

Berichte aus der Volkswirtschaft

Katrin Forster

Aktienkurse und gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Eine empirische Analyse für die Bundesrepublik Deutschland

Shaker Verlag
Aachen 2004

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Zugl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 2004

Copyright Shaker Verlag 2004

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8322-2983-3

ISSN 0945-1048

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • eMail: info@shaker.de

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Zeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Professur für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung, der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften wurde sie im Juli 2004 als Dissertation angenommen.

Vor allem möchte ich an dieser Stelle meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Wolfgang Gebauer, danken. Er hat mich nicht nur während der Arbeit an dieser Dissertation, sondern bereits als Studentin in außerordentlicher Weise gefördert und es mir nach zweijähriger Tätigkeit im Investment Banking ermöglicht, meine akademische Ausbildung an der Universität fortzusetzen. Für sein Verständnis, seine fortwährende Diskussionsbereitschaft sowie seine konstruktiven Verbesserungsvorschläge bin ich ihm zu großem Dank verpflichtet; sie haben wesentlich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen.

Herrn Prof. Dr. Dieter Nautz danke ich für die Übernahme des Zweitgutachtens und dessen schnelle Fertigstellung sowie für die Betreuung bei der Durchführung der empirischen Untersuchungen.

Frankfurt am Main, im August 2004

Katrin Forster

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XI
Tabellenverzeichnis	XIII
Verzeichnis der verwendeten Symbole	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einleitung	1
1.1 Untersuchungsgegenstand	1
1.2 Einordnung und Abgrenzung der Thematik	3
1.3 Aufbau der Arbeit	8
2 Charakterisierung des Aktienmarktes in Deutschland	11
2.1 Bedeutung des deutschen Aktienmarktes im internationalen Vergleich	11
2.2 Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument	13
2.3 Bedeutung der Aktie als Anlageinstrument	17
3 Aktienmarkt und Konjunktur	23
3.1 Vorlaufeigenschaften von Aktienkursen	23
3.2 Übersicht über die Wirkungskanäle	26

4	Bedeutung von Aktienkursschwankungen für private Investitionen in Deutschland	33
4.1	q-Kanal	33
4.1.1	Das q-Konzept von TOBIN	34
4.1.2	Das neoklassische q-Investitionsmodell	39
4.1.3	Unterschiede zwischen dem q-Konzept von Tobin und der neoklassischen Investitionstheorie	49
4.1.4	Frühere Schätzungen des Tobin q sowie von q-Investitionsfunktionen für Deutschland	51
4.1.5	Daten	54
4.1.5.1	Besonderheiten des Datensatzes	55
4.1.5.2	Operationalisierung des Tobin q	57
4.1.5.3	Bruttoinvestitionen	59
4.1.5.4	Cash Flow und Umsätze	60
4.1.6	Empirische Ergebnisse	60
4.1.6.1	Deskriptive Maßzahlen der verwendeten Variablen	60
4.1.6.2	Die Entwicklung von Tobins q	62
4.1.6.3	Schätzung der q-Investitionsfunktion	64
4.1.6.3.1	Spezifikation des empirischen Modells	64
4.1.6.3.2	Measurement Error	67
4.1.6.3.3	Ergebnisse der Schätzung der q-Investitionsfunktion für Deutschland	69
4.1.7	Beurteilung der Relevanz des q-Kanals	74
4.2	Bilanzkanal	77
4.2.1	Asymmetrische Informationsverteilung und Kosten der externen Finanzierung	79
4.2.2	Bilanzkanal und Aktienkursentwicklung	85
4.2.2.1	Unternehmensbilanzkanal	86

4.2.2.2	Bankbilanzkanal	87
4.2.3	Empirische Untersuchungen zur Relevanz des Bilanzkanals	90
4.2.3.1	Empirische Detailfragen bei der Schätzung von Bilanzeffekten	91
4.2.3.2	Finanzierungsbeschränkungen und Investitionsverhalten	95
4.2.3.3	Kreditwürdigkeit und Unternehmensinvestitionen	102
4.2.3.4	Zusammenfassende Beurteilung	107
4.3	Beurteilung des Gesamteffektes auf die Investitionen	108
5	Bedeutung von Aktienkursschwankungen für den privaten Konsum in Deutschland	111
5.1	Vermögenseffekte	112
5.1.1	Lebenszyklus- und Permanente-Einkommens-Hypothese	113
5.1.2	Verwandte empirische Arbeiten für Deutschland	117
5.1.3	Daten	119
5.1.3.1	Aktienvermögen und Geldvermögen der deutschen Haushalte	119
5.1.3.2	Verwendete Daten	122
5.1.3.3	Zeitreiheneigenschaften der Daten	123
5.1.4	Empirische Ergebnisse	124
5.1.4.1	Johansen-Kointegrationstest	125
5.1.4.2	Schätzung des Vektorfehlerkorrekturmodells	129
5.1.4.3	Analyse der Impuls-Antwort-Funktion	131
5.1.4.4	Untersuchung möglicher asymmetrischer Wirkungen von Aktienkursschwankungen	132
5.1.5	Zusammenfassung	134
5.2	Bedeutung des Bilanzkanals für den privaten Konsum	135
5.2.1	Kreditbeschränkungen und Liquiditätsüberlegungen	135

5.2.2	Empirische Untersuchungen	136
5.3	Vertrauenseffekte	139
5.3.1	Der Frühindikator kanal	140
5.3.2	Empirische Untersuchungen	141
5.3.2.1	Aktienkurse und Konsumentenvertrauen	141
5.3.2.2	Auswirkungen von Aktienkursschwankungen auf den Konsum von Aktionären und Nicht-Aktionären	143
5.4	Beurteilung des Gesamteffektes auf den Konsum	144
6	Transmission internationaler Aktienkursschwankungen	147
6.1	Die Bedeutung von Handelsverflechtungen	149
6.2	Bedeutung internationaler Kapitalverflechtungen	151
6.3	Erwartungseffekte	153
6.4	Ausländische Aktienkursschwankungen und Outputentwicklung	154
6.5	Weltweit synchrone Schwankungen der Aktienkurse	155
6.6	Zusammenfassung	158
7	Kritische Würdigung	159
	Appendix	163
A	q-Analyse	163
A.1	Überblick über unterschiedliche Definitionen von Tobins q	163
A.2	Zusätzliche Abbildungen und Tabellen	169
A.3	Verwendete Daten	171
A.3.1	Liste der betrachteten Unternehmen	171
A.3.2	Überblick über alternative Datenquellen für q-Panelanalysen	175
A.3.3	Ermittlung der Korrekturfaktoren bei der Ermittlung der Wiederbeschaffungswerte	176

B Bilanzkanal	181
C Konsum-Vermögenseffekte	183
C.1 Die Finanzierungsrechnung	183
C.1.1 Verbindung von Finanzierungsrechnung und VGR	183
C.1.2 Geldvermögensrechnung	184
C.2 Ausführliche Ergebnisse	186
C.2.1 Ergebnisse der Schätzung des Fehlerkorrekturmodells	186
C.2.2 Untersuchung von Asymmetrien in der Kurzfrisdynamik	187
C.3 Konsum-Vermögenseffekte und Arbeitseinkommen	187
C.3.1 Arbeitseinkommen vs. Verfügbares Einkommen	187
C.3.2 Schätzung des Konsum-Vermögenseffektes	189
C.3.3 Einordnung dieser Schätzergebnisse	191
C.4 Verzeichnis der verwendeten Daten	192
Literaturverzeichnis	195
Lebenslauf	225