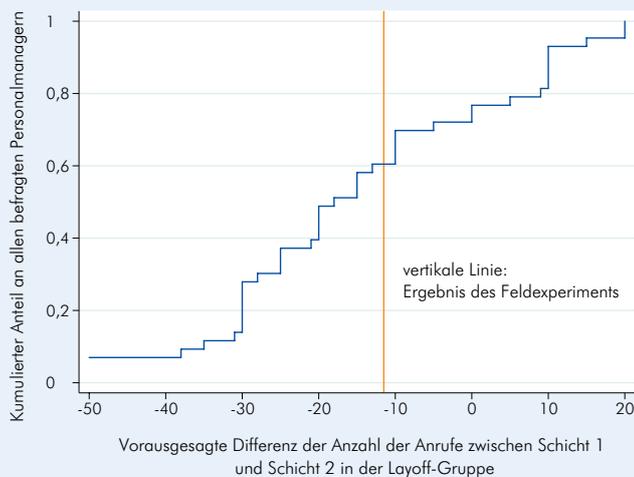
Im Vergleich dazu waren zwischen den Gruppen „No-Layoff“ und „Quasi-Layoff“ keine signifikanten Leistungsunterschiede festzustellen. Die Reduzierung des Personals per se hatte also keinen Effekt auf die Produktivität. Weitere Überprüfungen der Robustheit der Ergebnisse zeigten, dass die Unterschiede sich nicht durch Wahrnehmungsänderungen bezüglich der Bedeutung der Arbeit oder der Kompetenz des Managements erklären ließen.

Nach dem Feldexperiment wurden die Probanden erneut kontaktiert und bezüglich ihrer Erfahrungen im Callcenter befragt. Insgesamt zeigten sich alle Befragten sowohl mit ihrem Lohn als auch mit der Atmosphäre im Callcenter und dem Verhalten des Managements ihnen gegenüber zufrieden. Die verbliebenen Interviewer der Layoff-Gruppe waren allerdings im Vergleich zu den Teilnehmern der anderen beiden Gruppen signifikant weniger zufrieden mit dem Verhalten des Managements ihren Kolleginnen und Kollegen gegenüber. Diese Gruppe wurde außerdem

gefragt, welche Teile der Benachrichtigung über die Entlassungen sie als unsozial empfunden hatten. Ihren Antworten zufolge sahen sie die Kündigung an sich und die willkürliche Auswahl der zu entlassenden Personen als besonders unfair an.

Um die Interpretation der Daten abzusichern, wurde zusätzlich ein Vorhersage-Experiment mit 43 Personalverantwortlichen mittelständischer und großer deutscher Unternehmen durchgeführt (83% der Teilnehmer arbeiten in Firmen mit mehr als 500 Mitarbeitern), die im Durchschnitt über acht Jahre Berufserfahrung verfügten. Nachdem ihnen der Aufbau des Callcenter-Experiments und die unterschiedliche Behandlung der drei Gruppen erläutert worden waren, wurden die Personalmanager gebeten, die Leistungsänderungen zwischen der ersten und der zweiten Schicht einzuschätzen.

Abbildung 2
Kumulative Verteilungsfunktion der geschätzten Effekte durch die Personalmanager



Quelle: Heinz et al. (2017), vgl. Fußnote 4.

Ihre Prognosen waren aggregiert bemerkenswert präzise. Sie sagten voraus, dass die Produktivität des Personals der Layoff-Gruppe zwischen den beiden Einsätzen signifikant sinken, in den anderen beiden Gruppen jedoch nur wenig abnehmen würde. Als Grund dafür nannte ein Großteil (76,7%) der Personalmanager die wahrgenommene Fairness. Einzelnen betrachtet gehen die Einschätzungen jedoch sehr weit auseinander (vgl. Abbildung 2). Ungefähr 60% überschätzten den negativen Effekt auf die Arbeitsleistung, dafür unterschätzten die verbliebenen Befragten den Effekt oder vermuteten gar einen Produktivitätsanstieg.

Produktivität erhalten – auch während Entlassungsphasen

Die Ergebnisse des Experiments zeigen, dass unfaires Verhalten gegenüber Angestellten für Arbeitgeber teuer werden kann, auch wenn die direkt betroffenen Arbeitnehmer die Firma verlassen haben. Dieser Umstand ist insbesondere für alle Unternehmen oder Organisationen relevant, die ökonomische Schocks durch reduzierte Personalkosten auffangen müssen. Die Relevanz dieser Kosten wird insbesondere dann deutlich, wenn man die Ergebnisse des Experiments mit Ergebnissen anderer experimenteller Studien vergleicht, in denen Arbeitnehmer persönlich von Personalmaßnahmen betroffen sind. Auch wenn die Studien hinsichtlich des experimentellen Aufbaus und der konkreten Rahmenbedingungen nur bedingt vergleichbar sind, so ist die berechnete Effektstärke für das in diesem Beitrag vorgestellte Feldexperiment sicherlich am oberen Rand anzusiedeln. Konkret bedeutet dies, dass die Produktivität von Arbeitnehmern vergleichbar leidet, egal ob sie selbst betroffen sind (z. B. durch Lohnkürzungen) oder nicht.

In erster Linie würden solche indirekten Kosten natürlich vermieden werden, wenn Unternehmen auf Kündigungen gänzlich verzichten könnten, indem sie die natürliche Personalfuktuation ausnutzen. Sollte dies keine Option darstellen, so ist zumindest denkbar, dass Entlassungen als weniger ungerecht empfunden werden, wenn Abfindungen gezahlt oder Anstrengungen unternommen werden, die gekündigten Mitarbeiter an einen neuen Arbeitsplatz zu vermitteln. Eine weitere Möglichkeit wäre, die unpopuläre Entscheidung, Mitarbeiter zu entlassen, an ein Interimsmanagement oder eine Unternehmensberatung zu übertragen. Experimentelle Studien haben gezeigt, dass von unfairen Entscheidungen Betroffene eher dem Entscheider als dem Auftraggeber die Schuld zuweisen. Egal welche Strategie es letzten Endes konkret werden soll – die diesem Beitrag zugrunde liegende Studie zeigt, wie wichtig es ist, über solche Strategien nachzudenken, um erhebliche indirekte Kosten zu vermeiden. 



Juniorprofessorin
Dr. Sabrina Jeworrek

Abteilung Strukturwandel und
Produktivität

Sabrina.Jeworrek@iwh-halle.de

Moral und Aktienerträge: Die Rolle von Dividenden und ethischen Bedenken bei der Bewertung von „Sin Stocks“

Stefano Colonnello, Talina Sondershaus

Forschungsergebnisse aus den letzten Jahren zeigen: Renditen von so genannten „Sin Stocks“, das heißt Aktien von Unternehmen, die aus Sicht der Investoren moralisch verwerflichen Tätigkeiten nachgehen, sind durchschnittlich höher als Renditen anderer Unternehmen. Aber warum gibt es hier einen Unterschied, und was könnten die Faktoren sein, die diesen Unterschied hervorrufen? Ein neues Arbeitspapier des IWH zeigt theoretisch und datenbasiert, wodurch unterschiedliche Renditen hervorgerufen werden. Dabei werden bisherige Erklärungsversuche, die auf dem so genannten „Boycott-Risiko“ basieren, um neue Ansätze ergänzt. Es werden zunächst in einem theoretischen Rahmen Situationen beschrieben, in denen die Möglichkeit, ethische Ansprüche der Investoren durch höhere Dividendenzahlungen zu ersetzen, sowie die Risikobereitschaft der Investoren die zentrale Rolle für unterschiedliche Renditen spielen. Im zweiten Teil werden diese hypothetischen Szenarien anhand von Daten zu US-Firmen über 50 Jahre getestet. Es zeigt sich, dass insbesondere Investoren, die sehr risikoscheu sind und lieber höhere Dividendenzahlungen von Unternehmen erhalten würden, die ihren ethischen Ansprüchen genügen, für ihr eingegangenes Risiko mittels höherer Erträge kompensiert werden wollen.

JEL-Klassifikation: D51, D91, E20, G12

Schlagwörter: Vermögenspreise, allgemeines Gleichgewicht, Sin Stocks

Mit dem aufkeimenden Bewusstsein für nachhaltige Anlagemöglichkeiten hat in den letzten Jahren auch das Interesse an der Bewertung so genannter „Sin Stocks“ (Sünden-Aktien) zugenommen. Als moralisch verwerfliche Aktien oder Sin-Stocks werden Aktien von Firmen bezeichnet, deren Geschäftsaktivitäten nicht im Einklang mit den moralischen Ansprüchen der Investoren stehen. Beispiele hierfür sind Unternehmen, die in der Waffenproduktion oder in der Ölförderung tätig sind oder die Arbeitsstandards nicht einhalten. Bei der Definition kommt es jedoch stark auf die individuelle Präferenz des jeweiligen Investors an. Verschiedene Studien zeigen, dass es Unterschiede in den Renditen (also der Summe aus Kursgewinnen und Dividendenzahlungen) gibt zwischen solchen Unternehmen, die in den Augen von Investoren moralisch verwerflichen Tätigkeiten nachgehen, und solchen, die unbedenklich erscheinen.¹ Zumeist deuten Befunde darauf hin, dass die Renditen von Sin-Stocks höher sind als Renditen anderer Aktien. Wer also Sin-Stocks über einen bestimmten Zeitraum hält, wird in der Summe aus Kursgewinnen und Dividendenzahlungen eine höhere Rendite erzielen als jemand, der über den gleichen

Zeitraum Aktien integrierter Unternehmen mit ansonsten vergleichbaren Eigenschaften in seinem Portfolio hat. Und es lässt sich nicht nur ein Unterschied in der Höhe der Renditen feststellen, die Renditen von Sin-Stocks unterliegen auch größeren Schwankungen.

Die Kombination aus überdurchschnittlicher Rendite und hoher Volatilität erinnert an Hightech- oder Schwellenländeraktien. Während dort jedoch die hohen Ertragschancen bei zugleich starken Ertragschwankungen in der Technologie- oder Entwicklungsdynamik begründet liegen, ist ein solcher realer Zusammenhang bei Sin-Stocks nicht unmittelbar erkennbar. Die genannten Unterschiede zwischen Sin-Stocks und solchen Aktien, die von anderen Unternehmen ausgegeben werden, geben Anlass zu untersuchen, warum sich Investoren mit unterschiedlichen Renditen zufriedengeben. Woher kommt die Prämie auf Sin-Stocks?

Bisherige Forschung hat sich dabei vornehmlich auf einen Wirkungskanal konzentriert: Die Prämie für Sin-Stocks komme dadurch zustande, dass Investoren, die in diese Aktien investieren, dem Risiko ausgesetzt sind, dass andere diese Aktien boykottieren.²

1 Vgl. beispielsweise Fabozzi, F. J.; Ma, K. C.; Oliphant, B. J.: Sin Stock Returns, in: *Journal of Portfolio Management*, Vol. 35 (1), 2008, 82-94.

2 Das Boycott-Risiko wird in verschiedenen Studien behandelt, u. a. in Heinkel, R.; Kraus, A.; Zechner, J.: The Effect of Green Investment on Corporate Behavior, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36 (4), 2001, 431-449.

Dabei wird davon ausgegangen, dass Investoren mit gesellschaftlichem Verantwortungsgefühl nur Dividendenzahlungen von sauberen Aktien akzeptieren und unter keinen Umständen dazu bereit sind, in Sin-Stocks zu investieren. Für dieses Boykott-Risiko müssen die Käufer von Sin-Stocks durch eine höhere Rendite kompensiert werden.

Diese starke Vereinfachung ist jedoch nicht in der Lage, gemischte internationale Beobachtungen zu erklären. Tatsächlich sind in den USA und in Europa Sin-Stocks typischerweise niedriger bewertet als Aktien vergleichbarer Unternehmen in ethisch unbelasteten Geschäftsfeldern und bringen dennoch eine höhere Rendite, da sie überdurchschnittliche Dividenden ausschütten. In anderen Ländern, etwa im asiatisch-pazifischen Raum, ist zu beobachten, dass Sin-Stocks ebenfalls unterbewertet sind, aber keine höhere Rendite abwerfen, das heißt die Dividendenzahlungen die Unterbewertung nicht kompensieren.

Entschädigung für moralische Bedenken, Kompensation für Risiko

In einem aktuellen Arbeitspapier des IWH³ wird auf einen anderen Wirkungskanal hingewiesen. Es wird gezeigt, dass die unterschiedliche Entwicklung der Renditen von der Bereitschaft der Investoren abhängt, Geld zu akzeptieren, statt den eigenen ethischen Ansprüchen zu genügen. Diese Bereitschaft setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: dem Verhältnis zwischen ethischen Bedenken und Geldzahlungen sowie der Risikobereitschaft der Investoren. Die folgend vorgestellte Situation veranschaulicht, warum höhere Dividendenzahlungen auf Sin-Stocks mit einer höheren Rendite einhergehen können.

Wenn Investoren den Nutzen einer weiteren Dividendeinheit eines Sin-Stock-Unternehmens als geringer einschätzen als den Nutzen einer weiteren Dividendeinheit eines ethisch korrekten Unternehmens, dann werden sie weitere Dividendenzahlungen aus dem ethisch unbedenklichen Unternehmen bevorzugen. Es wird außerdem angenommen, dass es sich um risikoscheue Investoren handelt, die generell versuchen, Risiken zu vermeiden. Um nun indifferent, das heißt neutral zwischen verschiedenen Anlagemöglichkeiten zu sein, müssen diese Investoren mittels einer Prämie auf die Rendite kompensiert werden, falls

unethische Unternehmen höhere Dividenden im Vergleich zu anderen Aktien auszahlen, da die Investoren eigentlich Dividendenzahlungen aus ethisch korrekten Unternehmen bevorzugen würden. In diesem Szenario spielt das Boykott-Risiko, das in früheren Studien als Erklärung dient, keine Rolle. Die Investoren boykottieren nicht grundsätzlich einzelne Unternehmen.

Datenbasis

Die Existenz dieses neuen Wirkungskanals, der sich im Zusammenhang zwischen Dividendenausschüttung und Unterschieden in den Erträgen zeigen sollte, wird mit Hilfe von US-amerikanischen Daten geprüft. In der Studie werden Aktien als Sin-Stocks bezeichnet, wenn sie von Unternehmen ausgegeben werden, die in die Produktion von alkoholischen Getränken, Tabak oder Glücksspiel involviert sind.⁴ In weiteren Tests wird eine erweiterte Definition zugelassen, die auch Unternehmen umfasst, die mit diesen Gütern handeln.

Die Gruppe der Sin-Stocks wird mit einem Portfolio von Unternehmen verglichen, die im Bereich der Lebensmittel- und Unterhaltungsindustrie tätig, ansonsten aber ähnlich sind. Die Studie umfasst über 2 000 Unternehmen und berücksichtigt Daten aus dem Zeitraum von 1925 bis 2015. Im Jahr 1965 wurde in den USA aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Wirkung des Tabakkonsums auf die Gesundheit ein Gesetz erlassen, das Verpackungsarten einschränkte. Dies kann als eindeutiger Wendepunkt interpretiert werden, ab dem der Konsum von Tabak kritisch hinterfragt wurde. Alkohol und Glücksspiel galten bereits vorher allgemein als verwerflich. Daher wählen die Autoren in ihrer Analyse einen Zeitraum ab 1965, um die Klassifikation dieser drei Branchen als Sin-Stocks klar definieren zu können.

Die Studie fragt nun danach, ob ein Zusammenhang gefunden werden kann zwischen der Höhe der Dividendenausschüttungen im Sin-Stock-Portfolio und der Höhe der Renditedifferenz zwischen dem Portfolio der verwerflichen Aktien und dem ethisch korrekten Portfolio. Hierfür werden zunächst Daten über die Dividendenausschüttungen gesammelt und der Dividendenanteil der Sin-Stocks berechnet. Dieser ist definiert als Dividendensumme, die an Sin-Stocks ausgeschüttet wird, in Relation zur Summe an Dividen-

3 Basis für diesen Beitrag ist *Colonnello, S.; Curatola, G.; Gioffré, A.: Pricing Sin Stocks: Ethical Preference vs. Risk Aversion. IWH-Diskussionspapiere 20/2017, Halle (Saale) 2017.*

4 Dies folgt der Definition von *Hong, H.; Kacperczyk M.: The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets, in: Journal of Financial Economics, Vol. 93 (1), 2009, 15-36.*

denzahlungen in beiden Portfolios. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des Dividendenanteils der Sin-Stocks über den gewählten Zeitraum auf Basis von Quartalen.

Abbildung 1

Die Entwicklung des Dividendenanteils des Sin-Stock-Portfolios

Anteil an der Dividendensumme beider Portfolios



Quellen: Center for Research in Security Prices (CRSP); Berechnungen des IWH.

Des Weiteren wird der durchschnittliche Unterschied der Rendite sowie der Kursschwankungen zwischen beiden Portfolios über mehrere Investitionszeiträume hinweg berechnet.

Daten zeigen einen Zielkonflikt zwischen Moral und Rendite

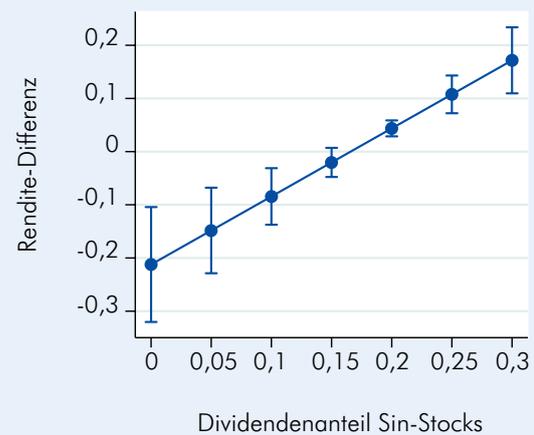
Die Untersuchungen zeigen zunächst, dass es sowohl einen statistisch signifikanten Unterschied zwischen den Renditen als auch in den Kursschwankungen beider Portfolios gibt. Verschiedene Tests kommen zu dem gleichen Ergebnis: Die Renditen von Sin-Stocks sind höher, die Schwankungen der Aktienkurse größer. Dieses Ergebnis bestätigt die Vermutung, dass Investoren dafür belohnt werden wollen, dass sie Aktien halten, die nicht ihren ethischen Ansprüchen genügen. Höhere Renditen dienen der Entschädigung für das Investment in Unternehmen, die moralisch verwerflichen Tätigkeiten nachgehen.

Im zweiten Schritt wird die eigentliche Hypothese getestet. Hierbei soll herausgefunden werden, ob höhere Dividendenzahlungen im Zusammenhang mit Unterschieden in den Renditen stehen. Die Untersuchungen zeigen eine eindeutige, positive Wechselbeziehung. Höhere Dividendenanteile bei den Sin-Stocks gehen Hand in Hand mit höheren Renditen des Sünden-Portfolios im Vergleich zu einer aus Sicht der Investoren ethisch korrekten Investition im alternativen Portfolio.

Abbildung 2 zeigt das Ergebnis: Je höher der Dividendenanteil der Sünden-Aktien in einem bestimmten Investitionszeitraum, desto größer der vorhergesagte Unterschied in der Rendite beider Portfolios im selben Investitionszeitraum.

Abbildung 2

Der Zusammenhang zwischen dem Dividendenanteil des Sin-Stock-Portfolios und der Differenz zwischen der Rendite von Sin-Stocks und anderen Aktien.



Quellen: Center for Research in Security Prices (CRSP); Berechnungen des IWH.

Dieses Ergebnis entspricht den vorhergegangenen theoretischen Überlegungen. Sozial verantwortliche Investoren, die gleichzeitig eine starke Abneigung gegenüber Risiken zeigen, werden eine höhere Prämie von Sünden-Portfolios verlangen. Daher gehen höhere Dividendenanteile dieser Portfolios mit höheren Renditen bei den Sin-Stocks im Vergleich zu anderen Portfolios einher. Hierbei ist es wichtig zu betonen, dass gerade das Zusammenspiel beider Faktoren – der Präferenz der Investoren, Sin-Stocks durch ethisch vertretbare Aktien zu ersetzen oder zu ergänzen, sowie ihrer Bereitschaft, Risiken einzugehen – von großer Bedeutung ist. Die Ergebnisse für Investoren im US-amerikanischen Markt deuten darauf hin, dass es sich um Investoren handelt, die Sünden- und Nicht-Sünden-Portfolios als sich ergänzend ansehen und gleichzeitig eine starke Abneigung gegenüber Risiken haben. Genau für diesen Investorentyp prognostiziert das theoretische Modell, das der Datenanalyse vorausgegangen ist, einen positiven Zusammenhang zwischen Dividendenanteilen und Rendite – das Modell wird somit durch die Daten bestätigt.

Modell kann international unterschiedliche Datenlagen erklären

Bisherige Erklärungsversuche für Unterschiede bei den Renditen haben sich stark auf die Annahme des Boykott-Risikos gestützt. Diese Überlegungen sind jedoch nicht in der Lage, Erklärungen für international unterschiedliche Datenlagen zu liefern. Scheinbar widersprüchliche Befunde – hohe Rendite von Sin-Stocks in Europa und den USA, geringerer Renditevorsprung oder gar kleinere Renditen im asiatisch-pazifischen Raum – können mit der Theorie des Boykott-Risikos nicht erklärt werden. Im Gegensatz dazu zieht diese Studie andere Erklärungen in Betracht.

Unterschiede in den Renditen spiegeln den Zielkonflikt zwischen Geld und Moral wider, dem verantwortungsbewusste Investoren ausgesetzt sind. Daneben spielt die Risikobereitschaft der Investoren eine große Rolle. Beide Bedingungen können international unterschiedlich sein und somit regionsspezifische Datenlagen erklären. 



Juniorprofessor
Stefano Colonnello, Ph.D.
Abteilung Finanzmärkte

Stefano.Colonnello@iwh-halle.de



Talina Sondershaus
Abteilung Finanzmärkte

Talina.Sondershaus@iwh-halle.de

Meldungen



Reint E. Gropp sprach am 14.05.2018 auf Einladung der [US-Botschaft in Berlin](#) mit dem Vorsitzenden des Rats der Wirtschaftsberater des Weißen Hauses (Council of Economic Advisers), [Kevin Hassett](#). Diskussions-themen waren die Wirtschaftspolitik der Regierung Trump sowie Fragen des Außenhandels.



Felix Noth absolvierte vom 07.05. bis 11.05.2018 einen Gastaufenthalt an der [Gabelli School of Business, Fordham University, New York](#). Er arbeitete dort an Forschungspapieren zusammen mit IWH Research Fellow [Iftekhhar Hasan](#), präsentierte im Financial Markets Workshop zum Thema "Profitability Sclerosis and Political Exit Barriers in Banking" und nahm an der "Rising Star Conference" der Gabelli School of Business teil.



Gregor von Schweinitz gehörte dem Scientific Committee des [23rd Spring Meeting of Young Economists](#) an, das vom 30.05. bis 01.06.2018 in Palma de Mallorca, Spanien, stattfand. Er stellte das wissenschaftliche Programm der Konferenz zusammen, das rund 160 Vorträge hauptsächlich junger europäischer Ökonomen und Ökonomeninnen umfasste.

Veranstaltungen



UPCOMING: Donnerstag, 16.08. und Freitag, 17.08.2018, Halle (Saale)

8th IWH/INFER Workshop on International Capital Flows and Macroeconomic Stability

Der vom IWH gemeinsam mit dem [International Network for Economic Research \(INFER\)](#) organisierte Workshop bietet eine Plattform für die wissenschaftliche Diskussion im Bereich der angewandten Wirtschaftsforschung. Der diesjährige Themenschwerpunkt sind internationale Kapitalströme.



Montag, 11.06.2018, Berlin

Europäische Wirtschaft stärken – Forschungsergebnisse aus dem Leibniz-Forschungsverbund „Krisen einer globalisierten Welt“

Wie weiter mit dem internationalen Handel? Wie weiter mit der europäischen Integration? Diese beiden Fragen standen über dem Programm eines Workshops des [Leibniz-Forschungsverbundes](#) „Krisen einer globalisierten Welt“ im Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, der von IWH und [ZEW](#) organisiert wurde. Vor Gästen aus Politik, Wirtschaft und Forschung sprach Oliver Holtemöller über „Globalisierung, Produktivität und Einkommensverteilung“. Lena Tonzer untersuchte „Die europäische Bankenabgabe: Steuerlast und Anpassungseffekte innerhalb einer Bankengruppe“. Die Vorträge zeigten ökonomische Perspektiven auf globale Krisen, wie sie die Leibniz-Gemeinschaft in dem Forschungsverbund disziplinübergreifend betrachtet.



Donnerstag, 21.06. und Freitag, 22.06.2018, Halle (Saale)

CompNet 7th Annual Conference „Economic Growth, Trade and Productivity Dispersion“

Am 21. und 22. Juni 2018 fand in Halle die vom IWH organisierte Jahreskonferenz des [Competitiveness Research Network \(CompNet\)](#) statt. Nahezu 100 Wissenschaftler und Entscheidungsträger internationaler Universitäten und Organisationen diskutierten im Festsaal der [Nationalen Akademie der Wissenschaften Leopoldina](#) neue Forschungsergebnisse zum Thema „Produktivität und Fehlallokation auf mikroökonomischer Ebene“. Insbesondere ging es um die Gründe einer suboptimalen Faktorallokation bei einzelnen Firmen und die dadurch im Aggregat verursachten Wohlfahrtsverluste.

Publikationen

Economics Letters

Career Experience, Political Effects, and Voting Behavior in the Riksbank's Monetary Policy Committee

Stefan Eichler, Tom Lähner

>> We find that career experience shapes the voting behavior of the Riksbank's Monetary Policy Committee (MPC) members. Members with a career in the Riksbank and the government prefer higher rates. During a legislation with a center-right (center-left) party administration, MPC members with a career background in the government favor higher (lower) interest rates. ...<<

Local Government Studies

Does Intermunicipal Cooperation Increase Efficiency? A Conditional Metafrontier Approach for the Hessian Wastewater Sector

Frédéric Blaeschke, Peter Haug

>> This paper analyses the relationship between intermunicipal cooperation and efficiency of public service provision. Organisational arrangements of public service production, including self-provision, joint provision or contracting, affect incentives and internal transaction costs. ...<<

International Regional Science Review

Benchmark Value-added Chains and Regional Clusters in R&D-intensive Industries

Reinhold Kosfeld, Mirko Titze

>> Although the phase of euphoria seems to be over, policy makers and regional agencies have maintained their interest in cluster policy. Modern cluster theory provides reasons for positive external effects that may accrue from interaction in a group of proximate enterprises operating in common and related fields. ...<<

Journal of Business Ethics

Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance: The Mediating Role of Productivity

Iftekhhar Hasan, Nada Kobeissi, Liuling Liu, Haizhi Wang

>> This study treats firm productivity as an accumulation of productive intangibles and posits that stakeholder engagement associated with better corporate social performance helps develop such intangibles. We hypothesize that because shareholders factor improved productive efficiency into stock price, productivity mediates the relationship between corporate social and financial performance. ...<<

The World Bank Economic Review

What Type of Finance Matters for Growth? Bayesian Model Averaging Evidence

Iftekhhar Hasan, Roman Horvath, Jan Mares

>> We examine the effect of finance on long-term economic growth using Bayesian model averaging to address model uncertainty in cross-country growth regressions. The literature largely focuses on financial indicators that assess the financial depth of banks and stock markets. We examine these indicators jointly with newly developed indicators that assess the stability and efficiency of financial markets. ...<<

Industrial and Labor Relations Review

Do Employers Have More Monopsony Power in Slack Labor Markets?

Boris Hirsch, Elke J. Jahn, Claus Schnabel

>> This article confronts monopsony theory's predictions regarding workers' wages with observed wage patterns over the business cycle. Using German administrative data for the years 1985 to 2010 and an estimation framework based on duration models, the authors construct a time series of the labor supply elasticity to the firm and estimate its relationship to the unemployment rate. ...<<

Diskussionspapiere

IWH-Diskussionspapiere Nr. 8/2018

On the Empirics of Reserve Requirements and Economic Growth

Jesus Crespo Cuaresma, Gregor von Schweinitz, Katharina Wendt

IWH-Diskussionspapiere Nr. 9/2018

Did the Swiss Exchange Rate Shock Shock the Market?

Manuel Buchholz, Gregor von Schweinitz, Lena Tonzer

IWH-Diskussionspapiere Nr. 10/2018

The Regional Effects of Professional Sports Franchises – Causal Evidence from Four European Football Leagues

Matthias Brachert

IWH-Diskussionspapiere Nr. 11/2018

Channeling the Iron Ore Super-cycle: The Role of Regional Bank Branch Networks in Emerging Markets

Helge Littke

IWH-Diskussionspapiere Nr. 12/2018

Banks Fearing the Drought? Liquidity Hoarding as a Response to Idiosyncratic Interbank Funding Dry-ups

Helge Littke, Matias Ossandon Busch

Pressemitteilungen

IWH-Pressemitteilung 11/2018

IWH-Tarif-Check: Im Baugewerbe wird künftig auch real deutlich mehr gezahlt: Starker Anstieg der Tariflöhne, ostdeutsche Beschäftigte holen aber nicht weiter auf

>> Nach monatelangen Tarifverhandlungen gibt es für die rund 800 000 Beschäftigten im Bauhauptgewerbe einen Schlichterspruch – und die bislang höchste Tariflohnvereinbarung Deutschlands in diesem Jahr: Die Beschäftigten im Tarifgebiet West bekommen zum 1. Mai 2018 5,7% mehr Lohn und insgesamt drei Einmalzahlungen: im November diesen Jahres 250 Euro, im Juni 2019 600 Euro und im November 2019 noch einmal 250 Euro. ...<<

IWH-Pressemitteilung 12/2018

Der Kampf der Arbeitgeber gegen Betriebsräte

>> Deutschland wählt. Dieses Mal aber geht es nicht um Politiker, sondern um die Betriebsräte. Das lohnt sich: Viele Untersuchungen zeigen, dass Betriebsräte insgesamt positive Effekte auf Produktivität, Löhne und Gewinne haben. Trotzdem leisten Arbeitgeber zum Teil großen Widerstand gegen die betriebliche Mitbestimmung. Eine häufig benutzte Begründung ist, dass Mitbestimmung die unternehmerische Freiheit einschränkt und dass Arbeitgeber bereit sind, positive Effekte der Mitbestimmung im Gegenzug für größere Handlungsspielräume zu opfern. ...<<

IWH-Pressemitteilung 14/2018

Konjunktur aktuell: Deutscher Aufschwung schwächt sich ab

>> Die Weltkonjunktur ist im Sommer 2018 immer noch recht kräftig. Die Dynamik im Euroraum hat sich aber abgeschwächt, und auch der Aufschwung in Deutschland ist ins Stocken geraten. Ausschlaggebend ist ein schwächeres Exportgeschäft. „Das Bruttoinlandsprodukt expandiert nach vorliegender Prognose im Jahr 2018 um 1,7%, und im Jahr 2019 um 1,6%. Etwa ebenso stark dürfte die Produktion in Ostdeutschland zulegen“, sagt Oliver Holtemöller, Leiter der Abteilung Makroökonomik und Vizepräsident des Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH). ...<<

Das IWH in den Medien

Reint E. Gropp: (gemeinsam mit Marcel Fratzscher): Gastbeitrag: "**Deutschland ist eine Gefahr für die EU**"
in: WirtschaftsWoche, 22. Juni 2018

IWH: Bericht: "**Gemeinschaftsdiagnose: Teilnehmerkreis bleibt**"
in: Börsenzeitung, 19. Juni 2018

IWH: Bericht: Interview: "**Viele Minijobber arbeiten auf Abruf**"
in: Süddeutsche Zeitung, 14. Juni 2018

Personalien



Erfolgreich promoviert:

Thomas Krause verteidigte am 27.03.2018 erfolgreich an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg seine Promotionsschrift zum Thema „Financial Stability and the Housing Market“. Die Promotion wurde von Claudia M. Buch und Michael Koetter betreut.



Ebenso verteidigte *Carola Müller* erfolgreich ihre Doktorarbeit „Four Essays on Financial Stability and Competition with Heterogeneous Banks“ am 02.05.2018 an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg. Die Promotion wurde von Felix Noth und Michael Koetter betreut.



Ausgezeichnet:

Stefano Colonnello wurde am 04.05.2018 mit dem Junior Fellowship für das Projekt "Heterogeneity in Bank Monitoring" von der Collegio Carlo Alberto & Long-Term Investors@UniTO, Torino, ausgezeichnet. Es handelt sich dabei um ein Stipendium der Universität in Turin bzw. des Collegio Carlo Alberto.

Personalien



Willkommen an Bord:

Am 1. Juni 2018 nahm *Rafael Barth* seine Arbeit als Pressereferent im Stabsbereich Interne und externe Kommunikation am IWH auf. Er studierte Journalistik und Geschichte an der Universität Leipzig und der Universidad Complutense Madrid. Nach dem Volontariat bei der Rheinischen Post und einer Hospitanz bei der Frankfurter Allgemeinen arbeitete er als Redakteur für die Sächsische Zeitung. Zuletzt war er mehrere Jahre freiberuflich als Journalist, Universitätsdozent und Texter tätig.



Am 1. Juni 2018 wurde *Joschka Waibel* als Doktorand in das IWH Doctoral Programme aufgenommen. Er absolvierte seinen VWL-Bachelor in Berlin und seinen VWL-Master in Leipzig. Während seines Studiums fokussierte er sich auf die Bereiche Arbeits- und Bildungsökonomik.



Impressum

Herausgeber:

Professor Reint E. Gropp, Ph.D.
Professor Dr. Oliver Holtemöller
Professor Michael Koetter, Ph.D.
Professor Dr. Steffen Müller

Redaktion:

Dipl.-Volkswirt Tobias Henning
Layout und Satz: Peggy Krönung
Tel +49 345 7753 738/849
Fax +49 345 7753 718
E-Mail: Tobias.Henning@iwh-halle.de

Verlag:

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle
Kleine Märkerstraße 8, D-06108 Halle (Saale)
Postfach: 110361, D-06017 Halle (Saale)

Tel +49 345 7753 60, Fax +49 345 7753 820
www.iwh-halle.de

Erscheinungsweise: 6 Ausgaben jährlich

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet,
Beleg erbeten.

Titelbild: © JESHOOOTS.COM – unsplash.com
Wirtschaft im Wandel, 24. Jahrgang
Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 31. Juli 2018

ISSN 2194-2129