

Hausberger, Hans

Article — Digitized Version

Wiederbelebung der Aktie

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Hausberger, Hans (1984) : Wiederbelebung der Aktie, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 64, Iss. 7, pp. 335-340

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135940>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wiederbelebung der Aktie

Hans Hausberger

Die Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument hat in der Bundesrepublik in der Vergangenheit ständig abgenommen. Warum erscheint eine stärkere Verbreitung der Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument wünschenswert? Welche Maßnahmen können zur Wiederbelebung der Aktienbörse ergriffen werden?

Nach einer anhaltenden Flaute, die von 1960 bis 1982 währte, ist der deutsche Aktienmarkt 1983 wieder in Bewegung gekommen. Außerordentliche Kurssteigerungen seit August 1982 sowie eine Reihe spektakulärer Neuemissionen weisen auf eine positive Wende auf dem Aktienmarkt hin. Dennoch wäre es verfehlt, eine dauerhafte Renaissance der Aktie bereits für gesichert zu halten. Der gegenwärtige positive Trend auf dem Aktienmarkt ist wohl in erster Linie Ausdruck einer allgemeinen konjunkturellen Erholung. Die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen der Aktie sind dagegen nach wie vor stark verbesserungsbedürftig.

Wie stark der Nachholbedarf am deutschen Aktienmarkt tatsächlich ist, ergibt sich aus einem internationalen Vergleich. 1983 wurden in der Bundesrepublik elf Unternehmen mit einem Emissionsvolumen von 319 Mill. DM neu an der Börse (inklusive Frei- und Telefonverkehr) eingeführt. In den USA waren es im gleichen Zeitraum 927 Unternehmen mit einem Emissionsvolu-

men von 12,7 Mrd. \$. Bei einem etwa 5fachen Sozialprodukt überstiegen die amerikanischen Kapitalerhöhungen die deutschen um das 19fache, die amerikanischen Kurswerte die deutschen um das 25fache, die Börsenumsätze betrugen etwa das 75fache, und die Zahl der börsennotierten Gesellschaften in den USA betrug etwa das 55fache der deutschen. Der Umlauf inländischer Aktien zu Nominalwerten lag 1982 mit 98 Mrd. DM in der Bundesrepublik nicht nur weit hinter den USA (4095 Mrd. DM), sondern auch beträchtlich hinter Japan (231 Mrd. DM) und sogar hinter Italien (145 Mrd. DM) zurück¹.

Unterentwickelter Aktienmarkt

Zweifellos können gegen die Vergleichbarkeit dieser Zahlen prinzipielle Einwände erhoben werden, weil unterschiedliche nationale Rahmenbedingungen nicht berücksichtigt werden. Die optimale Aktienkapitalisierung einer Volkswirtschaft hängt von sehr unterschiedlichen ordnungspolitischen, wirtschaftspolitischen, strukturellen, aber auch konjunkturellen Determinanten ab. Dennoch kann ein internationaler Vergleich bestimmte Anhaltspunkte für eine Unterentwicklung des deutschen Aktienmarktes bieten. Die Betrachtung der historischen Entwicklung in der Bundesrepublik scheint diese Diagnose zu bestätigen. Während 1971 an den acht Börsen der Bundesrepublik noch 533 Unternehmen notierten, ist diese Zahl mittlerweile auf etwa 450 zurückgegangen. Das Grundkapital der börsennotierten Gesellschaften hat von 1971 bis 1982 durchschnittlich nur um ca. 4 % p. a. zugenommen, während die nominelle volkswirtschaftliche Gesamtleistung in der gleichen Zeit um durchschnittlich etwa 7 % p. a. gewachsen ist. Durchschnittlich wurden in den Jahren 1971 bis 1982

¹ OECD Financial Statistics, Stand jeweils am Jahresende, fremde Währungen umgerechnet in DM zu den amtlichen Kassakursen im Jahresdurchschnitt. Gemessen am Börsenkapitalisierungswert der notierten Gesellschaften liegt die Bundesrepublik mit 80,9 Mrd. \$ hinter den USA (1962,7 Mrd. \$), Japan (409 Mrd. \$), Großbritannien (180 Mrd. \$) und Kanada (114 Mrd. \$). Hinter der Bundesrepublik liegen Länder wie die Schweiz (42,3 Mrd. \$), Australien (39,3 Mrd. \$) und Frankreich (31,9 Mrd. \$). Die Zahlen sind einem Vortrag von Henry Kaufman vom 7. Oktober 1983 vor dem Robeco Jubiläumssymposium in Rotterdam entnommen. Zitiert nach HBL v. 10. Okt. 83, S. 1. Kaufman schätzt, daß der Aktienwert der amerikanischen börsennotierten Aktien von ca. 2 Bill. \$ bis zum Jahre 2000 auf etwa 7 bis 8 Bill. \$ und die gesamte Börsenkapitalisierung der Aktienmärkte außerhalb der USA von derzeit 1 Bill. \$ auf ca. 4 Bill. \$ ansteigen werden.

Hans Hausberger, 28, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des Wirtschaftspolitischen Seminars der Universität zu Köln.

nur etwa 5 bis 6 % der Netto-Investitionen über Aktienemissionen finanziert².

Der Stellenwert der Aktie als Finanzierungsinstrument ist damit in der Bundesrepublik ständig zurückgegangen. Ende 1982 machte der Aktienumlauf in der Bundesrepublik weniger als 10 % der finanziellen Verpflichtungen der Unternehmen aus. Vor 20 Jahren betrug dieser Anteil noch etwa 20 %. Der Rückzug der Emittenten vom Aktienmarkt korrespondiert mit einer deutlichen Verschlechterung der Eigenkapitalausstattung der deutschen Unternehmen und erhält dadurch seine eigentliche wirtschaftspolitische Brisanz. Die Eigenkapitalquote der inländischen Unternehmen hat nach einer kontinuierlichen Abwärtsentwicklung heute einen Stand von etwa 18,5 % erreicht³.

Die Eigenkapitalschwäche der deutschen Wirtschaft erscheint besorgniserregend, auch wenn hier nicht auf die Diskussion eingegangen werden kann, inwieweit die gegenwärtige Bilanzierungspraxis die Aussagekraft von Eigenkapitalrelationen durch die Außerachtlassung stiller Reserven verfälscht⁴. Die Häufung von Konkursen infolge Überschuldung sowie die Schwierigkeit vieler Unternehmen, durch entsprechende Investitionen aktiv auf geänderte Marktdaten zu reagieren, belegen dies⁵. Die gegenwärtige Investitionsschwäche hat ihre Ursache nicht zuletzt im geringen Finanzierungsspielraum vieler Unternehmen. Ertragssteigerungen werden in einer solchen Situation eher zur Konsolidierung als für unternehmerische Wachstumsstrategien benutzt. Dies muß um so verhängnisvoller wirken, als die gegenwärtige hohe Arbeitslosigkeit und ein erheblicher struktureller Anpassungsbedarf ohne eine nachhaltige Belebung der Investitionen im produktiven Bereich wohl nicht überwunden werden können.

Vorzüge der Aktie

Die Verbesserung der Risikotragfähigkeit der Unternehmen durch eine verbesserte Eigenkapitalausstattung ist deshalb eine zentrale wirtschaftspolitische Aufgabe. Hierbei kommt dem Finanzierungsinstrument der Aktie eine entscheidende Schlüsselstellung zu. Die Haf-

tungsbegrenzung auf die Höhe der Einlage, die hohe Fungibilität und die guten Stückelungsmöglichkeiten verschaffen ihr im Vergleich zu anderen Beteiligungsformen entscheidende Vorzüge. Um die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, die zum großen Teil bei den privaten Haushalten anfällt und bisher überwiegend in Form risikoloser Geldtitel gehalten wird, unmittelbar in produktive Verwendungen zu lenken, bietet sich eine breit gestreute Beteiligungsfinanzierung über Aktien an. Dies würde nicht nur Konzentrationstendenzen entgegenwirken, sondern auch zur Entschärfung verteilungspolitischer Konflikte beitragen.

Eine stärkere Verbreitung der Aktie als Anlageinstrument setzt jedoch voraus, daß deren Attraktivität im Vergleich zu alternativen Anlageformen nachhaltig verbessert wird. Der Aktienmarkt war lange Zeit durch einen Rückzug der privaten Anleger gekennzeichnet. Betrug der Anteil der Käufe privater Haushalte an den Aktienemissionen in der ersten Hälfte der 70er Jahre noch 11 %, so sank er in der zweiten Hälfte der 70er Jahre auf durchschnittlich 3 % ab. 1981 und 1982 haben die privaten Haushalte netto mehr Aktien verkauft als gekauft⁶.

Das Anlegerverhalten

Die geringe Attraktivität der Aktie ist das Ergebnis geringer Aktienrenditen in Verbindung mit steigenden Zinserträgen. Während die Eigenkapitalrendite in den USA um durchschnittlich 5 % und in Japan um etwa 3,8 % über der Umlaufrendite festverzinslicher öffentlicher Anleihen lag, erbrachten Eigenkapitalengagements in der Bundesrepublik keine ausreichende Risikoprämie mehr. Hinzu kommt, daß die Kurse deutscher Aktien in den 70er Jahren um durchschnittlich 1,6 % p. a. gesunken sind, was nicht einmal den bei Sachanlagen erwarteten Inflationsausgleich zuließ. Im Periodenvergleich der Nettoumsatzrendite (Verhältnis von Jahresüberschuß nach Steuern zu Umsatz) wurde 1981 und 1982 mit nur noch etwa 1 % in der Bundesrepublik

⁴ Vgl. hierzu etwa W. Kratz: Mangelhafte Eigenkapitalausstattung?, in: Deutsche Sparkassenzeitung, Nr. 5 vom 21. 1. 83, S. 4; J. Welsch: Wo steht die Strukturberichterstattung heute?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 64. Jg. (1984), H. 5, S. 223 ff., insbes. S. 227 f.

⁵ Zu den Grenzen der Fremdfinanzierbarkeit von Investitionen siehe H.-E. Büschgen: Liegt der optimale Verschuldungsgrad bei 100 %?, in: Z. f. B. 1978, S. 999 ff.

⁶ 1978 kam es als Folge der Körperschaftsteuerreform von 1977, die für Inländer die Doppelbesteuerung beseitigte, noch einmal zu einem kräftigen Kaufanstieg. Allerdings brachte die Reform für Kleinaktionäre auch Nachteile mit sich, da die vorgesehenen Steuergutschriften automatisch zu Einkommensteuerveranlagungen führen, was eine größere Zahl von Kleinanlegern offensichtlich abschreckte und von weiteren Aktienengagements absehen ließ. Siehe hierzu Claus Köhler: Probleme des Aktienmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Vortrag vor dem Aktienforum '83 des Arbeitskreises Aktie e. V. in Hamburg am 3. Oktober 1983, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln Nr. 93, Frankfurt am Main, 4. Oktober 1983, S. 1 ff.

² 1975, 1981 und 1982 lag dieser Anteil höher, wofür aber ausschließlich konjunkturelle Gründe (Rückgang der gesamten Nettoinvestitionen) maßgeblich waren.

³ Eine Gegenüberstellung der Eigenkapitalquoten und Investitionsquoten seit 1965 findet sich bei P. Pütz, H. Willgerodt: Mehr Beteiligungskapital (hrsg. vom Kronberger Kreis), Schriftenreihe des Frankfurter Instituts für wirtschaftspolitische Forschung e. V., Band 3, Bad Homburg v. d. H. 1983, S. 8. Die Eigenkapitalschwäche trifft vor allem kleinere und mittlere Unternehmen. So betrug 1980 die durchschnittliche Eigenkapitalquote für Unternehmen mit weniger als 10 Mill. DM Umsatz nur noch 14,8 %, in der Gruppe der Unternehmen mit mehr als 100 Mill. DM Umsatz dagegen 26,3 %. Eine Aufschlüsselung der Eigenkapitalausstattung nach Wirtschaftsbranchen findet sich in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, November 1982, S. 20.

ein historischer Tiefstand erreicht. Als Folge dieser Entwicklung ist der Umsatzanteil der inländischen Aktienwerte an den Wertpapierumsätzen der deutschen Börsen, der noch Anfang der 70er Jahre bei etwa 66 % gelegen hatte, auf 37 % im Jahre 1980 zurückgegangen. Zwischen 1974 und 1982 entfielen durchschnittlich nur 0,18 % der gesamten Nettogeldvermögensbildung der privaten Haushalte auf den Aktienwerb. Die euphorische Stimmung des Jahres 1983 hat hier zu einer Wende im Anlegerverhalten geführt, so daß im ersten Halbjahr 1983 bereits wieder 2,2 % der privaten Vermögensbildung dem Aktienwerb dienten. Der Anteil der Aktie am gesamten Wertpapiervolumen zeigt leicht steigende Tendenz (Mitte 1983 20 %). Insgesamt wurden 1983 an den Börsen der Bundesrepublik Deutschland erstmals wieder mehr Aktien als Rententitel gehandelt. Dabei sollte jedoch nicht übersehen werden, daß sich die Börsenkapitalisierung in der Bundesrepublik Deutschland in den letzten 20 Jahren nur verdoppelte, während sich das Volumen der Rentenpapiere fast verzweifachte. Stark ausgedehnt haben sich 1983 die Käufe von Auslandstiteln durch deutsche Anleger (4,6 Mrd. DM). Es kam dadurch zu einem Nettoabfluß von 1,8 Mrd. DM, während in den vorangegangenen zehn Jahren stets mehr ausländisches Kapital in deutsche Aktien floß, als Deutsche in ausländischen Aktien investierten.

Die Wiederbelebung der Aktie im Jahre 1983 wurde in erster Linie durch eine konjunkturelle Erholung gestützt. Die Bruttoeinkommen der Unternehmen sind 1983 um 14 % gegenüber 7 % im Jahre 1982 gestiegen⁷. Auch dürfte die Rendite des in den Unternehmungen investierten Kapitals erstmals wieder ausreichen, um die erforderliche Risikoprämie gegenüber risikolosen festverzinslichen Geldanlagen zu erwirtschaften. Doch lag trotz dieser Steigerung der Anteil der Bruttoeinkommen der Produktionsunternehmen am Volkseinkommen mit gut 21½ % immer noch 1½ % niedriger als 1979 und sogar rund 4 % unter dem Niveau von Anfang der 70er Jahre. Und auch das Bruttoeinkommen der Unternehmen nach Abzug des kalkulatorischen Unternehmerlohns lag 1983 mit knapp 10 % noch weit niedriger als in den 70er oder 60er Jahren⁸.

Das ordnungspolitische Umfeld

Erste Verbesserungen weist auch das ordnungspolitische Umfeld der Aktie auf. Mit dem Abbau steuerlicher Diskriminierungen wurde begonnen. Die ertragsteuerliche Doppelbelastung bei Kapitalgesellschaften wurde für Inländer bereits durch die Körperschaftsteuerreform 1977 beseitigt. Eine Doppelbesteuerung existiert nach wie vor in den Fällen von einbehaltenen Gewinnen und

beim Barwert künftiger Gewinne, die zu Kurssteigerungen führen und den Veräußerungserlös von Beteiligungen erhöhen⁹.

Der Benachteiligung ausländischer Anteilseigner auch nach der Körperschaftsteuerreform 1977 tragen Aktiengesellschaften mit breiter Auslandsbeteiligung dadurch Rechnung, daß sie statt verstärkter Gewinnausschüttungen regelmäßig gewinnfinanzierte Kapitalerhöhungen durchführen. Besser wäre zweifellos eine Änderung der Doppelbesteuerungsabkommen zur Beseitigung der deutschen Kapitalertragsteuer bzw. deren fiktive Anrechnung im Partnerstaat. Dies würde vor allem die Diskriminierung des ausländischen Streubesitzes beseitigen und das ausländische Interesse an Engagements in deutschen Aktien beleben.

Mit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und zur Einschränkung von steuerlichen Vorteilen ergibt sich seit Jahresbeginn 1984 auch eine deutliche Entlastung bei der Vermögensteuer. Das Betriebsvermögen (Netto-Wert nach Abzug der Betriebsschulden) wird bis zum Wert von 125 000 DM von der Vermögensteuer befreit. Betriebsvermögen, das den Freibetrag übersteigt, wird nur mit 75 % seines Wertes angesetzt¹⁰. Der Vermögensteuersatz wurde von 0,7 auf 0,6 % herabgesetzt.

Ebenfalls modifiziert wurde das sogenannte Schachtelprivileg, um die Mehrfachbelastung verbundener Unternehmen abzubauen. Das vermögensteuerliche Privileg für Körperschaften wurde von bisher 25 auf 10 % gesenkt. Gleiches gilt für die Gewerbesteuer. Für Aktionäre bedeutet dies, daß keine Vermögensteuer mehr anfällt, wenn mindestens 10 % einer AG gehalten werden. Eine Holding, in die ein solches Paket eingebracht wird, darf maximal zehn Gesellschafter (bisher vier) haben. Demnach ist es jetzt möglich, mit nur 1 % indirekter Beteiligung an einer AG in den Genuß dieses Privilegs zu kommen. Besonders interessant dürfte diese Konstruktion für institutionelle Anleger wie etwa Versicherungen sein, in deren Portefeuilles bislang festverzinsliche Titel stark überwiegen. Zweifellos macht die erleichterte Nutzung des Schachtelprivilegs die Aktie gegenüber festverzinslichen Wertpapieren konkurrenzfähig.

⁷ Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1983, S. 3. Die Zahlen beziehen sich auf die Produktionsunternehmen unter Ausschuß der Wohnungswirtschaft und finanzieller Institutionen.

⁸ Ebenda.

⁹ Auf die negativen Auswirkungen dieser Regelung auf das Gründungsgeschäft hat Wolfram Engels hingewiesen. Vgl. W. Engels: Das Gründungsgeschäft ist dem Fiskus zum Opfer gefallen, in: FAZ, Nr. 54 v. 3. März 1984, S. 12. Nach Engels wäre es steuersystematisch richtiger, wenn Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen weder steuerpflichtig wären, noch Verluste steuermindernd geltend gemacht werden könnten.

¹⁰ Beide Maßnahmen gelten nur für das inländische Betriebsvermögen.

ger. Die Vermögensteuer fällt nur noch bei der AG selbst an¹¹.

Ebenfalls auf 10 % herabgesetzt wurde die Schachtelgrenze für Beteiligungen an ausländischen Körperschaften. Dies wirkt sich bei der Vermögen-, Gewerbe- und Körperschaftsteuer aus. Deutschen Unternehmen werden dadurch Engagements im Ausland erleichtert, umgekehrt werden ausländische Beteiligungen in der Bundesrepublik bereits ab 10 % beschränkt zur Vermögen- und Erbschaftsteuer herangezogen.

Weitere Verbesserungen

Bei der Gewerbesteuer trat am 1. 1. 1984 die 2. Stufe der bereits 1983 eingeleiteten Entlastung in Kraft. Bei der Berechnung des für die Steuer maßgeblichen Gewerbeertrags werden die Dauerschuldzinsen nur noch mit 50 % hinzugerechnet. Beim Gewerbekapital werden Dauerschulden – nach Berücksichtigung des Freibetrages von 50 000 DM – ebenfalls nur noch zu 50 % berücksichtigt.

Weitere Erleichterungen ergeben sich aus flexibleren Möglichkeiten des Verlustrücktrages, dessen Höchstbetrag auf 10 Mill. DM erhöht worden ist, aus der Verlängerung von Sonderabschreibungsmöglichkeiten sowie aus der vollen steuerlichen Abzugsfähigkeit von Kosten, die bei der Ausgabe von Gesellschaftsanteilen anfallen.

Aber auch auf der Börsenseite haben sich Verbesserungen des ordnungspolitischen Umfeldes ergeben. Nach der erfolgreichen Reform des Optionshandels nehmen gegenwärtig die Bemühungen um die Schaffung eines Parallelmarktes konkrete Formen an. Weitgehende Einigkeit besteht mittlerweile darüber, daß dem bisherigen Markt aus amtlichem Handel, geregelter Freiverkehr und ungeregeltem Freiverkehr (Telefonverkehr) kein zusätzliches viertes Marktsegment hinzugefügt werden soll. Geplant ist vielmehr ein Ausbau des schon bestehenden geregelten Freiverkehrs¹².

¹¹ Über die Auswirkungen der Neuregelung auf dem Aktienmarkt bestehen unterschiedliche Meinungen. Der Abbau von „Großpaketen“, die bislang aus steuerlichen Gründen gehalten wurden, wirkt einerseits konzentrationsmindernd, so daß neues Käuferpotential erschlossen werden kann. Andererseits kann der erleichterte Zugang zum Schachtelprivileg dazu führen, daß insgesamt mehr Aktienkapital fest gebunden wird. Manche sehen darin die Gefahr einer möglichen Marktverengung.

¹² Zur geplanten Modifizierung des geregelten Freiverkehrs, insbesondere zu den Fragen des Mindestanlegerschutzes, der Publizität und der rechtlichen Absicherung siehe Der „Parallelmarkt“ kommt 1985, in: Börsenzeitung Nr. 61 v. 27. März 1984, S. 2. Ein entsprechender Beschluß wurde Mitte April 1984 von den deutschen Börsenpräsidenten nach einem Spitzengespräch in Stuttgart einstimmig gefaßt. Der geregelte Freiverkehr soll der Verantwortung und Kontrolle der Börsenvorstände unterstellt und § 43 des Börsengesetzes, der die Benutzung von Börseneinrichtungen für alle Wertpapiergeschäfte verbietet, die nicht zum amtlichen Handel zugelassen sind, geändert werden. Siehe hierzu auch Hermann K u t z e r: Die Vorbereitungen für ein neues Börsensegment werden jetzt forciert, in: HBL v. 27/28. April 1984, S. 5.

Das neue Segment wird unterhalb des amtlichen Handels angesiedelt sein und somit nicht unter die bevorstehende Umsetzung von drei börsenrelevanten EG-Direktiven (Prospekt-, Zulassungs- und Zwischenberichtsrichtlinie) fallen, die den Börsenzugang vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen erschweren würden. Im Gegensatz zum amtlichen Markt soll im Parallelmarkt keine Einführungspflicht für das gesamte Kapital der dort notierten Gesellschaften bestehen. Die rechtliche Umsetzung dieser Pläne wird für das Frühjahr 1985 erwartet. Die mangelnde gesetzliche Verankerung, die damit verbundenen ungeklärten Haftungsfragen, der fehlende Anspruch des Kunden auf Ausführung seines Auftrages und die unbeaufsichtigte Kursfestsetzung könnten dadurch behoben werden.

Aktie und Vermögenspolitik

Eher geringe Impulse erlebt der Aktienmarkt bislang durch das 4. Vermögensbildungsgesetz, das gezielt Risikokapitalbeteiligungen fördern soll. Lange Sperrfristen in Verbindung mit dem gegenwärtig hohen Kursniveau wirken hier ausgesprochen restriktiv. Dies belegt u. a. die jüngste VEBA-Privatisierung, bei der eine auffällige Zurückhaltung der 936-DM-Anleger festgestellt werden mußte.

Durch das 4. Vermögensbildungsgesetz wurden Aktienfonds in die höchste Förderungsstufe einbezogen. Jedoch scheint auch hier eine breite Skepsis des Anlegerpublikums vorzuherrschen. Wesentlichere Bedeutung könnte der Anfang 1984 neu in das EStG eingefügte § 19 a haben, der die Mitarbeiterbeteiligung (unabhängig von der Rechtsform) erweitert und zudem im Gegensatz zum 936-DM-Gesetz an keine Einkommensgrenzen gebunden ist¹³. Eine stärkere Einbeziehung der Aktie in die Vermögenspolitik erfordert nicht zuletzt auch eine Überprüfung der staatlichen Förderung konkurrierender Anlageformen. Grundsätzlich gibt es genügend risikobereites Kapital in der Bundesrepublik, das aber häufig aus steuerlichen Gründen in fragwürdige Verwendungen fließt. Das Investitionsvolumen der Abschreibungsbranche (Bauherrenmodelle, Ölexplorationen, Schiffsbeteiligungen, Filmproduktionen etc.) wird auf über 5 Mrd. DM p. a. geschätzt. Die Beseitigung dieser Kapitalfehlenkung ist eine vordringliche Aufgabe.

Weitergehende Reformvorschläge

Im Zuge der gegenwärtigen Eigenkapitaldiskussion sind neben den bereits realisierten Verbesserungen der

¹³ Von den gegenwärtig etwa 3,2 Mill. Aktionären der Bundesrepublik Deutschland sind etwa 900 000 Belegschaftsaktionäre. Zum Stand der Mitarbeiterbeteiligung siehe H. G. G u s k i, H. J. S c h n e i d e r: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland, Teil 1, Köln 1977, Teil 2, Köln 1983.

ordnungspolitischen Rahmenbedingungen der Aktie weitergehende Reformvorschläge entwickelt worden¹⁴.

Im Zentrum der Reformvorschläge steht ein weiterer Abbau steuerlicher Diskriminierungen von betrieblichem Eigenkapital. So werden Kapitalgesellschaften im Bereich der ertragsunabhängigen Steuern immer noch benachteiligt. Die vermögensteuerliche Doppelbelastung, die vor allem auch Aktiengesellschaften trifft, sollte endgültig abgebaut werden. Zu prüfen wäre auch, ob eine Besteuerung betrieblichen Vermögens nicht überhaupt entfallen sollte. Die gegenwärtige Vermögensteuer bestraft die Bildung von betrieblichem Vermögen und Eigenkapital. Dies ist wirtschaftspolitisch bedenklich. Ähnliches gilt für die Gewerbesteuer, die vor allem gewerblichen Gewinn und gewerbliches Vermögen belastet und die deshalb durch eine Wertschöpfungsteuer ersetzt werden sollte. Vorgeschlagen werden außerdem eine rechtsformneutrale Besteuerung und ein Wegfall mobilitätshemmender Kapitalverkehrsteuern.

Zur Wiederbelebung der Aktienbörse für Neuemissionen werden erleichterte Börsenzugangsvoraussetzungen, eine Einschränkung des Prospektzwanges sowie ein Verzicht auf die Prospekthaftung der Banken und der Emissionsmakler gefordert. Eine Belebung des Emissionsgeschäftes erwartet man nicht zuletzt durch die Aufhebung des Emissionsmonopols der Banken und die Zulassung selbständiger Emissionsmakler.

Der Kronberger Kreis richtet besonderes Augenmerk auf die Einschränkung der Selbstfinanzierung. Das deutsche Bilanzierungsrecht räumt der Möglichkeit zur Bildung stiller und offener Reserven auch gegen den Willen der Anteilseigner breiten Raum ein. Das Steuerrecht begünstigt überdies die Thesaurierung von Gewinnen. Vor allem Auslandseinkünfte, die von der inländischen Steuer freigestellt sind, um Doppelbesteuerungen zu vermeiden, bleiben im Unternehmen nur steuerfrei, solange sie nicht ausgeschüttet werden. Insoweit besteht nach wie vor eine Diskriminierung durch Belastungsunterschiede zwischen Kapitalgesellschaften und natürlichen Personen, mit der Konsequenz, daß Kapitalgesellschaften aus ausländischen Erträgen nur etwa halb so viel Gewinn ausschütten können wie aus

inländischen. Die gesetzlich begünstigte Gewinnthesaurierung fördert nicht nur die Vermögenskonzentration, sie führt auch dazu, daß die Kapitalverwendung nicht mehr der effizienten Kontrolle des Marktes unterliegt¹⁵.

Emissionsbereitschaft verbessern

Die derzeit übliche Praxis der Gewinneinbehaltung verstößt überdies gegen die wirtschaftlichen Interessen von Kleinanlegern mit niedrigem persönlichen Steuersatz, für die das „Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren“ die günstigere Alternative ist. Der Kronberger Kreis plädiert deshalb dafür, die Möglichkeiten zur Bildung stiller Reserven einzuschränken, die Möglichkeit zur Bildung offener Reserven ohne Einwilligung der Aktionäre gemäß § 58, Abs. 2 Aktiengesetz aufzuheben und die Interessen des Unternehmensmanagements stärker als bisher mit den Interessen der Anteilseigner in Einklang zu bringen. Die gezahlte Körperschaftsteuer soll im vollen Umfang auf die persönliche Einkommensteuerschuld der Aktionäre angerechnet werden (echte Teilhabersteuer), und im Unternehmen steuerfrei erzielte Erträge sollen auch bei Ausschüttung steuerfrei bleiben. Die Rolle der Aktie als Finanzierungsinstrument kann nur wiederbelebt werden, wenn die Gewinne ungeschmälert den Aktionären zufließen und die Aktie ihren Charakter als Risiko- und Ertragspapier wiedergewinnt.

Gleichzeitig kommt es darauf an, die hohen Emissionskosten zu senken, die Diskriminierung von Eigenkapital gegenüber alternativen Finanzierungsformen aufzuheben¹⁶ und das Eigenkapital von Risiken zu entlasten, die durch eine unberechenbare Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik entstanden sind. Eine Überwälzung dieser Eigenkapitallasten auf die Marktpartner gelingt in der Regel nicht. Für die beim Eigenkapital verbleibende Sonderbelastung wird andererseits keine ausreichende Risikoprämie geboten. Der Ausweg, auftretende Verluste durch staatliche Subventionen zu sozialisieren, ist ordnungspolitisch fragwürdig und mit den Grundsätzen einer freien Marktwirtschaft nicht zu vereinbaren. Die fehlende Attraktivität von Eigenkapital kann nicht durch Subventionen zurückgewonnen werden, sie erfordert vielmehr eine nachhaltige Steigerung der Unternehmenserträge. Nur so kann die Investitionsneigung der Unternehmen auf ein höheres Niveau gebracht und die Emissionsbereitschaft am Aktienmarkt gesteigert werden.

¹⁴ Beispielhaft seien hier genannt: H. Halbach u. a.: Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, IfM-Materialien 9, Bonn 1983; sowie P. Pütz, H. Willgerodt: Mehr Beteiligungskapital, a.a.O.

¹⁵ Betriebs- und volkswirtschaftliche Kriterien zur Beurteilung der Selbstfinanzierung aus Gewinnen diskutiert H. E. Büschgen: Grundlagen betrieblicher Finanzwirtschaft, Unternehmensfinanzierung, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Bd. 66 (hrsg. von Ph. Möhring, H. Rittershausen), 2. Aufl., Frankfurt/a. M. 1979, S. 195-202.

¹⁶ Ein Vergleich der Kosten für Anleihe- und Aktienfinanzierung findet sich bei Marcus Bierich: Der Einfluß der Besteuerung auf die Kapitalbeschaffung der Unternehmen, in: ZfBSF 1/83, S. 41 ff. Eine entsprechende Modellrechnung ist abgedruckt bei P. Pütz, H. Willgerodt: Mehr Beteiligungskapital, a.a.O., S. 12. Daraus ergibt sich, daß die Investitionsfinanzierung durch Aktienemission die teuerste Form der Finanzierung darstellt.

Die meist um ein Vielfaches überzeichneten Neuemissionen der letzten Zeit lassen vermuten, daß die Emissionszurückhaltung der Unternehmen den eigentlichen Engpaßfaktor am Aktienmarkt darstellt. Ein Mangel an Kaufbereitschaft seitens der Anleger konnte dagegen nicht festgestellt werden. Die zu geringe Zahl der Neuemissionen als Hauptproblem ist um so offensichtlicher, als die gegenwärtige Kurssituation an sich günstige Bedingungen für Kapitalerhöhungen bietet und emitierende Unternehmen an der Börse ein klares Kursagio erzielen können.

Mehr Risikokapital als Ziel

Um die bestehende Enge des deutschen Aktienmarktes zu überwinden, kommt es darauf an, einer größeren Zahl von Unternehmen den Einstieg in die Rechtsform der Aktiengesellschaft zu erleichtern und bestehende Aktiengesellschaften verstärkt an die Börse zu führen. Das dazu erforderliche Potential scheint vorhanden¹⁷. Die Deutsche Bundesbank sieht in strukturellen Schwächen das Haupthindernis einer stärkeren Aktienverbreitung und hat deshalb die flexiblere Ausgestaltung des rechtlichen Rahmens der Aktiengesellschaft vorgeschlagen¹⁸.

Die Starrheit aktienrechtlicher Regelungen (vorgeschriebene Organisationsstruktur, Aufsichtsrat, Mitbestimmung, Publizität, Prüfungspflicht) bringt gerade für kleinere Unternehmen Nachteile mit sich. Zur Erleichterung

des Börseneinstiegs bieten sich neben dem Ausbau des geregelten Freiverkehrs auch mehrstufige Lösungsmodelle an. Die Ausdehnung des ungeregelten Freiverkehrs (Telefonverkehr)¹⁹ kommt hier ebenso in Frage wie die Weiterentwicklung aktienähnlicher Beteiligungsformen (Kommanditgesellschaft auf Aktien, Vorzugsaktie, Optionsanleihe, Wandelanleihe, Genußrechte). Derartige Übergangsformen könnten u. U. geeignet sein, psychologische Hemmschwellen beim Gang an die Börse abzubauen. Es sollte jedoch bei der Innovation neuer Finanzformen das eigentliche Ziel nicht aus den Augen verloren werden, dem Unternehmen unverwässertes Risikokapital zur Verfügung zu stellen. Risikogeminderte Aktiensurrogate als Dauer-einrichtung wären deshalb problematisch.

¹⁷ Bernd Ertl, Mitinhaber der PM Portfolio Management-Gesellschaft für Wertpapierberatung mbH München, hält etwa 1000 bundesdeutsche Unternehmen grundsätzlich für fähig, an die Börse zu gehen. Die größten Chancen räumt Portfolio technologieorientierten Unternehmen aus den Bereichen Mikroelektronik, Biotechnologie und Neue Medien ein. Für wesentlich größer hält Kurt Körfggen, Geschäftsführer der IRW-Beteiligungsgesellschaft Frankfurt den Kreis der potentiell in Frage kommenden Unternehmen, den er mit 5000-10 000 beziffert. Körfggen sieht das größte Potential gerade bei etablierten Familienunternehmen. Siehe hierzu: Eine qualifizierte Beratung sollte dem Gang an die Aktienbörse vorausgehen, in: HBL, Nr. 237 v. 9./10. Dez. 1983, S. 10.

¹⁸ Deutsche Bundesbank: Der Aktienmarkt in der Bundesrepublik Deutschland und seine Entwicklungsmöglichkeiten, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, April 1984, S. 12 ff.

¹⁹ Ein Beispiel für die effiziente Ausgestaltung eines solchen Marktes bietet der amerikanische „over the counter“-Markt, auf dem abseits der Börsen über 4000 inländische und ausländische Wertpapiere gehandelt werden und der sich durch relativ niedrige Kosten, eine hoch entwickelte Technik und zunehmende Markttransparenz auszeichnet.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Hubert Gabrisch

POLENS KRISE UND AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

In der vorliegenden Arbeit wird untersucht, inwieweit die polnische Außenwirtschaft in den 80er Jahren eine Hilfe oder eine Barriere bei der Überwindung der schweren Wirtschafts- und Zahlungsbilanzkrise sein könnte. Es wird herausgearbeitet, daß die Krise nur dann dauerhaft überwunden werden kann, wenn eine radikale Wirtschaftsreform durchgeführt und eine neue Außenwirtschaftsstrategie für die 80er Jahre entwickelt wird.

Großoktav, 221 Seiten, 1983, Preis brosch. DM 49,-

ISBN 3-87895-238-4

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG