

Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument

Die Diskussion über die Rolle der Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument in Deutschland hat durch die Börseneinführung der Telekom im November 1996 neue Anstöße erhalten. Vor diesem Hintergrund stellt der vorliegende Aufsatz Besonderheiten des heimischen Aktienmarktes im internationalen Vergleich dar und untersucht wichtige Entwicklungen bei Aktienfinanzierung und -besitz in den letzten Jahren.¹⁾ Zumindest einige der angebots- und nachfrageseitigen Faktoren, die für die relativ geringe Verbreitung der Aktie in Deutschland maßgeblich sind, haben inzwischen an Bedeutung verloren. In Zukunft könnten die fortschreitende Globalisierung und der zunehmende internationale Wettbewerb auf den Finanz- und Gütermärkten ebenso wie die Tendenz zu einer stärker kapitalgedeckten Altersversorgung die Verwendung der Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument fördern.

Der deutsche Aktienmarkt im internationalen Vergleich

Der deutsche Aktienmarkt ist zwar absolut gesehen – mit deutlichem Abstand zu den Vereinigten Staaten, Japan und Großbritannien – der viertgrößte der Welt. Der Kurswert aller börsennotierten inländischen Aktien

*Markante
Unterschiede
bei Börsenkapi-
talisierung...*

1 Zuletzt hat sich die Bundesbank mit diesem Thema beschäftigt in: Deutsche Bundesbank, Zur Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument, Monatsbericht, Oktober 1991, S. 22 – 29.

Börsenkapitalisierung in ausgewählten OECD-Ländern

Ende November 1996

Land	Aktienumlauf Mrd DM 1)	Börsenkapitalisierungs- koeffizient 2)
USA 3)	13 354	122
Japan 4)	4 881	63
Großbritannien	2 544	152
Deutschland	1 002	27
Frankreich	892	38
Kanada 5)	756	88
Schweiz	624	135
Niederlande	555	93
Italien	386	23
Schweden	357	103
Spanien 6)	332	39
Belgien	180	44
Dänemark	105	40
Finnland	90	47
Norwegen	85	38
Österreich	48	14

Quellen: Fédération Internationale des Bourses des Valeurs sowie eigene Berechnungen. — 1 Kurswert der inländischen börsennotierten Aktien. — 2 Aktienumlauf in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 1995. — 3 New York Stock Exchange und NASDAQ. — 4 Börse Tokio. — 5 Börse Toronto. — 6 Börse Madrid.

Deutsche Bundesbank

(„Börsenkapitalisierung“), der in Deutschland mit dem Börsengang der Telekom im November 1996 erstmals die Grenze von 1 Billion DM überschritt, war gegen Ende 1996 in den Vereinigten Staaten und in Japan mit umgerechnet 13½ Billionen DM beziehungsweise 5 Billionen DM um ein Vielfaches höher. Im Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistung belegt der heimische Aktienmarkt gegenüber anderen OECD-Ländern lediglich einen unteren Rang. Gegen Ende 1996 betrug das Verhältnis von Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in Deutschland 27 %, verglichen mit Werten von teilweise deutlich über 100 % in den USA, Großbritannien, der Schweiz und Schweden.

Trotz des insgesamt kräftigen Kursanstiegs seit Anfang der achtziger Jahre und der vor allem durch die zunehmende Internationalisierung der Finanz- und Gütermärkte grundlegend gewandelten Finanzierungs- und Investitionsbedingungen hat sich bislang an der vergleichsweise geringen Bedeutung des Aktienmarktes in Deutschland kaum etwas geändert. Von 1991 bis 1996 wurden an heimischen Börsen nur 77 inländische Aktiengesellschaften neu eingeführt; in den USA waren es in der gleichen Zeit weit mehr als 3 000 Unternehmen. Dem Gesamtvolumen nach floß den amerikanischen Kapitalgesellschaften gleichzeitig ein dreißigmal höherer Emissionsbetrag über die Börse zu als deutschen Firmen. Im Durchschnitt waren folglich die Emissionsvolumina der amerikanischen Gesellschaften erheblich kleiner als die der deutschen. Dies unterstreicht, daß in den USA sehr viel mehr kleine und mittelgroße Unternehmen den Weg an die Börse finden als hierzulande.

... und
Emissions-
tätigkeit

Die geringere Bedeutung der Aktie und des Aktienmarktes in Deutschland im Vergleich etwa zu den angelsächsischen Staaten ist Ausdruck der Tatsache, daß in der Bundesrepublik die Rechtsformen der Einzelfirma und der Personengesellschaft, daneben aber auch die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), eine weit größere Rolle spielen. Ende 1996 waren von den insgesamt schätzungsweise 3 Millionen (umsatzsteuerpflichtigen) Unternehmen in Deutschland nur rund 3 900 Aktiengesellschaften. Allerdings betrug der Anteil der Aktiengesellschaften am Umsatz aller Unternehmen etwa 20 %; vor allem große Firmen werden also in dieser Rechts-

Bedeutung der
Aktiengesell-
schaft

Aktienbesitz im internationalen Vergleich

Anteile in % am Gesamtumlauf an Aktien im jeweiligen Land, Ende 1995

	USA	Japan	Deutschland	Frankreich	Großbritannien
Private Haushalte	36,4	22,2	14,6	19,4	29,6
Unternehmen	15,0	31,2	42,1	58,0	4,1
Öffentliche Haushalte	0,0	0,5	4,3	3,4	0,2
Nichtfinanzielle Sektoren	51,4	53,9	61,0	80,8	33,9
Banken	0,2	13,3	10,3	4,0	2,3
Versicherungen und Pensionsfonds	31,3	10,8	12,4	1,9	39,7
Investmentfonds und sonstige finanzielle Institutionen	13,0	11,7	7,6	2,0	10,4
Finanzielle Sektoren	44,5	35,8	30,3	8,0	52,4
Übrige Welt	4,2	10,3	8,7	11,2	13,7
Insgesamt	100	100	100	100	100

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Bank of Japan, INSEE, Office for National Statistics und Bank of England sowie eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

form geführt. Mit Blick auf die Bedeutung des Aktienmarktes ist überdies zu berücksichtigen, daß die Wahl der Aktiengesellschaft als Rechtsform nicht unbedingt gleichbedeutend mit dem Gang an die Börse ist. Nur knapp ein Sechstel aller deutschen Aktiengesellschaften wurde Ende 1996 an einer inländischen Börse notiert; auf sie entfiel mehr als die Hälfte des Umlaufs an inländischen Beteiligungstiteln.

Spiegelbildlich zum relativ geringen Volumen des an der Börse handelbaren Aktienkapitals spielen in Deutschland auf der Anlegerseite private Haushalte und institutionelle Investoren eine im internationalen Vergleich nur bescheidene Rolle. Die privaten Haushalte sind angesichts ihres traditionellen Finanzierungsüberschusses, der aus ihrer Spartätigkeit

resultiert, die „natürlichen Finanziers“ des Unternehmensbereichs insgesamt und damit auch der Aktiengesellschaften. In Deutschland hielten sie Ende 1995 lediglich 14 1/2 % des gesamten Umlaufs an Aktien; dies entsprach rund 5 % ihres gesamten Geldvermögens. In einer ähnlichen Größenordnung bewegt sich der Anteil der privaten Haushalte am gesamten Aktienumlauf in Japan und Frankreich (22 % beziehungsweise 19 1/2 %). Demgegenüber haben Privathaushalte in den USA mehr als ein Drittel des gesamten Aktienbestandes in ihrem Besitz. Ähnliche Unterschiede bestehen bei den institutionellen Investoren (Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds), die ein breites Spektrum liquider Anlagen benötigen. In der Bundesrepublik entfielen auf sie Ende des vorletzten Jahres nur 20 % des Aktienbestandes; in den

*Aktienbesitz
privater
Haushalte und
institutioneller
Anleger*

USA und in Großbritannien belief sich dieser Anteil auf weit mehr als 40% beziehungsweise 50%. Eine wichtige Investorengruppe sind dort die in Deutschland bisher nicht verbreiteten Pensionsfonds, die beispielsweise in den USA bis zu 80% ihrer Mittel in Aktien investieren.

*Aktienbestände
der Unter-
nehmen und
Banken*

Im Gegensatz zu anderen Ländern (mit Ausnahme Frankreichs) sind in Deutschland Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien-Holdings weit verbreitet. Ende 1995 hielten deutsche Unternehmen etwa 40% der gesamten Aktienbestände, französische Unternehmen sogar fast 60%. In den Vereinigten Staaten liegt dieser Anteil nach Schätzungen der OECD bei rund 15%. Im deutschen Universalbankensystem spielt traditionell auch der Aktienbesitz der Kreditinstitute eine größere Rolle. Ende 1995 machten ihre Bestände gut 10% des Aktienumschlufs im Inland aus. Etwas größer war der Anteil von Beteiligungswerten in den Portefeuilles der japanischen Banken. Dagegen halten Kreditinstitute in den USA und anderen angelsächsischen Ländern aufgrund gesetzlicher Vorschriften praktisch keine Aktien.

*Unterschied-
liche Systeme
der Unter-
nehmens-
steuerung in
den USA...*

Die divergierenden Emittenten- und Anlegerstrukturen, wie sie sich besonders deutlich bei einem Vergleich der Verhältnisse in Deutschland und den Vereinigten Staaten zeigen, sind letztlich auch Ausdruck unterschiedlicher Formen der Bereitstellung von Risikokapital und der Art und Weise, in der die mit dem Aktienbesitz verbundenen Eigentumsrechte zur Einflußnahme auf die Unternehmen genutzt werden. Bei amerikanischen Aktiengesellschaften werden Bereitstellung

und Verwendung der Eigenmittel in den Unternehmen in vergleichsweise hohem Maße durch „den Markt“ gesteuert. Damit verbunden ist die Vorstellung, daß Preissignale durch Kauf und Verkauf von Aktien die Unternehmensleitung veranlassen, eine auf die Maximierung des Marktwertes des Unternehmens gerichtete Politik zu betreiben, um so den Interessen der Aktionäre in bestmöglicher Weise gerecht zu werden. Diese Steuerung durch Aktienkursbewegungen wird häufig über die Kopplung der Gehälter des Managements an die Kursentwicklung verstärkt. In die gleiche Richtung wirkt, daß mit sinkenden Notierungen die Gefahr einer Übernahme des Unternehmens wächst, mit der für das Management in der Regel ein Verlust an Einfluß verbunden ist oder sogar der Arbeitsplatz auf dem Spiel steht.

Charakteristisch für deutsche Aktiengesellschaften ist demgegenüber die Lenkung der Unternehmensaktivitäten durch einen Kreis von längerfristig mit dem Unternehmen verbundenen Akteuren; dazu gehören neben einem festen Stamm von Aktionären auch andere Gruppen wie kreditgebende Banken und die Belegschaft. Die Vertretung unterschiedlicher Interessen in den Kontrollgremien (insbesondere dem Aufsichtsrat) begünstigt eine Unternehmenspolitik, die explizit auch die Ziele anderer Gruppen als der Aktionäre berücksichtigt. Bei diesem Ansatz zur Unternehmenssteuerung, der im Gegensatz zu dem auf Marktwertmaximierung abzielenden „Shareholder-Value“-Konzept unter dem Begriff „Stakeholder Value“ diskutiert wird, kommt den vom Aktienmarkt ausgehenden Preissignalen eher eine ergänzende Funktion

*... und in
Deutschland*

zu. Zudem ist es für das gesamte System der Unternehmensfinanzierung in Deutschland wegen des großen Gewichts von Personengesellschaften, aber auch kleinerer Kapitalgesellschaften in Form der GmbH, kennzeichnend, daß die Eigentümer gleichzeitig die Unternehmen leiten; auch hier dominieren langfristige Beziehungen zwischen den Unternehmen und den kreditgewährenden Banken.

Eigenmittelbeschaffung der Unternehmen durch Aktien

*Gesamtwirtschaftliche
Bedeutung
der Aktie...*

Angesichts der überwiegend durch Einzelkaufleute, Personengesellschaften und GmbHs geprägten Unternehmenslandschaft in Deutschland verwundert es kaum, daß die Eigenfinanzierung über Aktien bei heimischen Firmen insgesamt betrachtet eine untergeordnete Rolle spielt. Ende 1995 betrug nach Angaben der Finanzierungsrechnung der Anteil der Aktien an den gesamten Finanzierungsmitteln der Produktionsunternehmen 27%; dies ist in etwa die gleiche Relation wie schon Anfang der siebziger Jahre. Im Finanzsektor lag diese Quote Ende 1995 bei rund 5%. Die Masse der Unternehmen wurde von der vielversprechenden Belebung der Emissionstätigkeit seit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre (jährlich im Durchschnitt rund 18 Mrd DM, verglichen mit 5 Mrd DM in den Siebzigern) und einer im historischen Vergleich relativ großen Zahl von Börseneinführungen bislang nicht erfaßt. Der Umlauf inländischer börsennotierter und nichtbörsennotierter Aktien, der Ende 1995 rund 1 400 Mrd DM erreichte,²⁾ stieg im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttoin-

Finanzierungsstruktur der Produktionsunternehmen *)

Bestand am Jahresende				
Position	1970	1980	1990	1995
Mrd DM				
Insgesamt	563,3	1 268,3	2 604,2	3 638,6
darunter:				
Bankkredite 1)	263,8	652,2	1 244,9	1 764,4
Umlauf von Aktien	155,0	244,5	604,2	980,2
Pensionsverpflichtungen	26,0	89,4	197,3	252,6
Anteile in %				
Insgesamt	100	100	100	100
darunter:				
Bankkredite 1)	46,8	51,4	47,8	48,5
Umlauf von Aktien	27,5	19,3	23,2	26,9
Pensionsverpflichtungen	4,6	7,0	7,6	6,9

* Fremdmittel einschl. des Aktienumlaufts laut Geldvermögensrechnung; ab 1990 Gesamtdeutschland. — 1 Von in- und ausländischen Banken.

Deutsche Bundesbank

landsprodukt. Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Aktie hat sich insofern in den vergangenen zweieinhalb Jahrzehnten praktisch nicht verändert.

Inländische Produktionsunternehmen sind die wichtigste Emittentengruppe am heimischen Aktienmarkt; sie hatten bis Ende 1995 für 980 Mrd DM Aktien begeben. Dies waren 70% des gesamten Umlaufs von Aktien inländischer Gesellschaften. In größerem Umfang emittierten seit Mitte der achtziger Jahre insbesondere Firmen aus kapitalintensiven Bereichen wie Versorgung, Chemie und Fahrzeugbau. Auf Unternehmen des finanziellen

*... und
Branchen-
struktur der
Emissionen
wenig
verändert*

2 Die im folgenden kommentierten Zahlen umfassen grundsätzlich sowohl börsennotierte Aktien (bewertet zu Jahresschlußkursen) als auch nichtbörsennotierte Aktien (bewertet zum durchschnittlichen Bilanzkurs, ermittelt aus der Unternehmensbilanzstatistik der Bundesbank).

Finanzierungsstruktur von Aktiengesellschaften unterschiedlicher Größe *)

in % der Bilanzsumme

	Kleinere Aktiengesellschaften 1)		Größere Aktiengesellschaften 2)	
	1987	1994	1987	1994
Eigenmittel 3) 4)	30,9	28,8	33,4	33,6
Gezeichnetes Kapital	16,3	15,6	10,8	9,3
Agio	2,4	4,2	7,8	11,9
Rücklagen 4)	12,2	9,0	14,8	12,3
Fremdmittel insgesamt 4) 5)	69,1	71,2	66,6	66,4
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	17,8	21,6	4,0	4,3
Pensionsrückstellungen	14,6	12,9	16,7	17,5
Sonstige Fremdmittel 4) 5)	36,7	36,8	45,9	44,7
Bilanzsumme	100	100	100	100
Nachrichtlich: Anzahl der Unternehmen	114	114	295	295

* Ergebnisse eines vergleichbaren Kreises von Aktiengesellschaften aus dem Verarbeitenden Gewerbe, dem Bau und dem Handel. — 1 Unternehmen mit Umsätzen bis 79 Mio DM (in 1994). — 2 Unternehmen mit Umsätzen von

79 Mio DM und mehr (in 1994). — 3 Brutto, d. h. ohne Abzug von Berichtigungsposten und vor Ergebnisverwendung. — 4 Einschl. Sonderposten mit Rücklageanteil. — 5 Einschl. passiver Rechnungsabgrenzungsposten.

Deutsche Bundesbank

Sektors entfielen rund 30% des Aktienumsatzes, wobei die Versicherungen mit emittierten Aktien im Wert von rund 240 Mrd DM noch vor den Kreditinstituten rangierten (175 Mrd DM). An der Emissionsstruktur hat sich in den letzten Jahren nur wenig geändert.

Der überwiegende Teil der Mittelbeschaffung über Aktien konzentrierte sich auf relativ wenige große Aktiengesellschaften. So entfielen von 1990 bis 1996 allein auf die zehn größten Emissionen fast 25% des gesamten Mittelaufkommens am Aktienmarkt. Dieses Bild wird durch die Unternehmensbilanzstatistik der Bundesbank bestätigt. Danach haben Aktien bei größeren Gesellschaften gegenüber der Außenfinanzierung über Bankkredite weiter an Gewicht gewonnen. So nahm der Anteil des gezeichneten Kapitals

– zusammen mit dem Agio – an der Bilanzsumme dieser Unternehmensgruppe von knapp 19% Ende 1987 auf über 21% Ende 1994 zu, während der Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf dem vergleichsweise niedrigen Niveau von etwa 4% stagnierte. Als Surrogat für Eigenkapital als Finanzierungsmittel fungieren gerade bei großen Unternehmen in beträchtlichem Umfang die im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung gebildeten Pensionsrückstellungen (etwa 17% der Bilanzsumme). Bei kleineren Firmen haben dagegen Bankkredite gegenüber der Zuführung von Eigenkapital sogar noch an Bedeutung gewonnen.

Zur bevorzugten Nutzung der Aktie durch größere Unternehmen hat wohl wesentlich beigetragen, daß mit der Rechtsform der

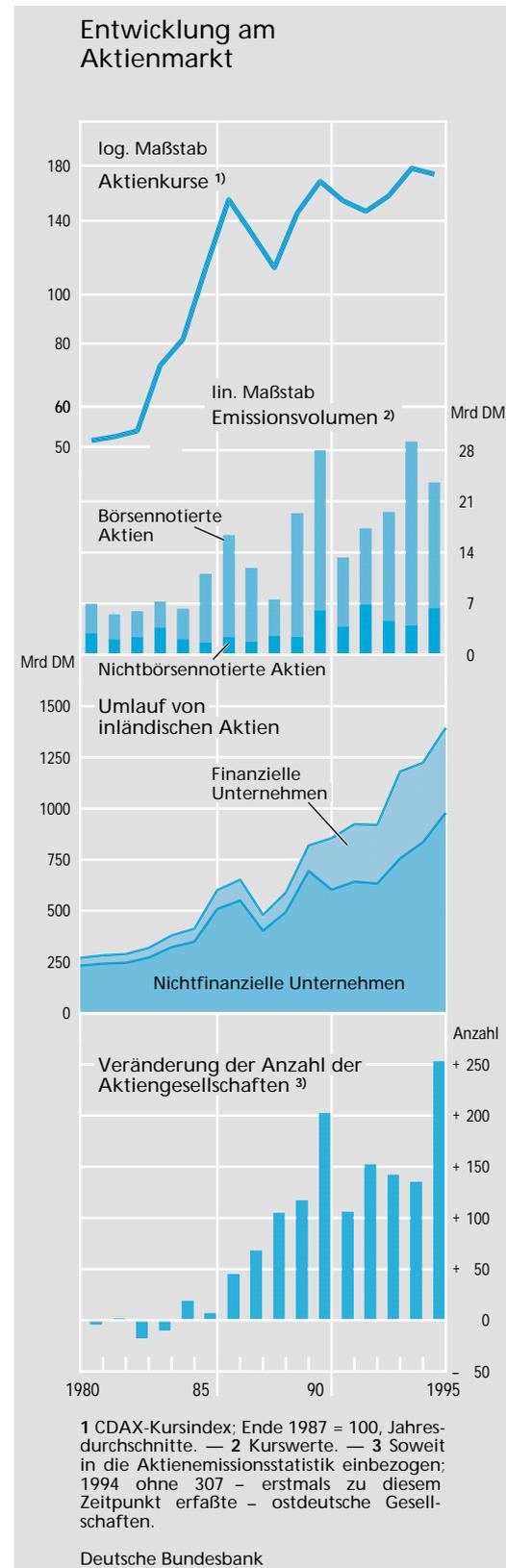
Rechtsform-
bedingte
Hürden...

Entwicklung
bei unter-
schiedlichen
Unternehmens-
größen

Aktiengesellschaft insbesondere aus Sicht kleiner und mittelständischer Firmen nicht unerhebliche Nachteile verbunden waren und teilweise immer noch sind. Zum einen ist das deutsche Aktienrecht traditionell auf den Typus der großen Publikumsgesellschaft zugeschnitten und weist folglich eine gegenüber anderen Rechtsformen hohe Regeldichte auf. Zum andern hat die Neugründung als Aktiengesellschaft oder ein entsprechender Rechtsformwechsel erhebliche Konsequenzen für die Entscheidungsprozesse im Unternehmen. So waren bis zur Novellierung des Aktienrechts im Jahr 1994 Aktiengesellschaften mit bis zu 500 Beschäftigten strengeren Mitbestimmungsvorschriften als die GmbHs unterworfen. Zudem mag gerade bei Unternehmen im Familienbesitz eine skeptische Haltung gegenüber fremder Einflußnahme einem Wechsel der Rechtsform im Wege stehen. Der Gang an die Börse bringt schließlich zwangsläufig eine stärkere Öffnung des Unternehmens mit sich, denn spiegelbildlich zum verbesserten Zugang zu Eigenkapital sind damit weitergehende Informations- und Offenlegungspflichten verbunden. In der Konsequenz konnte sich die Aktiengesellschaft als Rechtsform gegenüber der GmbH bisher nicht durchsetzen; den genannten gut 3 900 Aktiengesellschaften standen zuletzt schätzungsweise 450 000 umsatzsteuerpflichtige GmbHs gegenüber.

...inzwischen verringert

Die eher verhaltene Kursentwicklung am Aktienmarkt bis Anfang der achtziger Jahre verstärkte die Zurückhaltung bei der Gründung von Aktiengesellschaften. In den sechziger und siebziger Jahren ging deren Zahl permanent zurück, und erst seit 1986 kam



es wieder in nennenswertem Umfang zu Neugründungen. Neben dem freundlichen Börsenklima gingen anfänglich auch von der Schaffung des Geregelteten Marktes (im Jahr 1987), für den weniger strenge Zulassungsvoraussetzungen als für den Amtlichen Handel gelten, positive Impulse auf die Aktienfinanzierung aus. Leitbild des Aktiengesetzes war aber nach wie vor die große Publikumsgesellschaft. Vor diesem Hintergrund zielte die Aktienrechtsreform im Jahr 1994 darauf ab, die „kleine Aktiengesellschaft“ zu fördern. Neben der Vereinfachung einer Reihe von Vorschriften etwa im Zusammenhang mit der Gesellschaftsgründung oder der Durchführung von Hauptversammlungen wurden Aktiengesellschaften, die weniger als 500 Mitarbeiter beschäftigen, hinsichtlich der Arbeitnehmermitbestimmung der GmbH gleichgestellt. Im Jahr 1995 – dem ersten vollen Jahr, in dem das novellierte Aktienrecht galt – hat die Zahl der Aktiengesellschaften um rund 250 zugenommen und damit so stark wie nie zuvor; 1996 kamen schätzungsweise 160 Gesellschaften hinzu. Dies kann als Indiz dafür gewertet werden, daß sich durch die Aktienrechtsreform die Attraktivität dieser Rechtsform erhöht hat.

Auch steuerliche Regelungen standen der weiteren Verbreitung der Aktiengesellschaft eher im Wege. Besonders ins Gewicht fiel im Vergleich zu Personengesellschaften bis Ende 1996 die Doppelbelastung im Rahmen der Vermögensteuer auf betrieblicher Ebene (in Höhe von 0,6 % des Betriebsvermögens) und bei den Aktionären (0,5 % des Privatvermögens). Das deutsche System der Einkommensbesteuerung vermeidet seit der Reform der

Körperschaftsteuer 1977 bei inländischen Anteilseignern eine Doppelbesteuerung, denn die von der Aktiengesellschaft auf ausgeschüttete Gewinne geleistete Körperschaftsteuer ist ebenso wie die einbehaltene Kapitalertragsteuer von 25 % voll auf deren individuelle Einkommensteuer anrechenbar. Zudem sind Aktienkursgewinne bei Privaten nach Ablauf einer sechsmonatigen Spekulationsfrist – jedenfalls bisher – einkommensteuerfrei.

Steuerliche Unterschiede bestehen nach wie vor für börsennotierte Aktiengesellschaften gegenüber nicht an der Börse gehandelten Unternehmen bei der Erbschaft- und Schenkungsteuer. Der für diese Steuer maßgebliche Aktienwert bestimmt sich bei börsengehandelten Anteilen nach dem Marktpreis, bei nichtbörsennotierten Gesellschaften richtet er sich dagegen nach dem „gemeinen Wert“, der unter Berücksichtigung der Vermögenssituation und der Ertragsaussichten der Unternehmen geschätzt wird.

Bei den bestehenden Aktiengesellschaften führen steuerliche Regelungen dazu, daß die Außenfinanzierung über Kredite ebenso wie die Innenfinanzierung gegenüber der Mittelbeschaffung durch Begebung von Aktien favorisiert wird. Die Gewerbesteuer (auf Ertrag und Kapital) begünstigt die Aufnahme von Fremdmitteln am Markt gegenüber der Aktienemission insofern, als Eigenkapital und Gewinn voll, langfristiges Fremdkapital beziehungsweise Schuldzinsen dagegen nur zur Hälfte in die steuerliche Bemessungsgrundlage einbezogen werden. Die Bildung von Pensionsrückstellungen führt schließlich zu einem geringeren Gewinnausweis und damit

... Börsengang ...

... und Wahl der Finanzierungsform

Steuerliche Einflüsse auf Rechtsformwahl, ...

zu einer niedrigeren Steuerlast; zudem werden Pensionsrückstellungen nicht mit Substanzsteuern belastet. Angesichts niedriger Kapitalmarktzinsen haben Pensionsrückstellungen in den letzten Jahren gegenüber der Kreditaufnahme aber an Attraktivität eingebüßt. Hinzu kommt, daß die betriebliche Altersversorgung vor allem aufgrund steigender Lebenserwartung die Kostenrechnung der Unternehmen immer stärker belastet.

*Verfügbarkeit
von Bank-
krediten*

Steuer- und gesellschaftsrechtliche Nachteile sprechen um so mehr gegen die Aktienfinanzierung, als sich Bankkredite für die meisten Betriebe als stetig verfügbare und kostengünstige Finanzierungsquelle erwiesen haben. Neben einem wettbewerbsfreundlichen Klima im Bankensektor, das durch frühe Liberalisierung und ein stabiles makroökonomisches Umfeld geschaffen wurde, profitierte die Kreditfinanzierung auch von den gläubigerfreundlichen Regelungen des deutschen Sachen- und Konkursrechts. Abgesehen von der Möglichkeit, große Teile der Vermögenswerte eines Unternehmens zur dinglichen Absicherung heranzuziehen, ist in diesem Zusammenhang auch die – bisher jedenfalls gegebene – Bestandsfestigkeit von Kreditsicherheiten im Konkursfall zu nennen. Schließlich dürfte es vielen Unternehmern leichter fallen, einer oder mehreren Banken, zu denen lange Geschäftsbeziehungen bestehen, Einblick in die Unternehmensverhältnisse zu gewähren, als sie einem größeren Kreis von Anteilseignern offenzulegen.

*Börsengang
und Rolle der
Kreditinstitute*

Die Einschaltung eines Kreditinstituts ist an den deutschen Börsen für die Zulassung einer Aktie zum Amtlichen Handel zwingend, zum

Geregelten Markt sowie für den Freiverkehr praktisch erforderlich. Als Hindernis für Börseneinführungen könnten sich vor diesem Hintergrund im Einzelfall vor allem die für die Konsortialbanken bestehenden Prospekt- oder Reputationsrisiken erweisen. Dabei nehmen mit dem Absicherungsbedürfnis der Emissionshäuser die Hürden insbesondere für junge Unternehmen zu, die den Nachweis der Börsenreife anhand des bisherigen Unternehmenserfolgs noch nicht oder nur schwer erbringen können. Ein Indiz dafür ist, daß das Durchschnittsalter der neu an die Börse geführten Unternehmen in Deutschland im internationalen Vergleich sehr hoch ist.

Mittelanlage in Aktien und Beteiligungsbesitz

Analog zur geringen Bedeutung als Finanzierungsinstrument hat die Aktie als Anlagemedium in breiten Bevölkerungskreisen bislang nur wenig Resonanz gefunden. Ende 1995 befanden sich Aktien im Kurswert von schätzungsweise knapp 250 Mrd DM in den Portefeuilles privater Haushalte; wie erwähnt entspricht dies etwa 14 ½ % des Umlaufs an Aktien im Inland beziehungsweise gut 5 % des Geldvermögens der privaten Haushalte. Auch die Plazierung von Telekom-Aktien gegen Ende vergangenen Jahres im Kurswert von rund 8 Mrd DM bei Privatanlegern hat an der untergeordneten Rolle der Aktie als Anlageinstrument bei dieser Erwerbergruppe kaum etwas geändert. Längerfristig betrachtet haben Dividendenwerte bei Privatanlegern sogar an Boden verloren; so betrug der Anteil der Aktien am Geldvermögen der pri-

*Geringes
Aktien-
engagement
privater
Haushalte*

Geldanlagen privater Haushalte *)

Bestand am Jahresende

Position	1970	1980	1990	1995
Mrd DM				
Insgesamt	524,3	1 483,5	3 187,6	4 647,6
darunter:				
bei Banken 1)	314,3	886,9	1 553,7	2 024,8
bei Versicherungen 2)	77,8	246,2	646,6	988,6
in Aktien	53,6	61,7	175,0	245,6
in Rentenwerten	35,8	152,8	450,7	741,1
in Investmentzertifikaten	10,1	29,5	132,9	353,4
Anteile in %				
Insgesamt	100	100	100	100
darunter:				
bei Banken 1)	59,9	59,8	48,7	43,6
bei Versicherungen 2)	14,8	16,6	20,3	21,3
in Aktien	10,2	4,2	5,5	5,3
in Rentenwerten	6,8	10,3	14,1	15,9
in Investmentzertifikaten	1,9	2,0	4,2	7,6

* Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck; ab 1990 Gesamtdeutschland. — 1 Einschl. Bausparkassen. — 2 Einschl. Pensionskassen.

Deutsche Bundesbank

vaten Haushalte Anfang der siebziger Jahre noch gut 10%.

Zentrale Ursache für das zurückhaltende Aktienengagement dürfte ein von vielen Privatanlegern als vergleichsweise unattraktiv empfundenen Risiko-Ertrags-Profil von Dividendenwerten sein; die mit dem Aktienbesitz verbundene Möglichkeit aktiver Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik ist dagegen bei den Anlagedispositionen dieser Käufergruppe wohl in den wenigsten Fällen ausschlaggebend. Bis Anfang der achtziger Jahre erwies sich vor allem der insgesamt nur langsame Kursanstieg am heimischen Aktienmarkt als Hemmschuh für den Erwerb von Aktien. Die Erträge aus Dividendenzahlungen reichten allein nicht aus, um eine höhere Rendite als beim Erwerb festverzinslicher Wert-

papiere zu erzielen; ohne die Perspektive kräftiger Kurszuwächse sprach für viele Anleger damit offenbar wenig für den Kauf von Aktien.

Seit Anfang der achtziger Jahre sind die Notierungen am deutschen Aktienmarkt im Trend deutlich gestiegen. Gleichzeitig nahmen allerdings auch die Kursschwankungen zu. Das normalerweise ausgeprägt prozyklische Anlageverhalten der privaten Haushalte deutet darauf hin, daß dem kurzfristigen Kurstrend am Aktienmarkt bei den Anlagedispositionen zumindest in der Vergangenheit relativ große Beachtung beigemessen wurde. Über lange Anlagezeiträume betrachtet fallen die Wertschwankungen bei Aktien jedoch deutlich geringer aus als in der kurzen Frist, und der Gesamtertrag aus Aktienengagements war langfristig – beispielsweise seit Mitte der siebziger Jahre bei einem Anlagezeitraum von mehr als zehn Jahren – über den gesamten Markt betrachtet durchweg höher als etwa der von Rentenwerten.

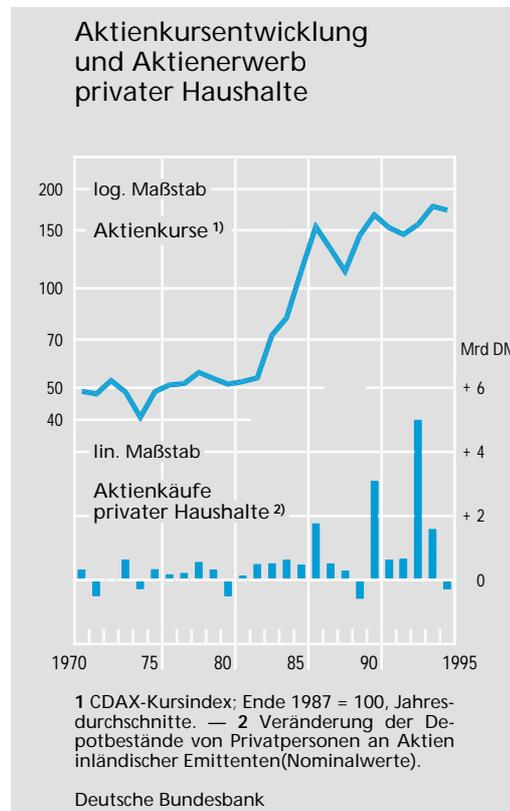
Allerdings hat der einzelne Privatanleger zu- meist nur eingeschränkte Möglichkeiten, sein Aktienportefeuille zu diversifizieren und damit die Kursschwankungen auf das am Gesamtmarkt zu beobachtende Ausmaß zu begrenzen. Einige spektakuläre Unternehmensinsolvenzen dürften so gesehen die Scheu vor dem Aktienerwerb noch verstärkt haben. Die durch das zumeist relativ geringe Depotvolumen gesetzten Grenzen für eine Streuung des Aktienbesitzes sind zwar im Jahr 1994 durch die mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz geschaffene Möglichkeit, „leichtere“ Aktien mit einem Nennwert

... und gestiegener Kursschwankungen

Trotz vermehrten „indirekten“ Aktienerwerbs über Fonds...

Wenig Kaufinteresse aufgrund verhaltener Kursentwicklung...

von 5 DM zu begeben, etwas erweitert worden. In die gleiche Richtung könnte auch eine Einführung der in anderen Ländern verbreiteten nennwertlosen Aktie wirken. Weiterhin ist aber die Zusammenstellung eines Marktportefeuilles vielfach mit relativ hohen Transaktionskosten verbunden. Vor diesem Hintergrund hat seit Anfang der neunziger Jahre das „indirekte“ Engagement der Haushalte am Aktienmarkt unter Zwischenschaltung von (Publikums-)Aktienfonds an Bedeutung gewonnen. Der Umlauf von Anteilscheinen solcher Fonds hat sich seit Ende 1989 mehr als verdoppelt, und das in Dividendenwerten angelegte Vermögen der inländischen Aktienfonds belief sich Ende 1995 auf etwa 40 Mrd DM, wovon etwa 30 Mrd DM auf Aktien heimischer Unternehmen entfielen.



... eher
konservatives
Anlage-
verhalten
privater
Haushalte

Trotz des Vordringens der Aktienfonds deutet die Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland nach wie vor auf ein recht ausgeprägtes Sicherheitsbedürfnis hin. So entfielen auf Geldanlagen bei Versicherungsunternehmen (einschl. Pensionskassen) Ende 1995 fast 1 000 Mrd DM beziehungsweise 20% des Geldvermögens der privaten Haushalte. Eine ähnliche Größenordnung erreichten Spareinlagen, gefolgt von Anlagen in Rentenwerten mit 740 Mrd DM sowie Termingeldern und Sparbriefen mit zusammen 430 Mrd DM.

Bedeutung
institutioneller
Anleger und
Alterssicherung

Die zweite am Aktienmarkt im internationalen Vergleich unterrepräsentierte Anlegergruppe sind die heimischen institutionellen Investoren. Dies ist ganz wesentlich darauf zurückzuführen, daß in Deutschland die kapitalgedeckte Altersvorsorge wenig ausgebildet

ist. Der weitaus größte Teil der Altersversorgung entfällt auf Leistungen aus der umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung. Der betrieblichen und der privaten Vorsorge kommt bislang nur eine ergänzende Funktion zu. Im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge stehen die innerhalb der Unternehmen gebildeten Pensionsrückstellungen im Vordergrund, während externe Versorgungsträger in Form der Pensions- und der Unterstützungskassen zwar an Bedeutung gewonnen haben, aber quantitativ zu vernachlässigen sind.

Die private Eigenvorsorge stützt sich vor allem auf (steuerlich begünstigte) kapitalbildende Lebensversicherungen. Die Anlagepolitik der Versicherungen ist maßgeblich durch die daraus resultierenden Zahlungsverpflich-

Aktien-
engagement
der Versiche-
rungen...

tungen bestimmt, die von den Vertragslaufzeiten oder der Häufigkeit bestimmter Versicherungsfälle abhängen. Dies verlangt langfristig kalkulierbare Erträge, so daß zum Beispiel Rentenwerte typischerweise einen relativ breiten Raum in den Portefeuilles der Versicherungen einnehmen. Allerdings sind die Aktienbestände der Versicherungen in den letzten fünfzehn Jahren deutlich gestiegen; zwischen 1980 und 1995 hat sich der Bestand von 16 Mrd DM auf 210 Mrd DM vervielfacht. Hinzu kommen die „mittelbaren“ Aktienengagements der Versicherungen über Spezialfonds. Die Aktienbestände der von Versicherungen aufgelegten Spezialfonds beliefen sich Ende 1995 auf knapp 55 Mrd DM.

... stößt
angebotsseitig
an Grenzen

Das Engagement der Versicherungsunternehmen in Dividendenwerten stößt dabei offenbar eher durch die geringe Tiefe des deutschen Aktienmarkts als durch die Anlagevorschriften des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) an seine Grenzen; denn im Durchschnitt betrachtet erreichten die von den Versicherungen in Risikokapital (zu dem neben den Aktien auch die Anteile an Spezialfonds zählen) investierten Mittel bei weitem nicht die gesetzliche Obergrenze von 30% des gebundenen Vermögens. Diese Anlagegrenzen beziehen sich seit der Novellierung des VAG im Jahr 1994 grundsätzlich auf Anlagen innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums, doch kommt dem heimischen Markt noch immer eine herausragende Bedeutung zu, da 80% des gebundenen Vermögens währungskongruent angelegt werden müssen.

Geldanlagen institutioneller Investoren

Bestand am Jahresende

Position	1970	1980	1990	1995
Versicherungsunternehmen				
	Mrd DM			
bei Banken ¹⁾	11,6	81,1	297,9	493,3
in Aktien	7,8	15,9	114,9	209,4
in Rentenwerten	16,6	56,2	121,9	204,6
in Investmentzertifikaten	0,7	9,0	71,2	162,9
in sonstigen Forderungen ²⁾	48,9	121,2	218,9	261,7
Insgesamt	85,6	283,3	824,8	1 332,0
	Anteile in %			
bei Banken ¹⁾	13,6	28,6	36,1	37,0
in Aktien	9,0	5,6	13,9	15,7
in Rentenwerten	19,6	19,8	14,8	15,4
in Investmentzertifikaten	0,8	3,2	8,6	12,2
in sonstigen Forderungen ²⁾	57,1	42,8	26,5	19,6
Insgesamt	100	100	100	100
Investmentfonds				
	Mrd DM			
bei Banken ¹⁾	0,9	3,7	26,1	32,2
in Aktien	5,0	12,4	44,5	127,0
in Rentenwerten	4,2	27,9	153,0	330,0
in sonstigen Forderungen ³⁾	.	.	4,3	40,0
Insgesamt	10,1	44,0	228,0	529,2
	Anteile in %			
bei Banken ¹⁾	8,9	8,4	11,4	6,1
in Aktien	49,5	28,2	19,5	24,0
in Rentenwerten	41,6	63,4	67,1	62,4
in sonstigen Forderungen ³⁾	.	.	1,9	7,6
Insgesamt	100	100	100	100

¹ Im wesentlichen Termingelder einschl. Namensschuldverschreibungen und Schuldscheinforderungen an Banken. — ² Hypotheken, Schuldschein- und Schuldbuchforderungen sowie Beteiligungen an Nichtbanken. — ³ Im wesentlichen Schuldscheindarlehen.

Deutsche Bundesbank

*Investment-
fonds*

Die Aktienbestände der Kapitalanlagegesellschaften haben sich von 12 Mrd DM Anfang der achtziger Jahre auf 127 Mrd DM Ende 1995 verzehnfacht; sie entsprachen damit 24% des Geldvermögens der Investmentfonds. Diese Entwicklung ist bei den Publikumsfonds, auf die Ende 1995 rund 45 Mrd DM entfielen (Ende 1990: 14 Mrd DM), im wesentlichen Ausdruck des wachsenden Interesses der privaten Haushalte an diversifizierten Wertpapierportefeuilles. Die Spezialfonds, deren Aktienvermögen in den neunziger Jahren von 30 Mrd DM auf 80 Mrd DM (Ende 1995) angewachsen ist, ermöglichen den Eignern vielfach eine flexiblere Anlagepolitik, als dies beim Direkterwerb von Wertpapieren der Fall ist. Letztlich ist die Bedeutung der Investmentfonds als Aktienerwerber Ausdruck der Anlagepräferenzen ihrer privaten und institutionellen Kundschaft.

*Anteilsbesitz
bei Unter-
nehmen...*

Ein beträchtlicher Teil der deutschen Aktien befindet sich als Beteiligungsbesitz in Händen inländischer Unternehmen. Deutsche Produktionsunternehmen hielten Ende 1995 für 708 Mrd DM Beteiligungen in Form von Aktien. Mit etwa 40% hat sich ihr Anteil am gesamten Aktienbesitz längerfristig kaum verändert. Schätzungsweise drei Viertel der Aktienbestände inländischer Produktionsunternehmen stellen gegenseitige Kapitalverflechtungen dar – mit deutlichen Schwerpunkten im Verarbeitenden Gewerbe sowie bei den Versorgungsunternehmen. Schließlich halten öffentliche Haushalte trotz der umfangreichen Privatisierungsmaßnahmen während der letzten Jahre immer noch größere Beteiligungen an Produktionsunternehmen, insbesondere in den Bereichen Verkehr,

Nachrichtenübermittlung sowie Energie- und Wasserversorgung.

Auf inländische Kreditinstitute entfielen Ende 1995 rund 165 Mrd DM oder 10% der im Inland gehaltenen Aktienbestände. Im Zeitablauf hat sich der Aktienbesitz der Banken – gemessen an ihrem Geldvermögen – etwa im Gleichschritt mit Buch- und Wertpapierkrediten entwickelt. Der Anteil der Aktien am Geldvermögen der Banken belief sich Ende 1970 ebenso wie Ende 1995 auf 2 1/2%. Bei den Aktienbeständen der Kreditinstitute handelt es sich jeweils etwa zur Hälfte um Beteiligungs- und um Portfoliobesitz. Hinter rund einem Drittel der Beteiligungen stehen Verflechtungen innerhalb des Bankensektors. Der übrige Beteiligungsbesitz konzentriert sich auf Produktionsunternehmen; zum Teil wurden diese Aktien im Zusammenhang mit Sanierungen oder auch der Unterstützung kapitalschwacher Unternehmen übernommen.

*... und Kredit-
instituten*

Schlußfolgerungen

Die relativ geringe Verbreitung der Aktie in Deutschland ist Ausdruck vielfältiger angebots- und nachfrageseitiger Einflüsse, die sowohl aus institutionellen Gegebenheiten – wie etwa der Gliederung des Unternehmenssektors nach Rechtsformen, dem Gesellschafts- und Steuerrecht oder der großenteils umlagefinanzierten Altersversorgung – als auch aus dem Verhalten der Unternehmen und der (privaten) Anleger resultieren. Daher erscheint es durchaus gerechtfertigt, von unterschiedlichen „Finanzierungskulturen“ in

*Verstärkte
Nutzung der
Aktie
wünschens-
wert...*

Deutschland und in den angelsächsischen Staaten zu sprechen. Die fortschreitende internationale wirtschaftliche Verflechtung dürfte im Laufe der Zeit auf eine gewisse Nivellierung dieser gewachsenen Unterschiede hinwirken. Ergänzend zu den vielen bewährten Elementen des deutschen Finanzsystems, die wohl auch in Zukunft Bestand haben werden, erscheint dabei angesichts der Herausforderungen, denen sich die deutsche Wirtschaft gegenüber sieht, eine intensivere Nutzung der Aktie dringend geboten.

... für Unternehmen...

Im Unternehmenssektor kann eine verstärkte Aktienfinanzierung den strukturellen Wandel beschleunigen. Eine breitere Eigenkapitalbasis begünstigt die Übernahme unternehmerischen Risikos und ist damit eine wichtige Voraussetzung für das Bestehen im internationalen Wettbewerb sowie für die Erschließung neuer Märkte. Darüber hinaus dürfte die vermehrte Lenkung von Finanzierungsmitteln über den Aktienmarkt tendenziell die Effizienz bei der Allokation von Kapital erhöhen. In diesem Zusammenhang ist es durchaus positiv zu bewerten, wenn der Aktienmarkt in stärkerem Maße als bisher Anreiz- und Steuerungsfunktionen übernimmt. Zwar dürften auf längere Sicht die Unterschiede zwischen den eingangs beschriebenen Konzepten des „Shareholder Value“ und des „Stakeholder Value“ kleiner sein als verschiedentlich unterstellt, denn nachhaltiger Unternehmenserfolg ist ohne Berücksichtigung der Belange der Gläubiger und der Beschäftigten kaum vorstellbar. Allerdings könnte eine stärkere Betonung der Aktionärsinteressen zu einer klareren Zielorientierung der Unternehmen beitragen.

Komplementär dazu kann die Aktie als Anlageinstrument einen wichtigen Beitrag leisten, um die sich aus der Altersstruktur der Gesellschaft ergebenden Finanzierungsprobleme zu lösen. Aktienvermögen einen wesentlichen Bestandteil einer kapitalgedeckten Altersvorsorge darzustellen, sei es in Form der Direktanlage privater Haushalte oder in den Portefeuilles institutioneller Investoren. Das Aktienengagement schafft darüber hinaus eine wünschenswerte Verknüpfung zwischen Kapitalbereitstellung und unternehmerischer Verantwortung. Eine weitere Verbreitung der Aktienanlage wäre auch Ausdruck einer insgesamt positiveren Einstellung gegenüber der Übernahme von Risiko und Eigenverantwortung. In einem solchen Umfeld wäre es umgekehrt wohl auch für junge und innovative Unternehmen einfacher, sich Eigenkapitalquellen zu erschließen.

... und Anleger

Schritte in diese Richtung könnten in erster Linie darin bestehen, Benachteiligungen der Aktie gegenüber anderen Finanzierungs- oder Anlageformen etwa aufgrund steuerlicher oder gesellschaftsrechtlicher Regelungen abzubauen. Derartige Reformen tragen dazu bei, allokativer Verzerrungen zu verringern und begünstigen die organische Weiterentwicklung des deutschen Finanzsystems. Eine dauerhafte Stärkung der Aktie ist aber wohl erst dann zu erwarten, wenn auch ihre Akzeptanz in breiten Bevölkerungskreisen wächst. Kritisch zu bewerten wäre aus diesem Blickwinkel eine generelle Besteuerung von Kursgewinnen aus Aktienengagements. Das große Publikumsinteresse im Zusammenhang mit der Börseneinführung der Telekom ist zwar positiv zu werten. Angesichts der nur

*Ansatzpunkte
der Aktien-
förderung*

kurzzeitigen Impulse, die von früheren Plazierungen von „Volksaktien“ ausgingen, sollte der Erfolg des Telekom-Börsengangs aber

nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Förderung des Aktiensparens eine Aufgabe ist, die nachhaltiger Anstrengungen bedarf.