

**Ulrich Ronge**

# **Die langfristige Rendite deutscher Standardaktien**

**Konstruktion eines historischen  
Aktienindex ab Ultimo 1870  
bis Ultimo 1959**



**PETER LANG**

Europäischer Verlag der Wissenschaften

## INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XVII
SYMBOLVERZEICHNIS	XIX
VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN	XXI
1 PROBLEMSTELLUNG	1
2 BISHERIGER STAND DER FORSCHUNG	5
2.1 Selektive langfristige Zeiträume	5
2.1.1 <i>MOBAWIETZ(1994)</i>	7
2.1.2 <i>CONEN/VÄTH(1993)</i>	10
2.2 Durchgehende Zeiträume	14
2.2.1 <i>HÄUSER/ROSENSTOCK/VORWERK/SEVM(198S)</i>	14
2.2.2 <i>BIMBERG(1993)</i>	16
2.2.3 <i>GIELEN(1994)</i>	17
2.3 Arbeiten von STEHLE und Koautoren	21
2.3.1 <i>STEHLE/HARTMOND (1991)</i>	21
2.3.2 <i>STEHLE/HUBER/MAIER (1996)</i>	22
2.3.3 <i>Aktualisierungen</i>	23
2.4 Gefahren einer Fehlinterpretation bisheriger Forschungsergebnisse	24
2.4.1 <i>Ex ante geforderte und ex post realisierte Renditen</i>	24
2.4.2 <i>Arithmetische versus geometrische Mittelwerte</i>	28
2.5 Fazit	29

<b>3</b>	<b>GANG DER UNTERSUCHUNG</b>	<b>31</b>
<b>4</b>	<b>GRUNDLAGEN DER THEORIE DER AKTIENINDIZES</b>	<b>35</b>
<b>4.1</b>	<b>Die Wahl des Indextyps</b>	<b>37</b>
<i>4.1.1</i>	<i>Die Indexformel nach LASPEYRES</i>	<i>3 7</i>
<i>4.1.2</i>	<i>Die Indexformel nach PAASCHE</i>	<i>39</i>
<i>4.1.3</i>	<i>Kreuzungen aus LASPEYRES- und PAASCHE-Indizes</i>	<i>40</i>
<i>4.1.4</i>	<i>Der WERTINDEX</i>	<i>40</i>
<b>4.2</b>	<b>Auswahl der Gesellschaften</b>	<b>42</b>
<i>4.2.1</i>	<i>Total- oder Teilerhebung</i>	<i>42</i>
<i>4.2.2</i>	<i>Aufnahmekriterien bei Teilerhebungen</i>	<i>43</i>
<b>4.3</b>	<b>Bedeutung der Gewichtung</b>	<b>46</b>
<b>4.4</b>	<b>Festlegung der Indexbasis</b>	<b>49</b>
<b>4.5</b>	<b>Planmäßige Verkettungen</b>	<b>51</b>
<b>4.6</b>	<b>Bereinigung performanceneutraler Kursveränderungen</b>	<b>54</b>
<i>4.6.1</i>	<i>Retrograde versus progressive Bereinigung</i>	<i>54</i>
<i>4.6.2</i>	<i>Bartransaktionen</i>	<i>55</i>
<i>4.6.3</i>	<i>Bezugsrechte</i>	<i>58</i>
<i>4.6.4</i>	<i>Sonstige Maßnahmen</i>	<i>60</i>
<b>5</b>	<b>DIE KONSTRUKTION EINES LANGFRISTIGEN DEUTSCHEN AKTIENINDEX</b>	<b>61</b>
<b>5.1</b>	<b>Der Untersuchungszeitraum</b>	<b>61</b>
<b>5.2</b>	<b>Die unterstellte Anlagestrategie</b>	<b>63</b>

<b>5.3 Das Indexmodell</b>	<b>65</b>
<b>5.4 Das Datenmaterial</b>	<b>67</b>
<b>5.5 Besonderheiten des Untersuchungszeitraums</b>	<b>70</b>
<b>5.5.1 Prozenkurse und Teileinzahlungen</b>	<b>71</b>
<b>5.5.2 Stückzinsen auf Aktien</b>	<b>73</b>
5.5.2.1 <i>Der Handelsbrauch</i>	73
5.5.2.2 <i>Bisherige Berücksichtigung</i>	77
5.5.2.3 <i>Auswirkung auf die Performancemessung ohne Reinvestitionen</i>	78
5.5.2.4 <i>Bereinigung abfließender Dividenden</i>	80
5.5.2.5 <i>Vorgezogene Bereinigung zum Zeitpunkt der Detachierung</i>	81
5.5.2.6 <i>Auswirkung bei Kapitalveränderungen</i>	85
5.5.2.7 <i>Abschätzung der Konsequenzen einer Ignorierung des Handelsbrauchs</i>	85
<b>5.5.3 Anteilscheine der Reichsbank</b>	<b>89</b>
5.5.3.1 <i>Aufnahme als Indexgesellschaft</i>	90
5.5.3.2 <i>Umtausch der Aktien der Preußischen Bank</i>	92
5.5.3.3 <i>Plausibles Anlegerverhalten nach 1945</i>	92
<b>5.5.4 Börsenschließungen und Kursveröffentlichungsverbote</b>	<b>94</b>
5.5.4.1 <i>I. Weltkrieg</i>	94
5.5.4.2 <i>Weltwirtschaftskrise</i>	96
5.5.4.3 <i>II. Weltkrieg</i>	96
5.5.4.4 <i>Währungsreform von 1948</i>	97
5.5.4.5 <i>Folgen von Börsenschließungen für die Indexerstellung</i>	97
5.5.4.5.1 <i>Ruhendes Depot bei Börsenschließung</i>	98
5.5.4.5.2 <i>Dividenden und Bezugsrechte</i>	99
5.5.4.5.3 <i>Zum Handel im Freiverkehr</i>	102
<b>5.5.5 Inflationen und Währungsumstellung</b>	<b>107</b>

5.5.5.1	<i>Deutsche Währungen seit Reichsgründung</i>	107
5.5.5.2	<i>Folgen für die Indexerstellung</i>	110
5.5.5.2.1	<b>„Normale“ Inflation</b>	110
5.5.5.2.2	<b>Währungsumstellungen</b>	112
<b>5.5.6</b>	<b><i>Außerplanmäßige Veränderungen der Indexstruktur</i></b>	<b>113</b>
5.5.6.1	<i>Vorhersehbare Strukturveränderungen</i>	113
5.5.6.2	<i>Indexinterne Strukturveränderungen</i>	120
5.5.6.3	<i>Anlässe für außerplanmäßige Verkettungen</i>	127
<b>5.5.7</b>	<b><i>Eingriffe in die Dividendenpolitik</i></b>	<b>130</b>
5.5.7.1	<i>Kapitalanlagegesetz vom 29.3.1934</i>	130
5.5.7.2	<i>Anleihestockgesetz vom 4.12.1934</i>	131
5.5.7.3	<i>Dividendenabgabeverordnung vom 12.6.1941</i>	133
<b>5.5.8</b>	<b><i>Aktienanmeldung und Stoppkurse</i></b>	<b>136</b>
5.5.8.1	<i>Aktienanmeldung</i>	137
5.5.8.2	<i>Stoppkurse</i>	140
5.5.8.3	<i>Folgen für die Indexerstellung</i>	142
<b>5.5.9</b>	<b><i>Handelsverbot für Aktien der LG. Farben</i></b>	<b>144</b>
5.5.9.1	<i>Der Sachverhalt</i>	144
5.5.9.2	<i>Auswirkungen auf die Indexstruktur</i>	145
5.5.9.3	<i>Der unterstellte Kurs</i>	147
<b>5.5.10</b>	<b><i>Alliierte Entflechtungsmaßnahmen</i></b>	<b>149</b>
5.5.10.1	<i>Implikationen für ein ruhendes Portfolio</i>	150
5.5.10.2	<i>Numerische Handhabung</i>	151
<b>5.5.11</b>	<b><i>Der Handel von effektiven Stücken und die Wertpapierbereinigung</i></b>	<b>156</b>
<b>6</b>	<b>ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN AUSWERTUNG</b>	<b>159</b>

<b>6.1 Langfristige Nominalrendite deutscher Standardaktien</b>	<b>159</b>
<i>6.1.1 Ergebnisse des Untersuchungszeitraums bis 1959</i>	<i>159</i>
<i>6.1.2 Verknüpfung mit den Ergebnissen von STEHLE bis 1999</i>	<i>161</i>
<i>6.1.3 Vergleich mit den Ergebnissen anderer Autoren</i>	<i>166</i>
<b>6.2 Reale Performance deutscher Aktien</b>	<b>170</b>
<i>6.2.1 Alternative Möglichkeiten der Inflationsbereinigung</i>	<i>170</i>
<i>6.2.2 Ergebnisse unterschiedlicher Phasen</i>	<i>177</i>
<i>6.2.3 Zusammenfassung und Verknüpfung mit STEHLE</i>	<i>184</i>
<b>6.3 Repräsentativität des erstellten Index</b>	<b>186</b>
<b>7 ZUR RISIKOPRÄMIE AM DEUTSCHEN KAPITALMARKT</b>	<b>191</b>
<b>8 SCHLUBBEMERKUNG</b>	<b>193</b>
LITERATURVERZEICHNIS	195
DATENQUELLENVERZEICHNIS	207
ANHANG	209