

Kapitalmarkt und Finanzierung

Herausgegeben von Dieter Schneider



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 165

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 165

**Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
in München
vom 15. - 17. September 1986**

Herausgegeben von

Dieter Schneider



DUNCKER & HUMBLLOT / BERLIN

**Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
in München 1986**

Kapitalmarkt und Finanzierung



DUNCKER & HUMBLLOT / BERLIN

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek

Kapitalmarkt und Finanzierung: in München, [vom 15.-17. September 1986] / [hrsg. von Dieter Schneider]. — Berlin: Duncker u. Humblot, 1987.
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; N.F., Bd. 165) (Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; 1986)
ISBN 3-428-06247-7

NE: Schneider, Dieter [Hrsg.]; Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Schriften des Vereins...; Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Jahrestagung des Vereins...

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 1987 Duncker & Humblot GmbH, Berlin 41

Satz: Hermann Hagedorn GmbH & Co, Berlin 46

Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin 61

Printed in Germany

ISBN 3-428-06247-7

Vorwort

Die Jahrestagung der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Verein für Socialpolitik), deren Ergebnis mit diesem Band vorgelegt wird, fand am 15. bis 17. September 1986 in München in den Räumen der Universität statt.

Wissenschaftlich vorbereitet wurde die Tagung 1986 von einer Kommission, in der mir die Professoren Gerhard Fels, Köln, Karl Häuser, Frankfurt, Martin Hellwig, Bonn, Ernst Heuß, Nürnberg, Jürgen Ramser, Konstanz und Peter Swoboda, Graz, zur Seite standen. Allen Kommissionsmitgliedern danke ich herzlich für ihre engagierte Mitwirkung, ihren fruchtbaren Rat und ihre Hilfe. Die Anregungen aus dem Erweiterten Vorstand des Vereins erwiesen sich als nützlich und haben die wissenschaftliche Vorbereitung gefördert.

Die Ausschreibung der Themen für die Arbeitskreise fand großen Widerhall. Für das breite, durch Referatsangebote bekundete Interesse ist die Vorbereitungskommission besonders dankbar gewesen. Leider konnte nur ein Teil der Referatsangebote berücksichtigt werden.

Besonders herzlich dankt die Vorbereitungskommission den Referenten für ihre Arbeit, insbesondere soweit sie Vorschläge zur Umarbeitung ihres Referates – auch aufgrund der Diskussionsergebnisse – sorgfältig geprüft und berücksichtigt haben. Einige Referenten haben es vorgezogen, gegenüber der Tagungsankündigung ihr Thema schriftlich enger zu fassen.

Zu danken habe ich nicht zuletzt den Mitarbeitern der Geschäftsstelle des Vereins, vor allem Herrn Diplom-Volkswirt Friedrich Aumann, und den Mitarbeitern meines Lehrstuhls, die sich den organisatorischen Fragen bis zum Erscheinen des Tagungsbandes engagiert angenommen haben.

Bochum, im November 1986

Dieter Schneider

Inhaltsverzeichnis

Eröffnungsplenum

Finanzierung und Effizienz des Kapitalmarktes

Leitung: *Herbert Giersch*, Kiel

Begrüßungsansprache <i>Ernst Helmstädter</i> , Münster	13
<i>Helmut Schlesinger</i> , Frankfurt/M. Kapitalmarkt, Kapitalbildung und Kapitalallokation	17
<i>Peter Swoboda</i> , Graz Kapitalmarkt und Unternehmensfinanzierung — Zur Kapitalstruktur der Unternehmung	49

Plenum

Verbesserung der Kapitalmarkteffizienz durch Kapitalmarktregulierung?

Leitung: *Armin Gutowski*, Hamburg

<i>Carl Christian von Weizsäcker</i> , Köln Inwieweit ist es notwendig, Kapitalmärkte zu regulieren?	71
<i>Dieter Schneider</i> , Bochum Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiele unbegründeter Kapital- marktregulierung?	85

Arbeitskreis 1

Internationale Verflechtung von Kapitalmärkten

Leitung: *Ernst Heuß*, Nürnberg

<i>Wolfgang Gebauer</i> , Frankfurt/M. Ecu-Märkte und Kapitalverkehrskontrollen in der Europäischen Gemeinschaft ..	111
<i>Torsten Tewes</i> , Kiel Die internationale Verflechtung des deutschen Rentenmarktes und ihre Konse- quenz für die Rendite inländischer Rentenpapiere	123
<i>Franco Reither</i> , Hamburg Der internationale Zinsstrukturzusammenhang bei flexiblen Wechselkursen: Eine kapitalmarkttheoretische Perspektive	137

Arbeitskreis 2**Unternehmensfinanzierung, Kapitalmarkt und Besteuerung**Leitung: *Gerhard Fels*, Köln*Lutz Haegert*, Augsburg

Besteuerung, Unternehmensfinanzierung und betriebliche Altersversorgung 155

Jochen Sigloch, Bayreuth

Abschreibungsfreiheit und Zinsbesteuerung 169

Hans-Werner Sinn, München

Inflation, Scheingewinnbesteuerung und Kapitalallokation 187

Arbeitskreis 3**Risikoallokation auf Kreditmärkten**Leitung: *Jürgen Ramser*, Konstanz*Bernd Rudolph*, Frankfurt

Teilimmunsierung von Festzinsanlagen gegen Zinsänderungsrisiken 213

Helmut Bester, Bonn

Die Anreizfunktion von Kreditsicherheiten 225

Gerhard Clemenz, Wien

Makroökonomische Folgen von Kreditrationierung 237

Arbeitskreis 4**Kapitalstruktur der Unternehmen**Leitung: *Hermann Göppl*, Karlsruhe*Otto Loistl*, Paderborn

Zur Aussagefähigkeit der Eigenkapitalquote 251

Bernhard Kromschröder, Passau

Der Einfluß der Versicherung auf die Kapitalstruktur der Unternehmung 265

Hans-Jürgen Wagener, *Peter van der Veer*, Groningen

Die Finanzierung der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland und in den Niederlanden 1957-1982. Eine vergleichende Systemanalyse 279

Arbeitskreis 5**Empirische Kapitalmarktanalysen**Leitung: *Karl Häuser*, Frankfurt*Ronald Weichert*, *Joachim Zietz*, Kiel

Das Anlageverhalten der privaten Haushalte am Kapitalmarkt 299

<i>Siegfried Trautmann</i> , Karlsruhe Die Bewertung von Aktienoptionen am deutschen Kapitalmarkt — Eine empirische Überprüfung der Informationseffizienzhypothese	311
<i>Peter Kugler</i> , Bern, <i>Erwin W. Heri</i> , Basel Zur Vorhersage des langfristigen Zinssatzes — Empirische Ergebnisse für sieben OECD-Länder	329

Arbeitskreis 6

Kapitalmarkt, Managerinteressen und Unternehmenskontrolle

Leitung: <i>Wolfgang Bühler</i> , Dortmund	
<i>Klaus Spremann</i> , Ulm Zur Reduktion von Agency-Kosten	341
<i>Wolfgang Ballwieser</i> , Hannover Kapitalmarkt, Managerinteressen und Rolle des Wirtschaftsprüfers	351
<i>Rainer Elschen</i> , Bochum Steuerbedingte Agency-Probleme und Gesellschafterklientels	363

Arbeitskreis 7

Kapitalmarkteffizienz und Kapitalmarktregulierung

Leitung: <i>Reinhard H. Schmidt</i> , Trier	
<i>Jochen Drukarczyk</i> , Regensburg Ökonomische Analyse der Rechtsprechung des BGH zur Sittenwidrigkeit von Sanierungskrediten	379
<i>Wolf-Dieter Becker</i> , Aachen Das Grundproblem der Bankenregulierung	399
<i>Franz W. Wagner</i> , Tübingen Ausschüttungszwang und Kapitalentzugsrechte als Instrumente marktgeleiteter Unternehmenskontrolle?	409

Schlußplenum

Sicherung der Kapitalbildung und der Kapitalbewegungen

Leitung: <i>Wilhelm Krelle</i> , Bonn	
<i>Günter Franke</i> , Konstanz Organisation und Regulierung internationaler Finanzmärkte	429

<i>Erich Streissler</i> , Wien	
Kapitalmarkt und Altersvorsorge	445
<i>Gottfried Bombach</i> , Basel	
Kapitalmarkt und Beschäftigung	465

Schlußansprache

<i>Ernst Helmstädter</i> , Münster	483
Anhang (Verzeichnis der Plenumsleiter, Arbeitskreisleiter und Referenten)	485

Eröffnungsplenum

**Finanzierung und Effizienz
des Kapitalmarktes**

Leitung: Herbert Giersch, Kiel

Begrüßungsansprache

Von *Ernst Helmstädter*, Münster

Sehr verehrter Herr Staatsminister Jaumann,
verehrter Herr Bürgermeister Dr. Hahnzog,
Herr Universitätspräsident, sehr geehrter Herr Kollege Steinmann,
liebe Kolleginnen und Kollegen!

Ich heiÙe Sie herzlich willkommen zu unserer Jahrestagung 1986 in München.
Sie befaÙt sich mit dem Thema

Kapitalmarkt und Finanzierung.

Das mag mancher für eine Fragestellung halten, die weitab von den drängenden wirtschaftlichen Problemen unserer Tage angesiedelt ist, etwas für Bankfachleute und Finanzierungsspezialisten!

Nun hat der Finanzsektor, bei uns wie überall in der Welt, in den vergangenen Jahrzehnten einen Aufschwung sondergleichen erfahren. Man könnte geradezu von einem „*Finanz-Kondratieff*“ sprechen, einem gewaltigen Entwicklungsschub in den finanziellen Überbau des realwirtschaftlichen Geschehens. Dazu nur eine illustrative Zahl: Das täglich umgeschlagene Volumen an internationalen Finanztransaktionen beträgt das Fünfzehnfache des durch den Güteraus-tausch bedingten Geldumschlags!

So gesehen befaÙt sich unser *Tagungsthema* also mit der Erfolgsstory des Finanzsektors. Es liegt nicht *neben*, es schwebt *über* den aktuellen realwirtschaftlichen Problemlagen!

Und doch gibt es — selbstverständlich! — eine wechselseitige Beeinflussung. Sie ist freilich von komplexer Art. Die Verzahnung des realen Ressourceneinsatzes für die laufende Produktion mit der ständigen Umschichtung finanzieller Ressourcen läÙt sich nicht leicht fassen. In aller Regel ziehen wir es vor, beides voneinander zu isolieren. Die Modelle, die die Interaktion dieser Bereiche zum Gegenstand haben, beschränken wir stets auf simple Verhältnisse.

Die Problemvielfalt des *finanziellen* Sektors in ihrem ganzen *Reichtum* auszuleuchten, ist jedoch einer der Zwecke dieser Jahrestagung, insbesondere am zweiten Tag, an dem wir in sieben Arbeitskreisen den Kapitalmarkt en detail betrachten.

Heute und am *Schlußtag* treten die Beziehungen zwischen Finanzüberbau und laufender Wirtschaftstätigkeit stärker in den Vordergrund. Das Schlußreferat von *Gottfried Bombach* streicht dies besonders heraus. Es stellt zugleich die Verbindung zur nächstjährigen Tagung in Berlin her, wo wir uns mit den „Beschäftigungsproblemen hochentwickelter Volkswirtschaften“ befassen werden.

Wir gehen demnach davon aus, daß diese Probleme dann auch noch bestehen werden, obwohl es ja gegenwärtig mit der Zunahme der Beschäftigung zügig vorangeht. Gerade in diesen Tagen ist berechtigter Optimismus aufgekommen, der uns hoffen läßt, daß die Arbeitslosigkeit schon 1986 unter die Zwei-Millionen-Grenze sinken könnte.

Die Prognosen für das kommende Jahr zeigen wieder stärker nach oben. Die Enttäuschungen, die uns das erste Vierteljahr 1986, ähnlich wie im Vorjahr, bescherte, sind überwunden. Wie es scheint, kommt heutzutage der *Wirtschaftsfrühling erst im Herbst*, dann aber um so kräftiger.

Der private Konsum läßt nunmehr seine Muskeln spielen, die er bei der Steuer- und Ölpreissenkung angesetzt hat. Der reale Einkommensschub treibt den Konsum und so die Konjunktur an.

Die Beschäftigungsentwicklung, die auch in der Frühjahrsflaute keine Ermüdungserscheinungen zeigte, läuft gut. Manche Prognostiker sehen für dieses Jahr einen Zuwachs von 300000 neuen Arbeitsplätzen voraus. Wie es scheint, zieht der vom Sachverständigenrat schon vor zwei Jahren für möglich gehaltene „lange Aufschwung“ auch 1987 durch. Die Wirtschaftspolitik und die Tarifpartner werden allerdings darauf achten müssen, den einmaligen Terms of Trade-Gewinn aus den sinkenden Ölpreisen nicht im kommenden Jahr noch einmal vereinnahmen zu wollen. Vor Inflationsgefahren muß gewarnt werden.

Vom Ort des aktuellen Wirtschaftsgeschehens möchte ich mich nun dem Ort unseres Tagungsgeschehens zuwenden. Der Verein für Socialpolitik in München! Das gab es bislang nur bei Ausschusssitzungen. Man braucht die Vorzüge dieser wunderschönen Stadt auch als Tagungsort nicht besonders hervorzuheben. Sie liegen jedermann offen vor Augen. Ich meine feststellen zu dürfen, daß sie sich auch in der Höhe der Teilnehmerzahl deutlich zeigen. Doch davon will ich hier nicht weiter sprechen.

Wir tagen hier am *Geschwister-Scholl-Platz 1*. Wir verneigen uns vor dem Mut der Geschwister Sophie und Hans Scholl, die dem Unrechtssystem des Nationalsozialismus in diesen Mauern die Stirn geboten haben und dafür ihr Leben lassen mußten. Wir denken in Ehrfurcht auch an Prof. Kurt Huber, den geistigen Vater der „Weißen Rose“. Die Erinnerung an die Geschehnisse des Jahres 1943 soll uns Heutigen Mahnung und Verpflichtung sein.

In seiner Immatrikulationsrede zum Wintersemester 1954/55 hat *Fritz Neumark* als damaliger Rektor der Universität Frankfurt all jener gedacht, die für ihr Wahrheits- und Freiheitsideal gestorben sind. Er sagte damals: „Die

bloße Existenz all dieser Männer und Frauen und die Tatsache, daß sie immer wieder Nachfolger gefunden haben, zeigt die letztlich unüberwindliche Macht der Freiheitsidee und die Schranken jedes Terrorregimes.“¹

Der Verein für Socialpolitik darf sich auf die mutige Tat der Geschwister Scholl berufen. Im Dezember 1936 hat sich der Verein in Abwehr der ihm angesonnenen Überführung in eine unter nationalsozialistischer Führung stehende wirtschaftswissenschaftliche Gesellschaft selbst aufgelöst. Der Vorstand und die Mitgliederversammlung sahen die notwendige Unabhängigkeit des Vereins nicht mehr als realisierbar an. Unabhängigkeit sei aber „für das Wirken des Vereins angesichts seiner ausländischen, namentlich österreichischen und schweizerischen Mitglieder unentbehrlich“. Am 19. Dezember 1986 jährt sich zum fünfzigsten Male der Tag der Selbstauflösung des Vereins für Socialpolitik. Der damalige Vorsitzende, Constantin von Dietze, wurde später zweimal verhaftet, hat jedoch die Nazierrschaft überlebt. Unser Mitglied Jens Jessen ist im Zusammenhang mit den Ereignissen des 20. Juli 1944 hingerichtet worden.

Lassen Sie mich nun von unserem *Tagungsort* einen Bogen zur Neuen Pinakothek schlagen. Das Rahmenprogramm unserer Tagung sieht am heutigen Nachmittag einen Besuch in diesem Museum vor. Ich empfehle den Teilnehmern, dort auf *ein Bild* besonders zu achten. Es handelt sich um eine Ölstudie zu Ferdinand Hodlers Monumentalgemälde „Der Auszug der Jenenser Studenten in den Freiheitskrieg von 1813“. Dieses Geschichtsbild wurde 1907 von der „Gesellschaft der Kunstfreunde in Jena und Weimar“ in Auftrag gegeben. 1908 sollte es an der Stirnseite der großen neuen Aula der Universität Jena angebracht werden. „Aber Hodler hatte keine Fürsten, nicht einmal einen Feldherrn, sondern nur Studenten und nur gewöhnliche Soldaten und Subalternoffiziere gemalt. Schon dies, für den Demokraten Hodler eine Selbstverständlichkeit, muß den Behörden der Universität verdächtig gewesen sein,“ (so kann man es in einer Hodlermonographie nachlesen)². Das Bild wurde auf einen abgelegenen Platz verwiesen³. Der „Jüngling in Vorderansicht“, den die Ölskizze in der Pinakothek zeigt, wie er „sich, federnd zurückgebeugt, in den knielangen Militärrock stürzt“, wie es in der erwähnten Monographie heißt, führt uns in unser Fach zurück. Die dargestellte Person ist kein anderer als *Walter Eucken* im

¹ Fritz *Neumark*: Mut zur Freiheit, Immatrikulationsrede Wintersemester 1954/55, Frankfurter Universitätsreden, Heft 14, Frankfurt am Main 1955, S. 29.

² Hans *Mühlestein*, Georg *Schmidt*: Ferdinand Hodler. Sein Leben und sein Werk, Zürich 1983 (Erstauf. 1942), S. 374 bzw. S. 372.

³ Das Bild hat 1950, auch gegen manches Bedenken von offizieller Seite, den ihm von Anfang an zugedachten Platz erhalten. Eine Photographie der Aula der Friedrich-Schiller-Universität Jena, die das Bild zeigt, ist enthalten in: Egon Möller, Wolfgang Leber: Jena, Sachsenverlag Dresden 1958, S. 50. Die Bezeichnung des Hodler-Gemäldes lautet jedoch dort „Der Aufbruch der Jenaer Freiwilligen 1813“ statt „Der Auszug der Jenenser Studenten in den Freiheitskrieg von 1813“, wie das von der Gesellschaft der Kunstfreunde in Auftrag gegebene Werk bezeichnet worden ist.