

Rainer Fehn

# Steuerreform, Kapitalmarkt- unvollkommenheiten und Arbeitslosigkeit

*Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit sollte die Reform des Steuersystems auf positive Beschäftigungswirkungen abzielen. Arbeitsnachfrage und Beschäftigung lassen sich aber insbesondere durch die Anregung der Investitions- und Innovationstätigkeit und durch die vermehrte Gründung junger Unternehmen erhöhen. Dem stehen Unvollkommenheiten auf den Kapitalmärkten entgegen. Wie könnte die anstehende Steuerreform dazu beitragen, diese Unvollkommenheiten zu beseitigen?*

Insbesondere zwei Themen stehen seit einiger Zeit im Zentrum der wirtschaftspolitischen Debatte in Deutschland. Dies ist in erster Linie die anhaltende Massenarbeitslosigkeit. In bezug auf die Beschäftigung scheint Deutschland im internationalen Vergleich immer weiter zurückzufallen. Während andere Länder wie etwa Großbritannien, die Niederlande und Schweden hier erhebliche Fortschritte erzielt haben, bleibt in Deutschland die offizielle Arbeitslosigkeit hartnäckig an der Vier-Millionen-Marke hängen. In den USA ist sogar gegenwärtig der längste Aufschwung der Geschichte zu beobachten. Dort signalisieren die derzeitige Arbeitslosenrate von nur noch 4,1% Vollbeschäftigung und die allgegenwärtigen „help wanted“-Schilder inzwischen sogar Arbeitskräfteknappheit.

Eng damit zusammen hängt das zweite Thema, die Steuerreform. Zwar herrscht weitgehend Einigkeit, daß das Steuersystem in Deutschland dringend reformbedürftig ist und daß durch diese Reform positive Beschäftigungswirkungen erzielt werden müssen. Über die Ausgestaltung scheiden sich jedoch die Geister. Unter der Kohl-Regierung ging es noch in erster Linie um eine deutliche Senkung der Spitzensteuersätze verbunden mit einer Ausweitung der Bemessungsgrundlage. Die jetzige Schröder-Regierung will hingegen im Unternehmen reinvestierte Gewinne steuerlich bevorzugen und z.B. mit der Ökosteuere-

form als gesellschaftlich wünschenswert erachtete Lenkungswirkungen erzielen. Bei der Absenkung der privaten Spitzensteuersätze ist die jetzige Regierung hingegen eher zaghaft, wohl auch deshalb, weil sie selbst die positiven Wirkungen ihrer Reform auf die wirtschaftliche Dynamik bezweifelt.

## Steuerreform und Beschäftigungseffekte

Die CSU scheint demgegenüber kaum Zweifel daran zu hegen, daß eine massive Senkung der Spitzensteuersätze deutliche wachstumssteigernde Effekte zur Folge hat. Dann würde sich die Steuerreform in erheblichem Maße selbst finanzieren. Das amerikanische Beispiel scheint dies zwar zu bestätigen, doch muß man sich auch vergegenwärtigen, daß die Reagan'sche Steuerpolitik in den 80er Jahren zunächst einmal zu einer anhaltenden und massiven Ausweitung der Haushaltsdefizite geführt hat. Erst der langanhaltende Boom in den 90er Jahren, der aber auch mit den angebotspolitischen Verbesserungen der Ära Reagan zusammenhängt, hat zu der derzeitigen beneidenswerten Haushaltslage in den USA geführt. Es ist allerdings mehr als unsicher, ob sich der Weg der USA nahezu 20 Jahre später so ohne weiteres wiederholen läßt.

Angesichts des Ernstes der Lage auf dem Arbeitsmarkt, immerhin will sich die Regierung Schröder ja in zweieinhalb Jahren an ihrer Arbeitsmarktbilanz messen lassen, scheint es angebracht, sich noch einmal zu fragen, welche Art der Steuerreform eigentlich aus ökonomischer Sicht am ehesten geeignet ist, eine positive Beschäftigungsdynamik in Gang zu setzen. In den Wirtschaftswissenschaften besteht weitgehend Einigkeit darüber, daß aus Beschäftigungssicht eine Reduktion der Steuerlast insgesamt sowie eine deut-

---

*Dr. Rainer Fehn, 32, ist John F. Kennedy Memorial Research Fellow am Center for European Studies an der Harvard University in Cambridge/MA, sowie wissenschaftlicher Assistent am Volkswirtschaftlichen Institut der Universität Würzburg.*

liche und allgemeine Absenkung der Spitzensteuersätze, die mit einer Verbreiterung der Bemessungsgrundlage einhergeht, wünschenswert ist. Es stellt sich aber die Frage, ob eine Steuerreform, die wirklich Beschäftigung schafft, unter den heutigen ökonomischen Rahmenbedingungen nicht noch über eine Absenkung der Steuersätze hinausgehen müßte.

Zu den weiteren Komponenten einer Steuerreform sollte gehören, daß die Asymmetrie im Steuerrecht beseitigt wird. Diese besteht beispielsweise darin, daß der Staat sich zwar an Unternehmensgewinnen quasi als stiller Teilhaber sofort prozentual beteiligt, nicht aber an Unternehmensverlusten. Es ist das Ziel dieses Beitrages zu zeigen, warum von einer zeitlich symmetrischen Beteiligung des Staates an Gewinnen und Verlusten der Unternehmungen bedeutsame positive Beschäftigungsimpulse zu erwarten sind. Dieser Vorschlag ist neben weiteren Absenkungen des Spitzensteuersatzes und des Steuersatzes auf Kapitalgewinne („capital gains tax“) Teil der derzeit intensiv in den USA geführten Debatte, wie das dortige Steuersystem umgestaltet werden müßte, um die ohnehin schon wesentlich dynamischere Gründungstätigkeit von Unternehmungen als in Deutschland noch weiter zu erhöhen. Von daher sollte diesem Problembereich auch in Deutschland mehr Aufmerksamkeit gewidmet werden<sup>1</sup>.

### Ursachen der Beschäftigungsmisere

Um die Beschäftigungswirkungen einer zeitlich symmetrischen Ausgestaltung der steuerlichen Behandlung von Gewinnen und Verlusten beurteilen zu können, ist es zunächst notwendig herauszuarbeiten, wie aus dem Zusammenspiel von unvollkommenen Arbeits- und Kapitalmärkten die anhaltende Beschäftigungsmisere in Deutschland mitentsteht. Die Arbeitslosigkeit in Deutschland ist zum größten Teil strukturell bedingt. Dies bedeutet, daß sie sich allein mit einer expansiven Nachfragepolitik nicht erfolgversprechend bekämpfen läßt. Überhöhte reale Lohnkosten für den Arbeitgeber relativ zum Grenzprodukt der Arbeit, im internationalen Vergleich äußerst rigide Lohnstrukturen sowie in sektoraler, qualifikatorischer und regionaler Hinsicht zu wenig differenzierte Löhne und zu immobile Arbeitnehmer sind die Hauptursachen der strukturell bedingten Beschäftigungsprobleme. Rigide Arbeitsmärkte sind also primär für die anhaltend hohe strukturelle Arbeitslosigkeit verantwortlich<sup>2</sup>.

Offen zutage treten die Faktoren, die den deutschen Arbeitsmarkt etwa im Vergleich zum amerikanischen rigide machen:

- eine im internationalen Vergleich spendable Arbeitslosenversicherung mit langen Bezugsdauern, hohen Lohnersatzraten und laxen Zumutbarkeitskriterien,
- eine großzügige Sozialhilfe, die noch dazu durch eine nahezu hundertprozentige Besteuerung von Arbeitsentgelten im Übergangsbereich zwischen dem Empfang von Transferzahlungen und regulärer Erwerbstätigkeit gekennzeichnet ist,
- durch diese Faktoren bedingt ein nach internationalen Maßstäben de facto exorbitant hohes Mindestlohniveau.

Darüber hinaus sorgen relativ starke und zentral organisierte Gewerkschaften dafür, daß der aggregierte reale Lohndruck in Deutschland hoch ist und einer aus Beschäftigungssicht eigentlich notwendigen stärkeren Aufspreizung der Lohnstrukturen enge Grenzen gesetzt werden. Die Marktmacht der Arbeitsplatzbesitzer wird schließlich durch die hohen gesetzlich bedingten Entlassungskosten abgerundet. Das Ergebnis eines derart rigiden Arbeitsmarktes ist eine ausgeprägte Segmentierung des deutschen Arbeitsmarktes in Insider und Outsider<sup>3</sup>.

Es wäre aber zu einseitig, lediglich rigide Arbeitsmärkte für die Beschäftigungsmisere verantwortlich zu machen. Neben dem Arbeitsangebot und der Lohnsetzung spielt auch die Arbeitsnachfrage hierbei eine wichtige Rolle. Die aggregierte Arbeitsnachfrage und die Beschäftigung lassen sich bei dem gegebenen Nettoanspruchslohn der Arbeitnehmer steigern, wenn es gelingt, den in Deutschland exzessiv hohen Steuer- und Abgabenkeil zwischen den realen Brutto-lohnenkosten für den Arbeitgeber und dem Nettoeinkommen für den Arbeitnehmer zu senken. Dies spricht dafür, die konsumtiven Ausgaben des Staates einzuschränken, um dadurch eine allgemeine Senkung der Steuer- und Abgabenlast zu ermöglichen. Das derzeit im Rahmen des „Bündnisses für Arbeit“ anvisierte Modell der Rente mit 60 führt allerdings genau in die falsche Richtung, weil dadurch de facto die Lohnnebenkosten weiter anwachsen.

<sup>2</sup> Vgl. OECD: Economic Outlook, 63, 1998, S. 173 f.; R. Fehn: Der strukturell bedingte Anstieg der Arbeitslosigkeit: Ursachen und Lösungsansätze, Baden-Baden 1997.

<sup>3</sup> Vgl. A. Lindbeck: The West European Unemployment Problem, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 132 (1996), S. 609-637; L. Ljungqvist, T. Sargent: The European Unemployment Dilemma, in: Journal of Political Economy, 106 (1998), S. 514-550.

<sup>1</sup> Vgl. A. Weiss: The Fair Tax: A Tax Reform to Alleviate Recessions and Reduce Biases in the Tax Code, mimeo, Boston University 1999; W. Gentry, G. Hubbard: Tax Policy and Entrepreneurial Entry, mimeo, Columbia University 1999.

## Investitionen und Innovationen

Die Arbeitsnachfrage und auch die Beschäftigung lassen sich außerdem durch eine allgemeine Anregung der Investitionstätigkeit erhöhen. Gerade bei strukturellen Beschäftigungsproblemen dienen vermehrte Unternehmensneugründungen und eine verstärkte Innovationstätigkeit dazu, nicht nur die aggregierte Arbeitsnachfrage zu steigern, sondern sie auch in vielversprechende Zukunftssektoren zu verlagern. Sie sind Voraussetzung dafür, daß Deutschland tatsächlich auf breiter Front das schafft, was die USA schon erfolgreich vorexerziert hat, nämlich den Sprung in die Dienstleistungsgesellschaft auf der einen Seite und in die verstärkte „high tech“-Produktion auf der anderen Seite. Eine Ausweitung der Beschäftigung im Bereich weitgehend standardisierter Industrieprodukte, die oft auf zeitlich weit zurückliegenden technologischen Durchbrüchen beruhen, ist insbesondere aufgrund der rasch voranschreitenden Globalisierung und wegen des bei dieser Produktion besonders intensiven arbeitssparenden technischen Fortschrittes kaum möglich<sup>4</sup>.

Unternehmensneugründungen und Innovationen zeichnen sich dadurch aus, daß etablierte Insider entweder noch gar nicht existieren oder ihre Machtposition schwach ist. Sie sind also Schlüsselinstrumente, um aus der Insider-Outsider-Falle auf dem deutschen Arbeitsmarkt zu entkommen. Eine rege Gründungstätigkeit ist aber auch wichtig, um die Monopolmacht der Unternehmungen auf dem Gütermarkt im Zaum zu halten, denn diese wirkt sich negativ auf das Niveau und die Reallohnelastizität der aggregierten Arbeitsnachfrage aus. Eine hohe Reallohnelastizität der Arbeitsnachfrage ist aus Beschäftigungsgründen wichtig, weil dadurch der Anreiz der Gewerkschaften wächst, Reallohnrückhaltung zu üben. Je höher die Reallohnelastizität der Arbeitsnachfrage ist, desto größer ist der Beschäftigungszuwachs, den die Gewerkschaften für ein gegebenes Ausmaß an Reallohnrückhaltung erhalten, umgekehrt wird eine zu aggressive Lohnpolitik um so stärker bestraft.

Die strukturelle Arbeitslosenrate bleibt gleich, wenn sich der Abbau der alten Arbeitsplätze und die Schaffung neuer Arbeitsplätze die Balance halten. Sie verringert sich, wenn sich der Abbau der alten Arbeitsplätze verlangsamt und/oder die Schaffung neuer Arbeitsplätze erhöht. Investitionen, Innovationen und

Unternehmensneugründungen sind die Schlüsselfaktoren bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze. Ein flexibler Arbeitsmarkt kann dabei zwar behilflich sein, etwa weil er aufgrund von niedrigen Entlassungskosten die mit den Innovationen und Unternehmensneugründungen verbundenen Risiken senkt<sup>5</sup> oder weil die Arbeitslosen aufgrund von restriktiven Transferzahlungen eine hohe Mobilität aufweisen. In erster Linie dient ein flexibler Arbeitsmarkt aber dazu, über Lohnzurückhaltung und flexible Lohnstrukturen die Zerstörung alter Arbeitsplätze zu verlangsamen und damit mehr Beschäftigung mit dem vorhandenen Kapitalstock zu ermöglichen. Dadurch wird Zeit für die notwendigen strukturellen Anpassungen gewonnen. Dieses Zeitfenster wird allerdings im Zuge der rasch voranschreitenden Globalisierung immer kleiner.

## Bedeutung des Kapitalmarktes

Neben einem flexiblen Arbeitsmarkt ist jedoch auch ein gut funktionierender Kapitalmarkt eine Voraussetzung für die erfolgreiche Bekämpfung der strukturellen Arbeitslosigkeit. Dieser Aspekt findet in der wirtschaftspolitischen Debatte in Deutschland kaum Beachtung, obwohl sich mittlerweile herausgestellt hat, daß das Paradigma vollkommener Kapitalmärkte empirisch nicht haltbar ist und sich daraus weitreichende makroökonomische Konsequenzen ergeben<sup>6</sup>.

Der Kapitalmarkt ist in aller Regel durch erhebliche Informationsasymmetrien zwischen Investor und Geldgeber gekennzeichnet. Dadurch, daß der Investor wesentlich besser als der Kapitalgeber über die Ertragsaussichten seines Projektes informiert ist und es für den Kapitalgeber teuer ist, den Investor bei seinen Handlungen zu überwachen, ergeben sich bei Fremdkapitalfinanzierung die bekannten Agency Probleme der adversen Selektion und des Moral hazard. Mit wachsenden Fremdkapitalzinsen scheiden die potentiellen Investoren mit einer geringeren Kapitalrendite zunehmend aus dem Pool der Bewerber um eine Fremdkapitalfinanzierung aus bzw. wird es ex post für die Investoren immer attraktiver, auf ein riskanteres Projekt mit einer höheren Kapitalrendite als das vereinbarte Projekt auszuweichen. Es steigt also der Anteil an Hasardeuren mit riskanten Projekten, was aber dazu führt, daß für den Fremdkapitalgeber eine Erhöhung des geforderten Fremdkapitalzinses auch dann nachteilig sein kann, wenn auf dem

<sup>4</sup> Vgl. O. Blanchard: Revisiting European Unemployment: Unemployment, Capital Accumulation and Factor Prices, NBER Working Paper Nr. 6566, 1998; D. Audretsch: The Innovation, Unemployment and Competitiveness Challenge in Germany, CEPR Discussion Paper 1152, 1995.

<sup>5</sup> Vgl. G. Saint-Paul: Employment Protection, International Specialization, and Innovation, IMF Working Paper, WP/96/16, 1996.

<sup>6</sup> Vgl. G. Hubbard: Capital-Market Imperfections and Investment, in: Journal of Economic Literature, 36 (1998), S. 193-225; B. Greenwald, B. J. Stiglitz: New and Old Keynesians, in: Journal of Economic Perspectives, 7 (1993), S. 23-44.

Markt für Fremdkapitalfinanzierungen ein Nachfrageüberschuß vorherrscht.

Der Kapitalgeber erhält die vertraglich fest vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit, so daß seine Ertragserwartungen bei einem Anstieg des Zinssatzes dann sinken, wenn der negative Risikoeffekt den positiven Zinseffekt überwiegt. Die Folge ist Kreditrationierung bei einem Kreditzins, der unterhalb des markträumenden Niveaus liegt. In dieser Situation liegt ein Nachfrageüberschuß auf dem Markt für Unternehmenskredite vor, aber dennoch steigt der Kreditzins nicht, weil bei steigendem Zins die Gewinnerwartungen auf Seiten der Kreditgeber sinken würden.

### Das Problem der Kreditrationierung

Weder Eigenkapitalfinanzierung noch das Stellen von Sicherheiten können die Kreditrationierungsproblematik wirklich lösen. Nur ein kleiner Bruchteil aller Unternehmungen hat Zugang zur Eigenkapitalfinanzierung. Selbst dann ist es in der Regel nachteilig, neue Eigenkapitaltitel auf den Markt zu bringen, weil dies üblicherweise vom Kapitalmarkt als negatives Signal in bezug auf die zukünftigen Ertragserwartungen der Unternehmung interpretiert wird. Unternehmungen mit hochrentablen Projekten würden sich besser stellen, wenn sie diese über Fremd- und nicht über Eigenkapitaltitel finanzierten.

Sicherheiten sind ebenfalls kein zuverlässiges Instrument, um Probleme der adversen Selektion und des Moral hazard zu lösen, weil wohlhabendere Individuen sowohl mehr Sicherheiten stellen können, als auch in der Regel weniger risikoavers sind. Es ist sogar aus Sicht des Kapitalgebers auch nicht ohne weiteres auszuschließen, daß ein heute reicher Kreditnehmer, der in der Lage und Willens ist, ein großes Maß an Sicherheiten zu stellen, aufgrund seiner geringeren Risikoaversion häufig in der Vergangenheit auf Risiko gespielt und bislang meist Glück gehabt hat<sup>7</sup>.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen sollte es nicht überraschen, daß gerade Kredite für kleinere und junge Unternehmungen häufig rationiert werden und Investitionsentscheidungen von der Finanzierungssituation abhängen. Dies läßt sich insbesondere daran erkennen, daß der Empfang einer größeren Erbschaft es empirisch wesentlich wahrscheinlicher macht, daß sich der Erbe als Unternehmer selbständig macht, und daß vor allem auch der „cash flow“

empirisch signifikant die Investitionstätigkeit der Unternehmungen erklären hilft. Dies ist am stärksten bei Unternehmensneugründungen und Innovationen der Fall, was wenig überraschend ist, weil bei diesen beiden Entscheidungssituationen die Informationsverteilung besonders asymmetrisch ist<sup>8</sup>.

Sind aber Investitionen, Innovationen und Unternehmensneugründungen tatsächlich Schlüsselemente im Kampf gegen die strukturelle Arbeitslosigkeit, dann spielt die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle. Die amerikanischen Beschäftigungserfolge sind dann möglicherweise nicht nur Ausfluß eines wesentlich flexibleren Arbeitsmarktes, sondern auch eines wettbewerbslicheren und offeneren Kapitalmarktes, in dem der Aktienmarkt eine zentrale Stellung einnimmt und in dem die Manager einen geringeren diskretionären Handlungsspielraum haben, um risikoavers zu agieren.

### Ausrichtung am „shareholder-value“-Prinzip

Die weitaus striktere Ausrichtung der Investitionspolitik am „shareholder value“ in den USA sorgt für einen effizienteren Kapitaleinsatz, was sich langfristig positiv auf die Beschäftigung auswirkt. Die größere Kapitalrendite macht es auch für die breite Bevölkerung attraktiver, sich am Aktienmarkt zu engagieren und damit risikotragendes Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Eine hohe Quote an risikotragendem Eigenkapital in der Unternehmensfinanzierung hat aus gesamtwirtschaftlicher Sicht heute eine größere Bedeutung, weil das wirtschaftliche Umfeld deutlich volatiler geworden ist. Größere wirtschaftliche Schwankungen werden bei einer Fremdkapitalfinanzierung direkter an das Unternehmen weitergegeben, was sich negativ auf die Arbeitsnachfrage auswirkt<sup>9</sup>.

Umgekehrt wird das „shareholder value“-Prinzip in den USA eher von der breiten Bevölkerung akzeptiert. Der Blick auf die Rendite ist dort schon dadurch geschärft, daß die Höhe der Pensionszahlungen weitgehend davon abhängt, welche Rendite die Pensionsfonds am Kapitalmarkt erwirtschaften. Die große Bedeutung von Pensionsfonds bei der Alterssicherung zusammen mit der Einführung des „prudent man“-Prinzips in ihrer Anlagepolitik Ende der 70er Jahre ist schließlich ein ausschlaggebender Grund dafür, daß

<sup>8</sup> Vgl. L. Guiso: High Tech Firms and Credit Rationing, CEPR Discussion Paper 1696; D. Harhoff: Are There Financing Constraints for R&D and Investment in German Manufacturing Firms? ZEW Discussion Paper Nr. 96-28 (1997); D. Holtz-Eakin u.a.: Sticking It Out: Entrepreneurial Survival and Liquidity Constraints, in: Journal of Political Economy, 102 (1994), S. 53-75.

<sup>9</sup> Vgl. J. Aizenman, A. Powell: Volatility and Financial Intermediation, NBER Working Paper, 6320 (1997).

<sup>7</sup> Vgl. J. Stiglitz, A. Weiss: Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macroeconomics, Oxford Economic Papers, 44 (1992), S. 694-724.

der Risikokapitalmarkt in den USA wesentlich weiter entwickelt ist als in Deutschland. Ein entwickelter Risikokapitalmarkt ist aber wiederum eine entscheidende Voraussetzung für eine breite Welle an erfolgreichen Unternehmensneugründungen und Innovationen<sup>10</sup>.

### Unvollkommene Kapitalmärkte und Rezession

Kapitalmarktunvollkommenheiten sind jedoch nicht nur dafür verantwortlich, daß der strukturelle Wandel mit einem höheren Ausmaß an struktureller Arbeitslosigkeit einhergeht, sondern auch dafür, daß Rezessionen schwerwiegender sind als bei funktionierenden Kapitalmärkten. Ein prägnantes Merkmal des zeitlichen Verlaufs der Arbeitslosenrate in Deutschland ist, daß die Arbeitslosigkeit stets in großen Schüben angestiegen ist, insbesondere in den Rezessionen 1973/74, 1980-82, 1991-94 und 1996/97, und sich dann auf dem höheren Niveau strukturell verfestigt hat. Für die strukturelle Verfestigung sind ohne Frage primär das Insider-Outsider-Problem und damit rigide Arbeitsmärkte und ein großzügig ausgebauter Wohlfahrtsstaat verantwortlich.

Der ursprüngliche Beschäftigungseinbruch hängt jedoch von der Größe des negativen Schocks sowie davon ab, ob das ökonomische System Schocks abzufedern hilft oder diese eher verstärkt. Die makroökonomische Literatur der letzten Jahre hat hier gezeigt, daß unvollkommene Kapitalmärkte über Multiplikator- und Akzeleratoreffekte ein wichtiger Schockverstärker sind und daß sie die Arbeitsnachfrage destabilisieren. Unvollkommene Kapitalmärkte spielen von daher sowohl bei strukturellen als auch bei nachfragebedingten Beschäftigungsproblemen, die sich im Lauf der Zeit strukturell verfestigen, eine Schlüsselrolle<sup>11</sup>.

Rezessionen führen regelmäßig dazu, daß der „cash flow“ der Unternehmungen einbricht, was sich bei unvollkommenen Kapitalmärkten und kreditrationierten Unternehmungen sofort negativ auf die Investitionstätigkeit auswirkt, wenn sich nicht simultan die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten entsprechend verbessern. Letzteres ist jedoch gerade nicht zu erwarten. Die Banken wissen, daß in rezessiven Phasen der Anteil der Unternehmungen steigt, die sich vor allem deshalb um einen Kredit bemühen, weil

sie einen ansonsten unmittelbar bevorstehenden Konkurs abwenden wollen. Sie können aber nicht ohne weiteres feststellen, welche der Unternehmungen, die sich bei ihnen um einen Kredit bewerben, sich in einer solchen Situation befinden, so daß sie ihre gesamte Kreditvergabe an alle potentiellen Schuldner kürzen. Eine Erhöhung des Zinses hilft den Banken nicht weiter, weil die Kreditnachfrage unmittelbar vom Bankrott bedrohter Unternehmungen zinsunelastisch ist.

Dieser Effekt wird noch dadurch verstärkt, daß es für eine Unternehmung, die sich unmittelbar vom Konkurs bedroht sieht, ökonomisch sinnvoll sein kann, besonders riskante Projekte zu realisieren. Ein solcher Fall ist gegeben, wenn die Unternehmenseigner vor der Situation stehen, das gesamte in die Unternehmung investierte Vermögen zu verlieren. Das Verhalten, in Krisenzeiten bewußt Risiken in Kauf zu nehmen, geht allerdings zu Lasten der Fremdkapitalgeber, weil diese für die zusätzlich eingegangenen Risiken nicht entschädigt werden. Rationale Banken antizipieren diese veränderte Anreizsituation für einen größeren Teil der Unternehmungen in Rezessionen, so daß sie von vornherein bei der Kreditvergabe restriktiver sind<sup>12</sup>.

### Folgen für die Nachfrage nach Grund und Boden

Der im Zuge von Rezessionen empirisch zu beobachtende Einbruch bei der Investitionstätigkeit übersteigt häufig das Ausmaß, daß mit einem sinkenden Wertgrenzprodukt der Investitionen erklärbar wäre. Als unmittelbare Folge sinkt die Nachfrage kreditrationierter Unternehmungen nach Sicherheiten, also in der Regel nach Grund und Boden. Eine gleichzeitige Verringerung des Angebotes an Grund und Boden ist aber nicht zu erwarten. Vielmehr werden die kreditrationierten Unternehmungen eher bestrebt sein, Grund und Boden zu verkaufen, um sich für die Überwindung der Rezession Liquidität zu verschaffen. Somit sinkt der Preis für Grund und Boden und folglich auch der Wert der gestellten Sicherheiten, was sich wiederum negativ auf den aktuellen Unternehmenswert auswirkt.

Der dadurch entstehende Multiplikatoreffekt wird noch verstärkt, wenn man berücksichtigt, daß die Verringerung der aktuellen Investitionen auch den zukünftigen Wert kreditrationierter Unternehmungen und damit die zukünftige Nachfrage nach Grund und Boden und dessen Preis senkt. Kapitalmärkte zeich-

<sup>10</sup> Vgl. R. Fehn: Capital Market Imperfections, Greater Volatilities, and Rising Unemployment: Does Venture Capital Help? erscheint demnächst in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften.

<sup>11</sup> Vgl. N. Kiyotaki, J. Moore: Credit Cycles, in: Journal of Political Economy, 105 (1997), S. 211-248; B. Greenwald, J. Stiglitz: Financial Market Imperfections and Business Cycles, in: The Quarterly Journal of Economics, 108 (1993), S. 77-114.

<sup>12</sup> Vgl. A. Weiss: The Fair Tax: A Tax Reform to Alleviate Recessions and Reduce Biases in the Tax Code, mimeo, Boston University 1999.

nen sich gerade dadurch aus, daß solche in der Zukunft liegenden Entwicklungen schon heute in die Preisbildung einfließen. Dieser zu erwartende weitere Rückgang in der Nachfrage nach Grund und Boden wird aber antizipiert und führt daher bereits heute dazu, daß der Preis für Grund und Boden noch weiter fällt. Somit kommt es zu einem größeren Einbruch in der gesamtwirtschaftlichen Aktivität als es rein statische Überlegungen nahelegen würden. Neben dem statischen tritt aber auch ein dynamischer Multiplikatoreffekt auf, welcher zur Folge hat, daß eine eigentlich zunächst einmal begrenzte Rezession massive negative Auswirkungen auf die reale wirtschaftliche Aktivität entfalten kann<sup>13</sup>.

### Wirkungen eines symmetrischeren Steuerrechts

Unvollkommene Kapitalmärkte spielen also sowohl bei strukturell bedingten Beschäftigungsproblemen als auch beim Entstehen konjunktureller Arbeitslosigkeit eine wichtige Rolle. Damit sind aber auch die „cash flow“-Wirkungen des Steuerrechts von hoher Relevanz für die Beschäftigung. Derzeit beteiligt sich der Staat steuerlich nur am Totalgewinn, nicht aber an möglicherweise auftretenden Verlusten der Unternehmen. Gerade in Krisenzeiten ist aber die Finanzierungssituation von Unternehmen oft prekär und eigentlich rentable Investitionen scheitern an Finanzierungsschwierigkeiten.

Würde sich der Staat steuerlich symmetrisch an den Gewinnen und den Verlusten beteiligen, dann würde er tatsächlich in die Rolle eines stillen Teilhabers schlüpfen, der in Krisenzeiten zusätzliches Kapital zur Verfügung stellt, um im Gegenzug von zukünftigen Gewinnen zu profitieren. Der längerfristige Gesamteffekt auf die Haushaltssituation wäre dabei offen.

Sofortige steuerliche Gutschriften in Verlustzeiten entsprechen ökonomisch einer Erweiterung der Eigenkapitalbasis der Unternehmen. Sie wirken damit zunächst einmal als automatischer Stabilisator, weil den Unternehmen in Rezessionen dringend benötigte Liquidität sofort zufließt. Über eine stetigere Investitionsnachfrage verringert sich das Ausmaß von Rezessionen und verkürzt sich deren Dauer. Sie stabilisieren aber darüber hinaus auch die Arbeitsnachfrage, weil ein Konkurs unwahrscheinlicher wird, was gerade in dem derzeitigen, volatiler werdenden wirtschaftlichen Umfeld wichtig ist. Die geringere Wahrscheinlichkeit eines Konkurses läßt die Unternehmungen

auch in normalen Zeiten weniger risikoavers agieren, so daß insbesondere riskante Unternehmensentscheidungen wie Unternehmensneugründungen und Innovationen, die für eine positive Beschäftigungsentwicklung besonders wichtig sind, eher durchgeführt werden.

Die Wirkungen des bestehenden Steuersystems auf den strukturellen Wandel und auf Unternehmensneugründungen sind deshalb besonders ungünstig, weil die steuerliche Benachteiligung riskanter Projekte nur bei solchen Unternehmungen auftritt, bei denen die Verluste aus riskanten Projekten die Gewinne aus anderen Projekten übersteigen. Große, diversifizierte Unternehmen können die gegebenenfalls auftretenden Verluste aus riskanten Projekten steuerlich unmittelbar mit Gewinnen aus anderen Projekten verrechnen. Die asymmetrische steuerliche Behandlung von Gewinnen und Verlusten benachteiligt also kleine Unternehmen und Unternehmensneugründungen gegenüber großen, diversifizierten Unternehmen. Letztere weisen aber häufig gravierendere Agency-Probleme auf, so daß die steuerliche Asymmetrie zu ihren Gunsten zu Allokationsverzerrungen im Kapitaleinsatz mit entsprechenden negativen Auswirkungen auf den Output und die Arbeitsnachfrage führt. Dieser negative Effekt auf die Beschäftigung wird noch durch die nachteiligen Auswirkungen auf die Wettbewerbsintensität auf dem Gütermarkt verstärkt.

### Verlustvortrag und -rücktrag

Nun läßt sich gegen diese Überlegungen einwenden, daß es ja das steuerliche Instrument des Verlustvortrags und -rücktrags gibt. Die Möglichkeit des Verlustvortrags mildert aber die geschilderte Problematik kaum, weil es einer Unternehmung, deren Investitionen heute an ungenügenden „cash flows“ scheitert, kaum hilft, wenn ihre heutigen Verluste ihre zukünftige Steuerschuld senken. Sie erhält dann die steuerliche Unterstützung zu einem Zeitpunkt, an dem sie diese zur Durchführung von Investitionen eigentlich nicht mehr benötigt, weil sie dann ohnehin wieder profitabel ist und positive „cash flows“ aufweist. Die relativ großzügige Regelung, daß heutige Verluste zeitlich unbegrenzt vorgetragen und auf die zukünftige Steuerschuld angerechnet werden können, bringt also in bezug auf die geschilderte Problematik und die sich daraus ergebenden negativen Beschäftigungswirkungen recht wenig. Lediglich große etablierte Unternehmungen können durch das derzeit angewandte Verfahren de facto eine weitgehend symmetrische steuerliche Behandlung von Gewinnen und Verlusten erzeugen.

<sup>13</sup> Vgl. R. Fehn: Globalisierung und unvollkommene Kapitalmärkte: Verschärft die Knappheit international anerkannter Sicherheiten Länderkrisen?, in: Aussenwirtschaft, 3/1999, S. 389-416.

Grundsätzlich positiver ist aus „cash flow“-Sicht das Instrument des Verlustrücktrags zu beurteilen, weil hier heutige Verluste mit vergangenen Gewinnen verrechnet werden können und damit zu einer zeitnahen steuerlichen Gutschrift führen. Dennoch stellt auch der Verlustrücktrag keineswegs einen Ersatz für eine generell zeitlich symmetrische steuerliche Behandlung von Gewinnen und Verlusten dar.

Erstens ist schon heute der Verlustrücktrag auf zwei Jahre und 10 Mill. DM begrenzt, und er soll nach derzeitiger Beschlußlage durch das sogenannte „Steuerentlastungsgesetz“ sogar auf ein Jahr und 1 Mill. DM eingeschränkt werden. Halten Rezessionen aber länger an, oder weisen junge, nicht diversifizierte Unternehmungen trotz prinzipiell guter zukünftiger Ertrags-erwartungen ausgedehnte Verlustphasen auf, dann ist die Möglichkeit des Verlustrücktrags wenig hilfreich. Von daher kann es auch nicht überraschen, daß der Verlustrücktrag quantitativ im Verhältnis zum Verlustvortrag vernachlässigbar gering ist.

Zweitens bringt die Möglichkeit des Verlustrücktrags nichts für die aus Beschäftigungssicht besonders wichtigen Unternehmensneugründungen. Gerade in der Aufbauphase von Unternehmungen fallen aber zunächst einmal häufig Verluste an und sind „cash flow“-Restriktionen besonders relevant. Etablierte Unternehmungen werden also erneut steuerlich systematisch bevorzugt, weil sie Anfangsverluste bei neuen Projekten sofort mit Gewinnen aus vergangenen ausgereiften Projekten verrechnen können.

### **Ausgestaltung eines symmetrischeren Steuerrechts**

Im Falle einer zeitlich symmetrischen Behandlung von Gewinnen und Verlusten würden Unternehmungen, die Verluste machen, eine zu den Verlusten proportionale Steuergutschrift etwa in Höhe des Körperschaftsteuersatzes auf thesaurierte Gewinne von derzeit noch 45% erhalten. Die Steuergutschrift vom Staat sollte quartalsweise erfolgen, um auf eine beginnende Rezession möglichst schnell zu reagieren und um so ihre Funktion als automatischer Stabilisator zu stärken.

Das Hauptproblem dieses Vorschlags ist sicherlich die damit verbundene Betrugsgefahr. Unternehmungen sind unter diesen Umständen versucht, Verluste zu hoch anzugeben, um so eine ungerechtfertigte Steuergutschrift zu erhalten. Liegen Verdachtsmomente für ein solches Verhalten vor, dann sollte die Steuergutschrift zurückgehalten werden. Außerdem sollten falsche Verlustangaben mit erheblichen Strafen geahndet werden. Die Gefahr, daß eine solche

Strafandrohung eine geringe Abschreckungswirkung zeigt, ist vor allem bei Unternehmensneugründungen groß, weil hier ein Unternehmenseigner relativ problemlos die Steuergutschrift einstecken und anschließend untertauchen kann.

Dies ist der entscheidende Unterschied zum bestehenden System, in dem nur schon seit gewisser Zeit bestehende Unternehmungen Steuergutschriften erhalten können und in dem diese über den Verlustvortrag primär an solche Unternehmungen gewährt werden, die derzeit Gewinne machen. Dieses Problem läßt sich jedoch dadurch in den Griff bekommen, daß nur von der Unternehmung unabhängige Kapitalgeber, also etwa die Banken, in den Genuß der Steuergutschrift kommen können, um so die Verschuldung der betroffenen Unternehmen zu reduzieren.

Diese Beschränkung könnte sogar dazu beitragen, die durch die Steuergutschrift induzierte Reinvestitionspolitik zu verbessern. Würden die Unternehmen selbst die Steuergutschrift erhalten, wären sie der Versuchung ausgesetzt, die Mittel stets wieder im eigenen Unternehmen anzulegen, obwohl Projekte außerhalb möglicherweise rentabler sind. Erhalten hingegen die kreditgebenden Banken die Steuergutschrift, dann verbessern sich aufgrund der reduzierten Verschuldung die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten der betreffenden Unternehmen, sie muß aber immer noch auf dem Markt für Unternehmenskredite mit anderen Unternehmen konkurrieren. Das Unternehmen wird nur dann neue Kredite erhalten, wenn die betreffenden Banken die künftigen Projekte unter Berücksichtigung etwaiger Steuergutschriften für rentabel erachten.

### **Kreditvergabe für Innovationsprojekte verbessert**

Risikofreudiges oder auch dilettantisches Investitionsverhalten wird durch diese Restriktion unwahrscheinlicher. Diese Vorgehensweise hat darüber hinaus den Vorteil, daß das in Rezessionen recht fragile Bankensystem durch den automatischen Zufluß liquider Mittel unmittelbar stabilisiert wird und es daher als Ganzes seine Kreditvergabe im Zuge von Rezessionen weniger stark einschränkt. Dies wirkt sich wiederum positiv auf die gesamtwirtschaftlichen Investitionen aus und dämpft Rezessionen.

Eine solche Regelung fördert unmittelbar die Bereitschaft von Banken, für riskante Projekte wie Unternehmensneugründungen oder Innovationen Kredite zu vergeben, weil der Staat quasi als weiterer haftender Eigenkapitalgeber einspringt. Beträgt etwa der Steuersatz symmetrisch 50% für Gewinne und Ver-

luste, dann verdoppelt der Staat dadurch grob gesprochen die Verfügbarkeit von risikolosen externen Krediten für Unternehmensneugründungen. Kann zum Beispiel ein Unternehmensgründer Sicherheiten im Wert von 5 DM stellen, dann begrenzt eine Bank, die sich nicht am Projektrisiko beteiligen will, ihre Kredithöhe genau auf diesen Betrag. Mit der Steuergutschrift in Höhe von 50% auf Verluste kann die Bank hingegen risikolos ihren Kreditrahmen auf 10 DM ausdehnen. Wenn die Unternehmensgründung scheitert, dann erhält sie sowohl die Sicherheiten als auch die Steuergutschrift, also genau den Kreditbetrag in Höhe von 10 DM. Von diesem Effekt profitieren vor allem risikante Projekte wie Unternehmensneugründungen und Innovationen, sowie Unternehmen, die etwa in das Humankapital der Mitarbeiter investieren, das kaum als Sicherheit verwertbar ist.

Es läßt sich aber schließlich auch gegen diesen Vorschlag einwenden, daß der Staat hierdurch Ressourcen zugunsten von „Verlierern“, sprich unfähigen Unternehmern, umverteilt, was gesamtwirtschaftlich schädlich wäre. Es ist aber für den Staat schwierig bis unmöglich, zwischen schlechten Unternehmern, Unternehmern, die ganz einfach Pech hatten, und solchen Unternehmern zu unterscheiden, die lediglich Anfangsverluste in der Entwicklung eines neuen Produktes in Kauf nehmen müssen. Sowohl die Unternehmer selbst als auch – mit Abstrichen – die Banken sind zweifelsohne wesentlich besser als der Staat über die tatsächliche Lage der Unternehmen informiert, so daß sie die durch die Steuergutschrift verfügbaren Ressourcen bei rationalem Verhalten von Unternehmern und Banken nur dann wieder in das gleiche Projekt investieren werden, wenn die erzielbare Rendite über derjenigen anderer Projekte oder der Anlage auf dem Kapitalmarkt liegt. Dennoch ist nicht von der Hand zu weisen, daß der Vorschlag zwei

Risiken in bezug auf die Faktorallokation in sich birgt: Zum einen werden Investoren und potentielle Unternehmer sich als Folge weniger risikoavers verhalten, zum anderen könnten Banken bei der Kontrolle der Verwendung von Krediten nachlässiger werden. Während der erste Effekt im Prinzip erwünscht ist, gilt es dem zweiten Effekt dadurch entgegenzuwirken, daß die Steuergutschrift so ausgestaltet wird, daß die Banken stets ein Eigeninteresse an intensiver Kontrolle des Kreditnehmers aufweisen.

### Schlußbemerkungen

Der Vorschlag, daß der Staat sich generell symmetrisch an Gewinnen und Verlusten der Unternehmungen beteiligen sollte, könnte ein wichtiges Instrument im Rahmen der ohnehin notwendigen gravierenden Umwälzungen und Begradigungen im deutschen Steuerrecht sein, mit dem endlich auch hierzulande der Stillstand auf dem Arbeitsmarkt nachhaltig durchbrochen werden kann. Auch die steuerpolitischen Vorhaben der Bundesregierung beabsichtigen, den Unternehmen zusätzliche Liquidität zu verschaffen, allerdings soll dies über eine weitreichende steuerliche Bevorzugung einbehaltener Gewinne geschehen.

Diese Planungen sind jedoch nicht nur aus verfassungs- und steuerrechtlicher Sicht problematisch, sie sind auch aus marktwirtschaftlicher Sicht abzulehnen, denn sie führen letztlich dazu, daß der Kapitalmarkt völlig aus der Entscheidung über die Kapitalallokation herausgedrängt wird. Als Resultat ist eine massive Fehlallokation des Kapitals zu befürchten. Darüber hinaus wirkt sich diese erneute Diskriminierung im Steuerrecht zugunsten von großen Kapitalgesellschaften nicht positiv auf die dringend benötigten Unternehmensneugründungen und Innovationen aus, und sie trägt auch nicht dazu bei, die Beschäftigungswirkungen konjunktureller Einbrüche abzumildern.

**HERAUSGEBER:** Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Präsident: Prof. Dr. Thomas Straubhaar, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer).

Internet: <http://www.hwwa.uni-hamburg.de>

**Geschäftsführend:** Dr. Otto M. Mayer

**REDAKTION:**

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Cora Wacker-Theodorakopoulos, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

**Anschrift der Redaktion:** Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 4 28 34 306/307

Verantwortlich für den Inhalt des HWWA-Konjunkturschlaglichts und des HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe: Dr. Eckhardt Wohlers, Dr. Günter Weinert

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlages. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinnentstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.

**Verlag, Anzeigenannahme und Bezug:**

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (0 72 21) 21 04-0, Telefax (0 72 21) 21 04 79. Internet: <http://www.nomos.de/nomos/zeitschr/wd/wd.htm>

**Bezugsbedingungen:** Abonnementpreis jährlich DM 148,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 74,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 12,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtsparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

**Anzeigenpreislste:** Nr. 1 vom 1. 1. 1993

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** AMS Wunsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.