

## **Berichte**

### **Von Anlegerbesteuerung bis Zinsstruktur**

#### **Bericht über die Jahrestagung der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF) am 28. September 1995 in Nürnberg**

Von Horst Bienert, Nürnberg

Zu ihrer Jahrestagung, die am 28. September 1995 in den Räumen der wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Fakultät der Friedrich Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg stattfand, versammelte die Deutsche Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF) zahlreiche Teilnehmer aus Wissenschaft und Praxis zu einem intensiven Gedankenaustausch über ein breites Spektrum finanzwirtschaftlicher Themen.

In seiner Begrüßungsrede hob Wolfgang Gerke für die DGF den Pilotcharakter der Tagung hervor. Er betonte, daß die DGF die Forschung und den internationalen Kontakt innerhalb der Finanzwirtschaft zu fördern wünscht und sich als Forum für alle versteht, die sich aus eigener wissenschaftlicher Tätigkeit oder aus ihrem Aufgabenbereich in der Wirtschaftspraxis mit den neuesten Schwerpunkten und Ergebnissen der finanzwirtschaftlichen Forschung auseinandersetzen. Dabei wird der Kontakt zwischen Wissenschaft und Praxis ebenso gefördert wie der Austausch zwischen Spezialisten unterschiedlicher Teilbereiche, was sich auch in dem breiten Themenangebot der Jahrestagung niederschlug.

In Kurzvorträgen mit anschließender Diskussionsmöglichkeit präsentierten 23 Referenten den Stand der Forschung und neue Erkenntnisse von der Anlegerbesteuerung bis zur Modellierung der Zinsstruktur, von der organisatorischen Gestaltung des Risikomanagements bis zur Chaostheorie.

Der Großteil des Programms war auf jeweils drei parallel stattfindende Blöcke aufgeteilt, die von drei Plenarvorträgen eingerahmt wurden. Im ersten Plenarvortrag präsentierte Siegfried Trautmann (Universität Mainz) eine zusammen mit Peter Reichling (ebenfalls Universität Mainz)

erstellte Untersuchung zur Performancemessung von Wertpapierportefeuilles. Nach einem Überblick über die Probleme, die mit der Messung der Leistung von Fonds-Managern wegen der Überlagerung durch zufällige Einflüsse verbunden sind, entwickelte er ein Konzept zur Aufspaltung des Anlageerfolges in eine Markt-Timing-Komponente und eine Selektivitätskomponente, das ohne die Kenntnis der einzelnen Transaktionen auskommt.

Reto Francioni, Vorstandsmitglied der Deutsche Börse AG, gründete seine Überlegungen zum „Marktmodell in der Strategie der Deutsche Börse AG“ auf eine genaue Darstellung der derzeitigen Abläufe und Schwachstellen bei der Erbringung der Börsenleistung. Besonders in den Kosten der Kursfindung sei das bisherige Marktmodell im Parketthandel nicht wettbewerbsfähig. Auch IBIS als computerisiertes Handelssystem weise noch konzeptionelle Schwächen auf. Der Referent betonte, daß der Wettbewerb mit bestehenden und potentiellen Konkurrenten ein Hauptantriebsfaktor für Effizienzverbesserungen in der Börsenorganisation sei. Dabei stellt der Schutz bisheriger Investitionen eine wichtige Hürde für die Weiterentwicklung der Börsensysteme dar.

Nach den beiden ersten Vorträgen wurde das Programm in drei parallelen Blöcken fortgesetzt. Der erste Block beschäftigte sich zunächst mit einem theoretischen Modell zur Erklärung von „organisationaler Trägheit“, der Tendenz zur Beibehaltung früherer Entscheidungen durch neue Entscheidungsträger in Organisationen. Diese „Inertia“ kann auf Unvollkommenheiten des institutionellen Gedächtnisses zurückgeführt werden (Ivo Welch, Los Angeles, in Zusammenarbeit mit David Hirshleifer). Im anschließenden Vortrag wurde die These untersucht, daß profitable Entscheidungskalküle an einer Aktienbörse auch zur Entstehung bewertungseffizienter Aktienkurse beitragen. Computersimulationen mit einer Mehrzahl konkurrierender Entscheidungskalküle innerhalb eines Marktes zeigen, daß auch uninformierte oder effizienzhemmende Entscheidungskalküle profitabel sein können (Horst Bienert, Nürnberg). Unter dem Titel „Die Zukunft der Einkommensbesteuerung privater Finanzanleger in Europa“ folgte ein kritischer Überblick über die Ansatzpunkte zur Harmonisierung der Besteuerung in Europa, verbunden mit einem Plädoyer für eine generelle Harmonisierung finanzmarktbezogener Steuern (Ute Richter, Hagen).

Die zweite Sitzung begann mit einer Einführung in die Bedeutung der Chaostheorie für die empirische Kapitalmarktforschung und der Darstellung empirischer Belege für Nichtlinearitäten in deutschen und öster-

reichischen Finanzmarktzeitreihen (Engelbert J. Dockner, Wien). Der folgende Vortrag beschäftigte sich auf der Grundlage empirischer Untersuchungen mit der Problematik der Bewertung von Derivaten auf Volatilität und mit den Implikationen für die Konstruktion von Volatilitätsindizes (Andreas Grünbichler, Los Angeles, in Zusammenarbeit mit Alfred Bühler). Schließlich wurde am Beispiel des DAX-Future eine Verbindung zwischen dem Verhalten von Arbitrageuren und dem Preiszusammenhang zwischen Kassa- und Futuresmarkt hergestellt. Aus der Kombination eines theoretischen Modells mit einer empirischen Untersuchung läßt sich folgern, daß Arbitrageure in Deutschland ihre offenen Arbitragepositionen vorzeitig glattstellen, wenn sich ihnen die Möglichkeit dazu bietet, und daß dies die zeitliche Entwicklung der relativen Fehlbewertung beeinflusst (Alexander Kempf, Mannheim).

Die dritte Sitzung eröffnete eine Reihe von insgesamt 6 Vorträgen, die sich mit Fragen der Zinsentwicklung und der Bewertung von Zinsderivaten beschäftigten. Zunächst stand die Frage nach den Implikationen stochastisch schwankender Zinssätze für die Performancemessung im Vordergrund. Aus theoretischer Sicht kann die Anlageleistung in diesem Fall nicht mehr ohne weiteres mit Hilfe der Rendite gemessen werden, da die Entnahmepreferenzen der Anleger bei schwankenden Zinssätzen eine Rolle spielen (Bernhard Schwetzler, Regensburg). Der folgende Beitrag leitete einen Maßstab für die Güte von Zinsstrukturmodellen aus arbitrage-theoretischen Überlegungen ab (Stefan Jaschke, Berlin).

Unterschiedliche Ansätze zur Modellierung der Zinsstruktur standen am Nachmittag im Mittelpunkt eines Teilprogramms. Zunächst wurden Zwei-Faktoren-Modelle der Zinsstruktur vorgestellt und ihre Anwendbarkeit zur Bewertung von Zinsderivaten empirisch demonstriert. Ein Ansatz verwendet den kurzfristigen Zinssatz und dessen Volatilität als stochastische Variablen (Marliese Uhrig, Mannheim), ein anderer stützt sich auf den langfristigen Zinssatz und die Differenz zum kurzfristigen Zinssatz als treibende Faktoren (Ulrich Walter, Mannheim). Im folgenden Beitrag wurde ein Beschreibungsmodell der Zinsentwicklung aus einer Faktorenanalyse empirisch abgeleitet. Es ergeben sich zwei Faktoren, die als Verschiebung und Drehung der Zinsstruktur interpretiert werden können (Dieter E. Hess, Konstanz). Im abschließenden Vortrag wurde eine Zustandsraumformulierung von Mehrfaktormodellen vorgeschlagen und mit Hilfe eines Kalman-Filter-Ansatzes geschätzt (Stefan Pichler, Graz, in Zusammenarbeit mit Alois J. Geyer).

Das zweite Teilprogramm des Nachmittags begann mit der Vorstellung eines Modells, das lineare Anreizverträge in einem Kapitalmarktgleich-

gewicht bei Risikoscheu der Agenten untersucht. Über die Anreizverträge für risikoscheue Manager-Agenten wird das unsystematische Risiko in dieser Modellwelt auch für die Anleger bewertungsrelevant (Louis John Velthuis, Frankfurt, in Zusammenarbeit mit Robert Gillenkirch). Der folgende Vortrag verband die Betrachtung von Investitionsmöglichkeiten als „Realoptionen“ mit der Anreizwirkung der Unternehmensfinanzierung auf Investitionsentscheidungen. Im Ergebnis kann die Wirkung der asymmetrischen Information durch die geeignete Wahl der Finanzierung neutralisiert werden (Peter Nippel, Köln). Die beiden folgenden Vorträge stellten die Ergebnisse empirischer Studien zur Marktstruktur vor. Eine Untersuchung der Verfalltage von Derivaten auf den DAX findet positive Effekte auf den Aktienumsatz und auf die Kursentwicklung am Kassamarkt (Christian Schlag, Karlsruhe). Der abschließende Vortrag beschäftigte sich mit möglichen Ursachen für die geringe Liquidität der Eröffnungsauktionen für Optionen an der DTB (Torsten Lüdecke, Karlsruhe).

Die dritte Parallelsitzung am Nachmittag begann mit einer empirischen Untersuchung der Geld-Brief-Spannen im IBIS-System. Für unterschiedliche Marktteilnehmergruppen wurden die Spannen auf die drei Komponenten Geschäftsabwicklungskosten, Bestandshaltekosten und Informationsrisiko zurückgeführt und deren relatives Gewicht für unterschiedlich große DAX-Werte untersucht (Kai Treske, Hamburg, zusammen mit Hartmut Schmidt). Der folgende Beitrag zeigte auf, daß sich in den Portfeuillestrukturdaten von 30 überwiegend in deutsche Aktien investierenden Publikumfonds deutliche Hinweise auf gleichgerichtete Anlageentscheidungen finden, besonders in kleineren Titeln (Andreas Oehler, Bamberg). Den letzten Abschnitt bildeten zwei Vorträge zum Risikomanagement. Der Schwerpunkt des ersten Vortrages lag auf den Anforderungen an das Risikomanagement in Kreditinstituten und Folgerungen für den Aufbau eines Risikoberichtssystems (Andreas Merbecks, Mülheim). Große Aufmerksamkeit und lebhaftere Diskussionsbereitschaft weckte der abschließende Vortrag über Ansätze zur Quantifizierung von Marktrisiken, der zur Illustration auf die Termingeschäfte der Metallgesellschaft zurückgriff (Mark Wahrenburg, Köln).

Zum Abschluß des wissenschaftlichen Programms referierte Bernd Rudolph (Universität München) vor dem Plenum der Teilnehmer über „Risikomanagement und bankaufsichtliche Risikobegrenzung“. Gegenstand dieses Vortrags war zunächst ein Überblick über die verabschiedeten oder vorgeschlagenen bankaufsichtlichen Risikobegrenzungsnormen und deren Unterschiede. Der Schwerpunkt lag auf der Verknüpfung

interner Risikocontrollingsysteme mit der bankaufsichtlichen Risikobegrenzung und auf den damit verbundenen Streitfragen und Problemen beim Übergang von quantitativen zu qualitativen Aufsichtsstandards.

Die Tagung endete mit einer Mitgliederversammlung der DGF unter der Leitung des Gründungsvorsitzenden, Hermann Göppl (Technische Universität Karlsruhe). Für das kommende Jahr wurde turnusgemäß ein neuer Vorstand eingeführt, dem Wolfgang Gerke (Universität Erlangen-Nürnberg, erster Vorsitzender), Sigrid Müller (Universität Kiel, zweite Vorsitzende) und Hans Peter Möller (Technische Universität Aachen, Schatzmeister) angehören. Die nächste Jahrestagung der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF) findet am 26.09.1996 in Berlin statt. Die Ausschreibung (Call for Papers) ist erhältlich bei Prof. Dr. Sigrid Müller, Humboldt-Universität zu Berlin, Institut für Finanzierung, Spandauer Straße 1, D-10178 Berlin.