

Inhalt

I.	Abbildungsverzeichnis	IV
II.	Tabellenverzeichnis	V
1.	Einführung	1
1.1.	Problemstellung	1
1.2.	Zielsetzung	2
1.3.	Methodisches Vorgehen	2
2.	Die ökonomischen Auswirkungen einer Finanztransaktionssteuer auf den globalen Finanzmarkt unter besonderer Berücksichtigung des Aktienmarktes	4
2.1.	Grundlagen	4
2.1.1.	ökonomische Auswirkungen	4
a)	Begriff Marktliquidität	5
b)	Begriff Volatilität.....	8
2.1.2.	Finanztransaktionssteuer	9
a)	Einordnung in die Transaktionskostensystematik	9
b)	Begriff Transaktionssteuer	10
c)	Ursprung der Idee und Abgrenzung gegenüber anderen Konzepten.....	11
2.1.3.	Finanzmarkt	12
2.1.4.	Aktienmarkt.....	13
2.2.	Mögliches Finanzmarktstabilisierungspotential	14
2.2.1.	Ökonomische Meinungsdiskrepanz	14
a)	Aussagen der Befürworter	15
b)	Aussagen der Gegner.....	15
2.2.2.	Analyse möglicher Auswirkungen	16
2.2.3.	Zusammenfassung und Ergebnisse	31
2.2.4.	Grenzen und Kritik	33

2.3.	Erwarteter Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit von Aktienmärkte im Hinblick auf die Effizienz	38
2.3.1.	Ökonomische Meinungsdiskrepanz	38
a)	Aussagen der Befürworter	38
b)	Aussagen der Gegner.....	38
2.3.2.	Analyse möglicher Auswirkungen	39
a)	Marktzutritt	40
b)	Informationseffizienz.....	41
c)	Bewertungseffizienz.....	43
d)	Kosteneffizienz	43
e)	Preisbildungseffizienz	45
f)	Abwicklungseffizienz.....	45
g)	Liquidität	46
2.3.3.	Zusammenfassung und Ergebnisse	48
3.	Schlussbetrachtung und Ausblick	49
IV.	Literaturverzeichnis.....	VI
V.	Eidesstattliche Erklärung	XV

I. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Finanzmärkte und ihre Abgrenzung. Quelle: Tolkmitt, V. (2007), S.21.	13
Abbildung 2:	Aufgliederungsmöglichkeit des Finanzmarkts. Quelle: Eigene Darstellung.....	14
Abbildung 3:	Aufteilung der Finanzmarktteilnehmer nach Stieglitz. Quelle: Eigene Darstellung	19
Abbildung 4:	Transaktionsvolumen auf den globalen Finanzmärkten. Quelle: Schulmeister, S. (2009), S. 3.....	22
Abbildung 5:	Transaktionsvolumen auf den globalen Finanzmärkten. Quelle: Schulmeister, S. (2009), S.3.....	22
Abbildung 6:	Verschiebung der Angebots- und Nachfragepreise. Quelle: Eigene Darstellung	26
Abbildung 7:	Verringerung der Volumen durch die Einführung einer Transaktionssteuer. Quelle: Eigene Darstellung	27
Abbildung 8:	Ausgewählte Studien zur Beeinflussung der Transaktionssteuer auf die Volatilität. Quelle: Schulmeister, S./Schratzenstaller, M./Picek, O. (2008), S. 18.....	31
Abbildung 9:	Hedgingkette mit einer Transaktionssteuer. Quelle: Eigene Darstellung.....	37

II. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Beispielhafte Darstellung eines Aktienorderbuches	6
------------	--	---

1. Einführung

1.1. Problemstellung

In der politischen und akademischen Diskussion wird die Wirkung von Finanztransaktionssteuern immer wieder umstritten hinterfragt. Besonders wenn Wirtschafts- und Finanzkrisen den Staat zur Unterstützung der Realwirtschaft zwingen, wird um abgewandelte Konzepte der Tobin-Steuer geforscht um sie der zunehmend globalisierten Verflechtung des Finanzsystems anzupassen.

Die ökonomische Begründung zur Einführung von Transaktionssteuern bezieht sich auf die Preis- und Handelsdynamiken auf den Finanzmärkten und ihre Auswirkungen auf realwirtschaftliche Aktivitäten. Den Märkten wird ein Übermaß an Liquidität zugesprochen, die auf eine Dominanz kurzfristig-destabilisierender Transaktionen zurückgeführt werden. Nach befürwortenden Meinungen verarbeiten diese Transaktionen keinerlei fundamentale Informationen, wodurch sie ein Abspalten der für die Weltwirtschaft wichtigen Preise von ihren realen Werten provozieren. Eine Transaktionssteuer will genau diese Finanzbewegungen unrentabel machen um dadurch eine Senkung der Volatilität zu bewirken.¹ Die Zielstellung einer staatlichen Intervention von Steuern ist damit die Verdrängung gesamtwirtschaftlich unerwünschten Verhaltens zur Stabilisierung der Finanzmärkte.

Dabei stellt sich die Frage, ob eine staatliche Intervention durch Transaktionssteuern ein geeignetes Mittel darstellt die Finanzmärkte zu regulieren, ohne hindernd auf wettbewerbswirksame Funktionen und gesamtwirtschaftlich erwünschte Transaktionen zu wirken.

¹ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 3

1.2. Zielsetzung

Da die gegensätzlichen Argumentationen zumeist nicht mit wirtschaftswissenschaftlichen Belegen untermauert werden und eher in Thesenform in der Öffentlichkeit erscheinen, soll diese Arbeit einen Beitrag dazu leisten, das Potential von Transaktionssteuern zur Systemstabilisierung (Lenkungszweck), besonders im Hinblick auf die Aktienmärkte abzuschätzen und ihren wettbewerbspolitischen Einfluss zu erkennen. Dabei wird auch auf die Gefahren und Chancen einer solchen Intervention aufmerksam gemacht.

Da Transaktionssteuern bisher lediglich unilateral und zeitlich begrenzt in verschiedenen Ländern eingeführt wurden und damit Erfolg sowie Misserfolg nicht ausreichend wissenschaftlich untersucht wurden, kann im weiteren Verlauf nur von möglichen Auswirkungen gesprochen werden.

Auch wenn im Rahmen der Analyse des möglichen Stabilisierungspotentials der Einfluss von Transaktionssteuern auf das Handelsvolumen und damit der Steuerbemessungsgrundlage erfolgt, beschäftigt sich diese Arbeit nicht mit den möglichen Kosten und Erträgen aus der Besteuerung sowie deren Umverteilungsproblematik. Damit hinterfragt diese Arbeit nicht den fiskalischen Zweck der Transaktionssteuer.

1.3. Methodisches Vorgehen

Der weitere Aufbau dieser Arbeit gliedert sich in zwei Kapitel. Bevor die stabilisierungs- und wettbewerbspolitischen Auswirkungen von Transaktionssteuern betrachtet werden, ist eine schlüssige Definition des Untersuchungsgegenstandes erforderlich. In den Grundlagen erfolgt daher die Bestimmung einzelner ökonomischer Begriffe, wobei dem der Marktliquidität eine hohe Bedeutung zukommt. Das Spektrum der Grundlagen beschränkt sich

dabei auf für den späteren Analysevorgang benötigten Wissensstand. Während der weiteren Betrachtung werden weitere, in den Grundlagen nicht definierte Modelle, zum Zuge kommen, deren Anwendung dann stets eine Erläuterung vorausgeht. Da die gegensätzlichen Meinungen auf verschiedenen Weltanschauungen beruhen und sich diese Arbeit an den Aussagen orientiert, stehen die ökonomischen Ansichten zu Beginn einer jeden Analyse und geben die Untersuchungsrichtung an.

Im Kapitel 2.2. wird der Frage nachgegangen, ob Finanztransaktionssteuern die Finanzmärkte stabilisieren können oder von ihnen eher destabilisierende Effekte ausgehen. Dazu wird zunächst anhand repräsentativ gewählter Beispiele die Wirkungsweise der Steuer aufgezeigt. Es wird ersichtlich, wie die Steuer die Transaktionen belastet und welche Anlagehorizonte besonders betroffen sind. Um die Handlungsreaktionen der Marktteilnehmer durch die Einführung von Transaktionssteuern zu sehen, wird eine Einteilung der Finanzmarktteilnehmer nach Stieglitz herangezogen, die sich an den Informationsstand der Teilnehmer und deren Anlagehorizont orientiert. Daran kann festgemacht werden, welche Gruppe trotz Transaktionssteuern die Preisbildung auf dem Markt weiter bestimmt und welche den Markt aufgrund der Kostenerhöhung verlassen wird. Da eine Transaktionssteuer das Handelsvolumen durch die Verdrängung kurzfristigen Handelns senken will, werden Marktbeobachtung zur Handelsdynamik auf den Teilmärkten herangezogen, anhand derer die Gründe für ein evtl. hohes Volumen erklärt werden kann. Die ersten Ergebnisse werden für den weiteren Analysevorgang herausgestellt und festgehalten. Um zu sehen, wie Transaktionssteuern auf die Volatilität der Zielgrößen (Kurse, Preis) wirkt, erfolgt die Betrachtung des Einflusses auf die Marktliquidität. Da dieser Begriff im engen Zusammenhang zur Volatilität steht und damit das Untersuchungsziel darstellt, wird das daraus resultierende Ergebnis mit den obigen zusammengebracht und eine Aussage zum möglichen Finanzmarktstabilisierungspotential getroffen.

Weil eine internationale Einführung problembehaftet ist und Grenzen aufweist, schließt dieser Analysevorgang mit einer kritischen Betrachtung.

Aufbauend auf den Ergebnissen der vorangegangenen Betrachtung fällt die Aufmerksamkeit im Kapitel 2.3. auf die wettbewerbswirksamen Auswirkungen von Transaktionssteuern. Da sich die auseinandergelungene ökonomische Ansicht dazu zumeist auf die Effizienz bezieht, wird der Einfluss auf diese anhand ihrer einzelnen Dimensionen analysiert. Die Interpretation der Ergebnisse erfolgt mit einem tendenziellen Bezug auf den deutschen Wertpapiermarkt in einer Zusammenfassung.

Diese Arbeit fasst in der Schlussbetrachtung erlangte Erkenntnisse zum Stabilisierungspotential von Transaktionssteuern und ihren Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit von Finanzplätzen zusammen und eröffnet Handlungsempfehlungen zu betrachteten Problemen.

2. Die ökonomischen Auswirkungen einer Finanztransaktionssteuer auf den globalen Finanzmarkt unter besonderer Berücksichtigung des Aktienmarktes

2.1. Grundlagen

2.1.1. ökonomische Auswirkungen

Die Untersuchung der ökonomischen Auswirkungen bezieht sich auf mikro- und makroökonomische Theorien und Modelle. Betrachtet wird der Einfluss auf die Marktliquidität von Finanzmärkten sowie der Volatilität. Weiterer Untersuchungsgegenstand bildet die Markteffizienz. Die ökonomischen Auswirkungen werden hinsichtlich der Kapitalallokation betrachtet sowie der wettbewerbswirksamen Einflüsse der Finanztransaktionssteuer. Ebenfalls wird ein kurzer Blick auf den Einfluss der Realwirtschaft geworfen.

Im Folgenden werden die im Rahmen des Analysevorgangs zum ökonomischen Theorien, Modelle und Begriffe erklärt, die einen fundamentalen Bestandteil des Analysevorgangs darstellen.

a) Begriff Marktliquidität

Befürworter und Gegner der Transaktionssteuer beziehen sich immer wieder auf einen Zusammenhang zwischen der Steuer und der Marktliquidität.² Zur Darstellung eventueller Beeinflussungen wird die Definitionen der Marktliquidität von Harris (1989) sowie Sarr und Lybek (2002) herangezogen.³

Der Begriff der Marktliquidität wurde nach Harris (1989) wie folgt formuliert:

„A market is liquid if traders can quickly buy or sell large numbers of shares when they want a low transaction costs“⁴

Aus dieser Begriffsbestimmung heraus ergeben sich die Zeit-, Mengen- und Kostenkomponenten, an denen die Liquidität eines Marktes gemessen wird. Während die Zeitkomponente die Schnelligkeit des Transformationsprozesses widerspiegelt, misst die Mengenkomponekte das Auftragsvolumen der Orderbücher. Die Kostenkomponente repräsentiert die Höhe der Transaktionskosten.^{5 6}

Nach Sarr und Lybek (2002) lässt sich die Marktliquidität an fünf Dimensionen aufzeigen. Die Tiefe, Breite, Erneuerungskraft, Enge und Unmittelbarkeit von Aktienmärkten soll hierzu folgend erläutert werden.⁷

Die **Tiefe**⁸ zeigt auf, ob es limitierte Orders mit einem großen Volumen auf der Nachfrage- und Angebotsseite des Orderbuches gibt, welche sich nahe dem aktuellen Marktpreis befinden. Eine limitierte Order ist ein an einen bestimmten Kurs gebundener Kauf- oder Verkaufsauftrag, der nur zu diesem oder für den Investor noch günstigeren Kurs ausgeführt wird.⁹ Mit der Nähe zum Gleichgewichtskurs sind die Ausführungsgrenzen zu verstehen. Also der Preis,

² Vgl. Kapitel 2.2.3. verschiedene Studien zu den Zusammenhängen

³ Vgl. Wolff, J. (2003), S. 34.

⁴ Vgl. Sai, O./Tadinac, M. (2009), S. 25.

⁵ Vgl. Ritter, M. (2006), S. 48.

⁶ Vgl. Gomber, P./Schweickert, U. /Theissen, E. (2002), S. 1.

⁷ Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 20.

⁸ Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 20.

⁹ Vgl. Hull, J.C. (2006), S. 899.

ab welchem die Order ausgeführt werden soll. In der folgenden Darstellung eines Aktienorderbuches sind diese blau dargestellt.

Kauforder	Aktuelle Marktpreis	Verkaufsorder
1000 Aktien zu 12,01 oder günstiger	12,032	2000 Aktien für 12,04 oder mehr
1200 Aktien zu 12,00 oder günstiger		1200 Aktien für 12,035 oder mehr
2000 Aktien zu 12,03 oder günstiger		1300 Aktien für 12,04 oder mehr
1300 Aktien zu 11,99 oder günstiger		3000 Aktien für 12,05 oder mehr
1500 Aktien zu 12,00 oder günstiger		1200 Aktien für 12,06 oder mehr
3000 Aktien zu 11,98 oder günstiger		1000 Aktien für 12,035 oder mehr
2000 Aktien zu 12,01 oder günstiger		3500 Aktien für 12,05 oder mehr

Tabelle 1: Beispielhafte Darstellung eines Aktienorderbuches (Quelle: eigene Darstellung)

Sollte es zu einem temporären Ungleichgewicht (Anzahl der Aktienorders) kommen, das Angebot z.B. höher sein als die Nachfrage, kann in einem tiefen Aktienmarkt ohne starke Veränderung des aktuellen Marktpreises das Marktgleichgewicht durch die nahe am Gleichgewichtspreis liegende Anzahl der Orders wieder hergestellt werden. Ein Aktienmarkt kann damit als Tief bezeichnet werden, wenn über und unter dem aktuellen Marktpreis noch ein Interesse zum Kauf oder Verkauf besteht. Je mehr limitierte Orders es nahe dem aktuellen Marktpreis gibt (große Tiefe) desto stabiler ist der Markt, da sich im Ungleichgewichtsfall der Preis nur leicht ändern muss um wieder auf ein Gleichgewicht zu kommen. Damit zeichnet sich ein tiefer Markt durch stabile Wertpapierkurse aus.

Die **Breite**¹⁰ sagt aus, dass sich die einzelnen limitierten Aktienorders der Kauf- und Verkaufsseite durch ein hohes Volumen (im obigen Beispiel grün dargestellt) auszeichnen. Das heißt, dass die Aufträge über eine große Anzahl von Wertpapieren verfügen. Ein breiter Markt weist ein großes Preisstabilisierungspotential auf, da es keine Angebots- und Nachfragemenge

¹⁰ Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 21.

gibt, welche mehr anbietet oder verlangt als in der Nähe des aktuellen Marktpreises verfügbar ist. Je breiter der Aktienmarkt, umso größere Orders können sich ohne signifikante Veränderungen des Marktpreises ausführen lassen.

Die **Erneuerungskraft**¹¹ drückt aus, wie schnell ein Markt auf sein altes Gleichgewichtsniveau zurückfällt, nachdem dieses durch einen kurzfristigen Kauf- oder Verkaufsüberhang im Preis gestiegen oder gefallen ist. Das Orderungleichgewicht ist dabei nicht auf das Vorliegen neuer Informationen zurückzuführen. Eine hohe Erneuerungskraft liegt vor, wenn bei kurzfristigen Ungleichgewichten schnell neue Angebote oder Nachfragen dem Aktienmarkt zufließen, welche das Rückfallen auf das alte Niveau verursachen.

Die **Enge**¹² verweist auf die niedrige Differenz zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis einer Aktie (Bid-Ask-Spread). Je enger der Markt desto, geringer ist der Differenzbetrag wenn Aktien gekauft und sofort wieder verkauft werden, ohne dass das Orderbuch verändert wird (d.h. ohne dass ein Teil der Transaktion unausgeführt bleibt). Die Transaktionsmengen, welche die Summe des höchsten Ankaufkurses und die Summe des niedrigsten Verkaufskurses nicht überschreitet, stellen den Bid-Ask-Spread dar.

Der Bid-Ask-Spread beträgt 0,005 am obigen Beispiel, wobei dieser sich aus den Grenzen der folgenden beiden Aktienorders ergibt:

Niedrigster Verkaufskurs:	12,035	(2 Angebote)	2200 Aktien
Höchster Verkaufskurs:	12,03	(1 Nachfrage)	2000 Aktien

Der Differenzbetrag beider Orderbucheinträge stellt den augenblicklichen Bid-Ask-Spread dar.

Die **Unmittelbarkeit**¹³ gibt die Schnelligkeit an, mit der Transaktionen ausgeführt werden können. Hierbei ist allerdings nicht die Zeit gemeint, welche notwendig ist, ein gegebenes Volumen zu kaufen oder zu verkaufen, sondern

¹¹ Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 22.

¹² Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 21.

¹³ Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 22.

wie viele Transaktionen bei gegebenen Kosten hierzu notwendig sind. Dabei gilt als Beschränkung, dass bei der Ausführung eines bestimmten Aktienvolumens ein definierter Bid-Ask-Spread nicht überschritten werden darf.

Zum besseren Verständnis soll diese Dimension an einer Order mit einem Volumen über 5500 Aktien erläutert werden. Folgende Transaktionen sind hierzu notwendig:

2000 Aktien zu 12,04

1200 Aktien zu 12,035

1300 Aktien zu 12,04

1000 Aktien zu 12,035

Es müssen vier Teilausführungen durchgeführt werden, um den Kauf abwickeln zu können. Je weniger Teilausführungen notwendig sind, desto unmittelbarer kann der Aktienmarkt Aufträge ausführen.

b) Begriff Volatilität

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird zwischen der historischen (vergangenen) und implizierten Volatilität (erwarteten) unterschieden.¹⁴ Im Hinblick auf die Finanzstabilität wird abseits dieser Unterscheidung eine Einteilung zwischen einem Volatilitätsniveau getroffen, welches marktgerechte Kursänderungen wider spiegelt und einer schädlichen Überschussliquidität.¹⁵ Im Aktienhandel wird die Volatilität eines Kurses als ein Maß für die Unsicherheit zukünftiger Kursbewegungen und der damit verbundenen Rendite bezeichnet.¹⁶ Eine steigende Volatilität geht mit einer höheren Wahrscheinlichkeit einher, dass die Aktie fällt oder steigt.^{17,18}

¹⁴ Vgl. Rudolph, B./Schäfer, K. (2005), S. 287.

¹⁵ Vgl. o.V. (2005), http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2005/200509mba_volatilitaetsmuster.pdf, (07.02.2001).

¹⁶ Vgl. Hilpold, C./Kaiser, D.G. (2010), S. 61.

¹⁷ Vgl. Hull, J.C. (2006), S. 259.

¹⁸ Vgl. Hau, H. (2006), S. 866ff.

2.1.2. Finanztransaktionssteuer

Williamson (1990) beschreibt eine Transaktion als ein Prozess, bei dem über eine technisch trennbare Schnittstelle hinweg eine Leistung oder ein Gut übertragen wird.¹⁹ Im Sinne des Geldwäschegesetzes §1(4) sind Transaktionen jede Handlung, die eine Geldbewegung oder sonstige Vermögensverschiebung bezwecken oder bewirken.²⁰

Den Finanzmarktteilnehmern entstehen mit ihrer Teilnahme am Finanzmarkt Transaktionskosten.²¹ Da auch Transaktionssteuern einen Kostenfaktor darstellen, sollen diese in die nachfolgende Übersicht, welche die Kosten nach ihrer Operationalisierbarkeit einteilt, eingeordnet werden.

a) Einordnung in die Transaktionskostensystematik²²

Explizite (direkte) Transaktionskosten: Sie entstehen mit der Auftragsbearbeitung und Durchführung von Wertpapierorders durch Broker, Banken und Börse und umfassen Gebühren, Provisionen, Courtagen und Steuern. Damit sind Transaktionssteuern den direkten Kosten zugehörig. Diese Kosten sind von der jeweiligen Orderlage des Marktes unabhängig und dem Marktteilnehmer vor einer evtl. Transaktion bekannt.²³

Implizite (indirekte) Transaktionskosten: Die Höhe der implizierten Kosten ergibt sich aus der Differenz zwischen dem realisierten Kauf-bzw. Verkaufspreis und dem theoretischen Gleichgewichtspreis zum Zeitpunkt der Zusammenführung der Orders in unvollkommenen Märkten. Diese Kosten sind von der jeweiligen

¹⁹ Vgl. Göbel, E. (2002), S. 131.

²⁰ Vgl. Grill, H. (2010), S. 65.

²¹ Vgl. Böhme, P. (2004), S. 39.

²² Vgl. Averdiek-Bolwin, C. (1998), S. 67 ff.

²³ Vgl. Huber, A. (2010), S. 19.

Orderbuchlage zum Zeitpunkt der Auftragsausführung der Orders abhängig. Eine eindeutige Berechnung dieser Kosten ist nur eingeschränkt möglich.²⁴

b) Begriff Transaktionssteuer

Die Finanztransaktionssteuer wird in der gegenwärtigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur unterschiedlich weit definiert.^{25 26} In der vorliegenden Arbeit erfolgt die Definition von Transaktionssteuern in Anlehnung an eine Studie über das Stabilisierungs- und Ertragspotential von Finanztransaktionssteuern des österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO).²⁷

Alle Finanztransaktionen mit Finanztitel wie Wertpapiere, Derivate, Anleihen und Währungen sollen demnach einer generellen Transaktionssteuer ohne steuerliche Ausnahmetatbestände unterzogen werden. Besteuert wird der Kauf und Verkauf von Finanzwerten. Als Bemessungsgrundlage dient der Kaufpreis bei Finanzmarktinstrumenten. Bei Derivaten wird der Wert des dem Derivat zugrundeliegenden Kontraktwerts herangezogen. Die Höhe des Steuersatzes wurde bisher nicht explizit genannt, als ökonomisch sinnvoll jedoch zwischen 0,01% bis 0,5% erachtet. Steuerschuldner sind der Erwerber und Veräußerer des Finanzproduktes zu gleichen Teilen.^{28 29}

Es wird eine geografisch weit verbreitete Einbeziehung aller wichtigen Finanzplätze angestrebt und somit eine internationale Umsetzung der Transaktionssteuer.

Unter steuerlichen Gesichtspunkten sind auf Transaktionssteuern der Steuertatbestand nach § 3 Absatz 1 AO auf die FTS anzuwenden.

²⁴ Vgl. Sai, O./ Tadinac, M. (2009), S. 14.

²⁵ Vgl. Kapoor, S. (2010), S. 3ff.

²⁶ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 2.

²⁷ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 2ff.

²⁸ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 13ff.

²⁹ Vgl. Hickel, R (2010), S. 3.

Steuertatbestand laut § 3 Absatz 1 Abgabenordnung³⁰:

Steuern sind Geldleistungen, die nicht eine Gegenleistung für eine besondere Leistung darstellen und von einem öffentlich-rechtlichen Gemeinwesen zur Erzielung von Einnahmen allen auferlegt werden, bei denen der Tatbestand zutrifft, an den das Gesetz die Leistungspflicht knüpft.

c) Ursprung der Idee und Abgrenzung gegenüber anderen Konzepten

Geistige Urheber und Vorreiter der Idee einer Besteuerung von Finanztransaktionen waren der britische Ökonom John Maynard Keynes und der US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler James Tobin.³¹

John Maynard Keynes (1936) analysierte als Erster unter dem Eindruck der Großen Depression die Triebkräfte und Folgen der Spekulation. Im Rahmen seiner „The General Theory of Employment, Interest and Money“ beschreibt er das kurzfristige Gewinnstreben als unproduktive Spekulation und schlug in Folge seiner Ergebnisse eine Besteuerung der Aktienumsätze vor.

James Tobin (1978) griff die Ausführungen von Keynes in seinem Vorschlag zur Einführung einer globalen Besteuerung von Devisentransaktionen auf. Nach der Abschaffung des Bretton-Woodes-Systems sah er die Funktion des liberalisierten Systems flexibler Wechselkurses in Gefahr und stellte in Frage, dass sich die Wechselkurse aufgrund rationaler Entscheidungen bilden.³²

Tobin machte die kurzfristigen Transaktionen für das hohe Handelsvolumen und für die hohe Wechselkursvolatilität verantwortlich. Er argumentierte, dass eine Devisentransaktionssteuer die Eigenschaft aufweist, die kurzfristigen Transaktionen steuerlich höher zu belasten als langfristige Investitionen. Durch

³⁰ Bornhofen (2008), S.2.

³¹ Vgl. Mayert, A./Wegner, G. (Ohne Jahr), S.1.

³² Vgl. Haberer, M. (2006), S.4.

die Eindämmung des kurzfristigen Kapitals sollte das Handelsvolumen absinken und so die Volatilität abnehmen.^{33 34}

In Abweichung beider Vorschläge zur Besteuerung spezieller Finanzvermögen wird mit dem gegenwärtig diskutierten Konzept eine generelle Besteuerung aller Finanztitel auf geografisch möglichst weit gefassten Finanzplätzen angestrebt. Weiterhin hat sich die Zielsetzung auf die Komponente des fiskalischen Ertrags erweitert, was lediglich ein Nebeneffekt der Tobin-Steuer war.³⁵

2.1.3. Finanzmarkt

Der Finanzmarkt stehen als Oberbegriff für alle Märkte, auf denen Angebot und Nachfrage nach Geld bzw. Kapital zusammengeführt werden. Die nachfolgende Abbildung grenzt die einzelnen Märkte nach Laufzeit, Handelsobjekt, Marktteilnehmer sowie Organisationsgrad ab.³⁶

³³ Vgl. Rittberger, V./Kruck, A./Romund, A. (2010), S. 521.

³⁴ Vgl. OECD No. 71 (2002), S. 229.

³⁵ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 16.

³⁶ Vgl. Tolkmitt, V. (2007), S. 20.

	Geldmarkt	Kapitalmarkt	Kreditmarkt	Devisenmarkt
Laufzeit	kurz	mittel lang	kurz mittel mittel	kurz
Handels- objekte	Buchgeld Geldmarkt- papiere	Aktien Renten Derivate	Kredite aller Art und Laufzeit	Währungen
Markt- teilnehmer	Wenige/ homogen qualifiziert	Viele/ heterogen qualifiziert	Viele/ heterogen qualifiziert	Wenige/ homogen qualifiziert
Organisations- grad	hoch/ standardisiert	hoch/ standardisiert	niedrig/ wenig standardisiert	hoch/ standardisiert

Abbildung 1: Finanzmärkte und ihre Abgrenzung. Quelle: Tolkmitt, V. (2007), S.21.

2.1.4. Aktienmarkt

Der Aktienmarkt ist ein Teil des Kapitalmarktes. Auf ihm werden Urkunden (Wertpapiere) gehandelt, welche das Recht auf Eigentum und einer Beteiligung an zukünftigen Gewinnen des Emittenten verbriefen. Als Quelle der Unternehmensfinanzierung, lässt sich der Aktienmarkt in einen Primär- und Sekundärmarkt unterscheiden. Auf dem Primärmarkt werden Neuemissionen gehandelt, während der Sekundärmarkt bereits emittierte Papiere beinhaltet. Letztere werden in einem großen Maße durch die Wertpapierbörsen dargestellt.³⁷ Repräsentativ sollen die Auswirkungen auf Finanzmärkte am Aktienmarkt verdeutlicht werden.

³⁷ Vgl. Beike, R. / Schlütz, J. (2001), S. 4.

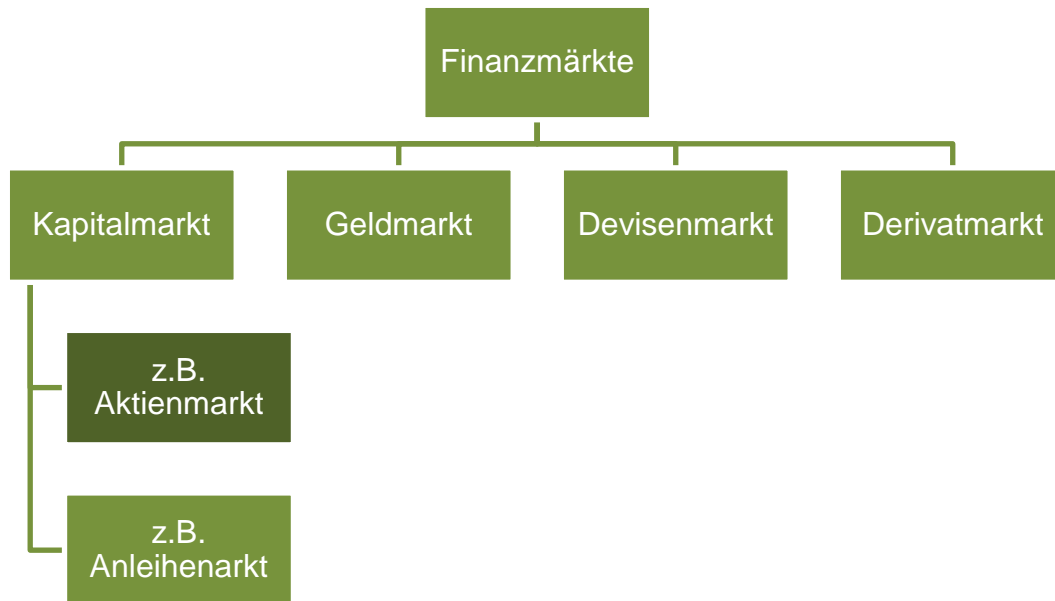


Abbildung 2: Aufgliederungsmöglichkeit des Finanzmarkts. Quelle: Eigene Darstellung

2.2. Mögliches Finanzmarktstabilisierungspotential

2.2.1. Ökonomische Meinungsdiskrepanz

Ob Transaktionssteuern eine stabilisierende Wirkung auf die Finanzmärkte oder gegenteilig einen destabilisierenden Einfluss auf die Zielgrößen der Finanzmärkte haben, ist der am stärksten umstrittene Punkt bei der Beurteilung der ökonomischen Auswirkungen. Die in der Literatur getroffenen Aussagen zu diesem Thema sind meist allgemein auf den Finanzmarkt bezogen. Der Argumentationskette gegnerischen Meinungen wird hier auch gefolgt. Repräsentativ sollen diese Punkte später am Aktienmarkt als Teil des Finanzmarktes betrachtet werden.

a) Aussagen der Befürworter³⁸

Den befürwortenden Schriften zufolge ist auf den Finanzmärkten ein Liquiditätsüberschuss zu beobachten, der durch die Dominanz kurzfristiger und spekulativ motivierter Transaktionen getrieben wird. Da diese Transaktionen keine fundamentalen Informationen enthalten, treiben sie die Kurse von ihren fundamentalen Gleichgewichtswerten weg, was zu einer Destabilisierung der für die Weltwirtschaft wichtigen Aktienkurse und Rohstoffpreise führen kann.

Ziel ist es, die Finanzmärkte in dem Maß zu stabilisieren, als dass die Zielgrößen wieder stärker ihren fundamentalen Gleichgewichtswerten entsprechen und weniger starken Schwankungen unterliegen. Dies soll damit erreicht werden, dass besonders kurzfristig-spekulative Finanztransaktionen steuerlich belastet und unrentabel werden. Durch die damit hervorgerufene Verdrängung der spekulativ ausgelösten Handelsaktivitäten soll die überschüssige Liquidität aus dem Markt gezogen und in Folge dessen die Volatilität verringert werden.

b) Aussagen der Gegner³⁹

Die Gegner sind der Ansicht, dass die vorhandene Liquidität an den Finanzmärkten benötigt wird, damit die Zielgrößen schnell und stetig zu ihren fundamentalen Gleichgewichten finden. Die spekulativen Transaktionen gleichen Marktungleichheiten aus, was wichtig für effiziente und gut funktionierende Märkte sei. Damit sind diese Transaktionen ökonomisch sehr wohl sinnvoll und ein unverzichtbares Element zur Preisbildung. Ein staatlicher Eingriff würde die Liquidität in den Märkten senken was zu einer erhöhten Volatilität führe.

³⁸ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S.2.

³⁹ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S.3.

2.2.2. Analyse möglicher Auswirkungen

Zunächst wird die Wirkungsweise von Transaktionssteuern anhand von repräsentativen Rechenbeispielen veranschaulicht. Wir werden sehen, dass Transaktionen umso mehr belastet werden, je kürzer ihr Anlagehorizont ist und je mehr Kontrakte gehandelt werden. Besonders stark ist die Belastung von Derivaten mit einer geringen Eigenkapitalunterlegung.⁴⁰

Zur Vergleichbarkeit der jeweiligen Steuerlast wird in beiden folgenden Aktienmarkttransaktionen eine Investitionssumme von 100.000,00 Euro und ein geringer Steuersatz in Höhe von 0,05% angenommen. Eine eigene Betrachtungsweise ergibt sich für das Derivatgeschäft im Beispiel 3. Zur Vereinfachung bleiben weiter Kosten im Zusammenhang mit einer Finanztransaktion unberücksichtigt.⁴¹

Beispiel 1: steuerliche Belastung langfristiger Anlagehorizonte

Wir betrachten den Kauf von 1000 Aktien im Wert von 100 Euro je Aktie am 01.01.2011. Der Gesamtwert der Transaktion beträgt 100.000,00 Euro. Das Aktienpaket wird von dem Anleger bis zum 31.12.2011 gehalten und dann zu einem Kurs von 110 Euro je Aktie verkauft.

Als Grundlage für die Berechnung der Transaktionssteuer (T) gilt der Basiswert (K) der Transaktion. Da die Steuer von Käufer und Verkäufer zu tragen ist, zahlt jeder demnach nur 50% des Steuersatzes (t). Im obigen Beispiel ergibt sich für die Berechnung der Steuer demnach folgende Rechenformel:

$$T = \frac{K \times \frac{t}{2}}{100}$$

Nach dem Einsetzen der entsprechenden Werte ergibt sich für den Kauf eine Steuerbelastung von 25,00 Euro.

⁴⁰ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 13ff.

⁴¹ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S. 13ff.

Im zweiten Schritt werden alle Aktien wieder verkauft. Der Kurswert am 31.12.2011 beträgt 11 Euro je Aktie. Damit ergibt sich eine Verkaufssumme von 110.000,00 Euro (K). Unter Verwendung der obigen Formel, beträgt die Steuerlast beim Verkauf 27,50 Euro. Für beide Transaktionen fallen in Summe 52,50 € Transaktionssteuern an.

Der Gewinn aus dem Verkauf der Aktien beträgt 10.000,00 Euro.

Abzüglich der Steuer aus Kauf- und Verkauf ergibt sich ein Reingewinn von 9.947,50 Euro.

Beispiel 2: steuerliche Belastung des Intra-Day- Aktienhandels

Im zweiten Beispiel soll das kurzfristige Anlageverhalten eines Chartisten verdeutlicht werden. Hierzu findet ein spekulativer Kauf- und Verkauf am gleichen Handelstag statt (Intraday-Handel). Der Basiswert beträgt 09:15 Uhr 100,00 Euro je Aktie und 16:00 Uhr 100,50 Euro je Aktie. Die beim Kauf und Verkauf anfallenden Transaktionskosten werden mit der gleichen Formel wie im Beispiel 1 berechnet. Das eingesetzte Kapital beträgt wieder 100.000,00 Euro. Hierfür fallen Transaktionssteuern in Höhe von 25,00 Euro an. Beim Verkauf zu dem Kurswert von 100,50 Euro fallen Steuern in Höhe von 25,13 Euro an. Die gesamten Transaktionssteuern betragen an diesem Handelstag 50,13 Euro.

Der Gewinn aus dem Intraday-Handel der Aktien beträgt 500,00 Euro. Abzüglich der angefallenen Steuern bleibt ein Gewinn von nur noch 449,87 Euro übrig bleiben.

Beispiel 3: steuerliche Belastung des schnellen Trading mit Derivaten

Der Dax-Future hat einen Basiswert von 25 Euro je Indexpunkt. Es wird ein aktueller Index von 6.500 Punkten angenommen. Basiswert beträgt 162.500,00 Euro. Ein Anleger erwartet einen Dax-Anstieg von 0,2%. Er kauft einen Kontrakt und muss dafür 5% Eigenkapital hinterlegen. Seine Investition beläuft sich daher auf 8.125,00 Euro.

Wir nehmen nun an, dass diese 0,2% Steigerung tatsächlich eingetreten sind. Der neue Basiswert ist demnach auf 162.825,00 Euro gestiegen. Damit ergibt sich eine Differenz von 325,00 Euro, welche den Gewinn des Anlegers darstellt.

Unter Verwendung der obigen Rechenformel berechnet sich für den Anleger eine Gesamtsteuerbelastung von 81,25 Euro. Sein Gewinn mindert sich nach dem Abzug dieser Kosten auf 243,78 Euro.

Die Transaktionssteuer fällt unabhängig von etwaigen Gewinnen oder Verlusten anfallen, sodass sich Verluste erhöhen und Gewinne schmälern. Da sich die Steuer auf den Basiswert bezieht, fällt bei den Derivat-Transaktionen eine Steuerlast in Höhe von 81,25€ an. Müsste der Anleger die Steuer nur auf sein tatsächlich hinterlegtes Kapital zahlen, würde die steuerliche Belastung im Vergleich hierzu lediglich 4,06 Euro betragen. Also unterliegt nicht nur der Gewinn einem Hebel von 20 (sein Einsatz bezogen auf den Basiswert) sondern auch die Steuer, sodass er von dem Gewinn von 325,00 Euro eine Steuerlast von 25% zu tragen hat.

Vergleich der steuerlichen Belastungen:

Beispiel 1: 10.000,00 Euro Gewinn – effektive Steuerlast 0,53 %

Beispiel 2: 500,00 Euro Gewinn – effektive Steuerlast ca. 10%

Beispiel 3: 325,00 Euro Gewinn – effektive Steuerlast 25%

Es steht fest, dass die expliziten Kosten bei allen Transaktionen steigen. Die rechnerische Gegenüberstellung der einzelnen Transaktionen belegt eine prozentual stärkere Belastung kurzfristiger Anlagehorizonte, speziell der Derivate mit großer Hebelwirkung gegenüber langfristigen und unter Umständen fundamental motivierter Anlagen.

Der Zielsetzung von Transaktionssteuern zufolge, sollen besonders die kurzfristig-spekulativen Transaktionen belastet und infolge dessen nicht mehr getätigt werden. Aus den Beispielen lässt sich jedoch nicht ableiten, wie die Steuer die Transaktionsentscheidung der Marktteilnehmer beeinflusst.

Um den Einfluss der Transaktionssteuern auf die Marktteilnehmer zu sehen, wird die in Abbildung 3 gezeigte Einteilung der Finanzmarktteilnehmertypen nach Stieglitz (1989) herangezogen.⁴² Diese Einteilung gibt Aufschluss über ihre Anlagehorizonte, den Informationsstand und damit ihren Einfluss auf die Preisbildung durch ihre Teilnahme am Markt.

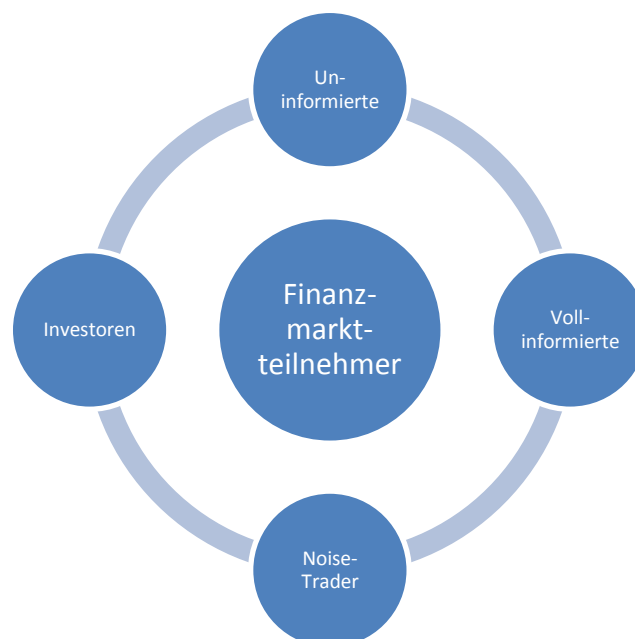


Abbildung 3: Aufteilung der Finanzmarktteilnehmer nach Stieglitz. Quelle: Eigene Darstellung

Die uniformierten Teilnehmer zeichnen sich dadurch aus, dass sie auf das Zusammentragen und Auswerten von preisbeeinflussenden Informationen verzichten. Demgegenüber stehen die vollinformierten Marktteilnehmer. Alle

⁴² Vgl. Haberer, M. (2006), S. 30ff.

Anlageentscheidungen werden von dieser Gruppe anhand von Fach- und Insiderwissen getroffen. Sie sind die ersten Marktteilnehmer, welche an solche Informationen kommen können.⁴³ Die Betrachtung dieser beiden Gruppen ist für die nachfolgende Ausarbeitung an vereinzelt Positionen notwendig. Jedoch hat nach Stieglitz die Einführung von Transaktionssteuern keinen Einfluss auf die Gruppen, sodass diesen keine große Beachtung geschenkt wird. Interessant sind hingegen die zwei weiteren, noch verbleibenden Gruppen.⁴⁴

Die Noise-Trader (alternativ auch als Chartisten und Spekulanten bezeichnet) zeichnen sich dadurch aus, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht auf die Auswertung von vorhandenen fundamentalen Daten bauen. Sie entscheiden beim Kauf und Verkauf von Aktien vornehmlich nach dem Verhalten anderer Marktteilnehmer. Charakteristisch ist der meist kurzfristige Anlagehorizont.⁴⁵

Die Gegenposition zu den Chartisten nehmen die Investoren ein. Diese zeichnen sich durch ein vornehmlich langfristiges Anlageverhalten aus und tätigen ihre Transaktionen aufgrund rationaler Entscheidungen.⁴⁶ Dazu greifen sie alle preisrelevanten Informationen auf und sorgen durch ihre Berechnung des gerechtfertigten Marktpreises für die Annäherung des Aktienpreises an den fundamentalen Marktwert. Investoren kaufen erst dann eine Aktie, wenn der tatsächliche Preis unter dem gerechtfertigten liegt und verkaufen, wenn sich der momentane Marktpreis darüber befindet. Dies grenzt die Fundamentalisten noch einmal von den Chartisten ab. Nach Stieglitz bestimmen sie diesen Preis, indem sie die Preisverzerrungen durch die Noise-Trader heraus rechnen und ihr Wissen über fundamentale Informationen einfließen lassen.⁴⁷

Wie an den obigen drei Beispieltransaktionen gezeigt wurde, verursacht die Steuer bei kurzfristigen Transaktionen eine prozentual höhere Kostenbelastung als bei einem langfristigen Anlageverhalten. Die Wirkungsweise einer geringen Transaktionssteuer würde demnach die Noise-Trader am stärksten treffen, da diese durch einen kurzen Anlagehorizont geprägt sind. Investoren werden erst

⁴³ Vgl. Hartmuth, A.J. (2004), S. 84.

⁴⁴ Vgl. Haberer, M. (2006), S. 31f.

⁴⁵ Vgl. Carlsen, C. (2008), S. 140.

⁴⁶ Vgl. Morich, S. (2007), S. 88.

⁴⁷ Vgl. Haberer, M. (2009), S. 31.

eine Transaktion tätigen, wenn ihre Berechnung eine deutliche Abweichung des tatsächlichen Preises vom fundamental gerechtfertigten Preis ergibt. Demnach wird sie die Steuer aus Kostengesichtspunkten weniger stark belasten. Infolge der Besteuerung werden die Noise-Trader den Markt zuerst verlassen, die Investoren mit ihrem Kauf- und Verkaufsverhalten den Marktpreis weiter bestimmen. Nach Stieglitz könnte eine Transaktionssteuer gerechtfertigt sein, wenn daraufhin die Preise wieder ihren fundamentalen Werten entsprechen.⁴⁸

Um im Sinne der Finanztransaktionssteuer das übermäßige Handelsvolumen senken zu können, müssen die Transaktionen infolge der Besteuerung nicht mehr getätigt werden, die für das hohe Volumen verantwortlich und spekulativ motiviert sind. Würde der Volumenrückgang durch die Zurückdrängung von realwirtschaftlich motivierten Transaktionen herbeigeführt werden, hätte die Transaktionssteuer ihr Ziel verfehlt.

Zur Beurteilung der Handelsdynamik werden nachfolgend Beobachtungen des WIFO-Instituts herangezogen, auf derer die Begründung zur Einführung von Transaktionssteuern aufbaut.⁴⁹

In der folgenden Abbildung 4 wurde zur besseren Veranschaulichung das Welt-BIP=1 gesetzt. Hierdurch lassen sich die Verhältnisse zwischen Kassa- und Derivatmarkt gegenüber dem Welt-BIP besser darstellen.

⁴⁸ Vgl. Haberer, M. (2009), S. 33.

⁴⁹ Vgl. Schulmeiser, (2009), S. 4ff.

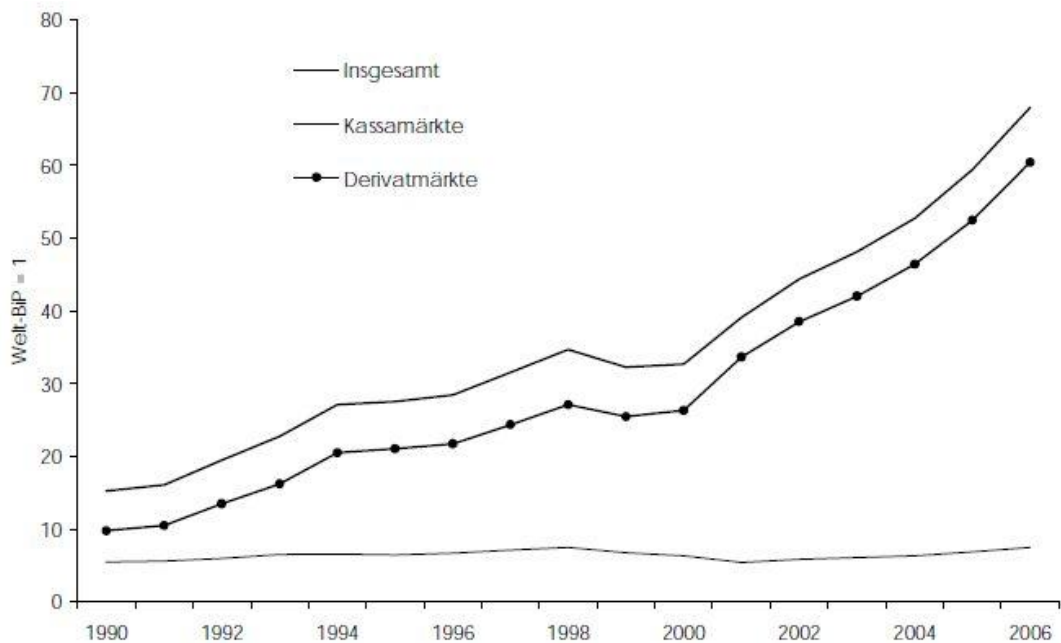


Abbildung 4: Transaktionsvolumen auf den globalen Finanzmärkten. Quelle: Schulmeister, S. (2009), S. 3.

Zu sehen ist, dass 1990 das Volumen der Kassamärkte das 5-fache des Welt-BIP beträgt, die Derivat-Volumina hingegen nur das 10-fache. Über die Zeitreihe hinweg bis zum Jahr 2006 blieb das Verhältnis des Handelsvolumens auf dem Kassamärkten zum Welt-BIP annähernd gleich. Dem gegenüber hat sich das Volumen der Derivatmärkte von dem Welt-BIP weit entfernt und betrug im Jahr 2006 das ca. 65-fache. Der enorme Handelsanstieg ist damit auf die Aktivitäten auf den Märkten für Derivate zurückzuführen.

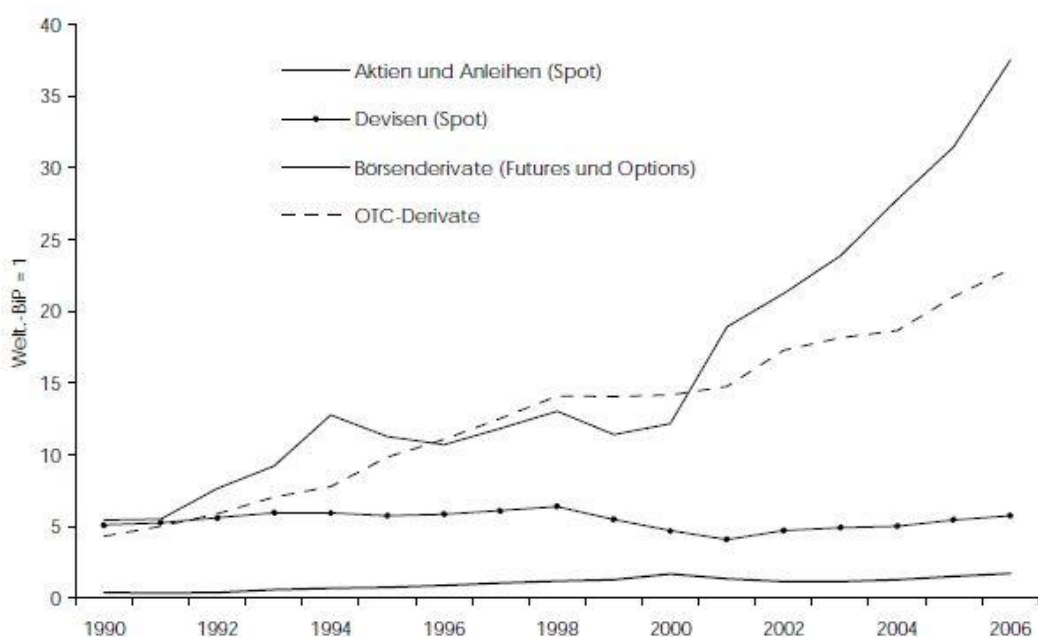


Abbildung 5: Transaktionsvolumen auf den globalen Finanzmärkten. Quelle: Schulmeister, S. (2009), S.3.

Diese Abbildung zeigt die enorme Inanspruchnahme von Börsenderivaten gegenüber den OTC-Derivaten. Während der Handel an den OTC-Plätzen nur professionellen Akteuren vorbehalten ist, können sich am Aktien-Kassa- und Derivatmarkt alle Finanzmarktteilnehmer einbringen. Auffällig ist der sprunghafte Anstieg des Börsenhandels mit Futures und Optionen. Es ist anzunehmen, dass diese Veränderung mit der Verfügbarkeit von Breitbandanschlüssen und moderner Informationssysteme im Internet zusammenhängt. Mit der Entwicklung und Einführung technischer Analysesystemen, die anhand nicht fundamentaler Analysen Kauf- oder Verkaufssignale errechnen und daraufhin Transaktionen auslösen, wurde der Handel beschleunigt und vermehrt.⁵⁰ Besonders Kleinanlegern wurde damit ein Werkzeug zur Hand gegeben, auch ohne fundiertes Wissen sich am Handel von Börsenprodukten zu beteiligen. Das Wachstum der Folgejahre ist somit sicherlich auch auf den stetigen Ausbau der Breitbandverbindungen und der Spekulation mithilfe von technischen Handelssystemen auf der Welt zurückzuführen. Es wird angenommen, dass der weitaus größte Teil des Handels mit Finanzderivaten von Spekulationen stammt, da der dramatische Anstieg des Handels mit Finanzderivaten nicht durch Absicherungsgeschäfte verursacht sein kann⁵¹, weil hierfür das Transaktionsvolumen zu hoch wäre.⁵² Die Schwankungen werden damit auf die zunehmende Verwendung der technischen Handelssysteme zurückgeführt, die keine fundamentalen Daten verarbeiten und damit spekulativ eingesetzt werden. Um das hohe Handelsvolumen zu senken, müsste durch die Steuer speziell diese Transaktionen verhindert werden.

In Anlehnung der oben aufgezeigten Ergebnisse zur Wirkungsweise der Steuer ergibt sich nun folgendes Bild:

Durch die Erhöhung der direkten Transaktionskosten wird die Gewinnschwelle der Investition später überschritten, wodurch das spekulieren auf kurzfristige

⁵⁰ Vgl. Franke, G./Hax, H. (2004), S. 403.

⁵¹ Weiter unten werden wir jedoch sehen, dass Hedgingketten auch ein hohes Maß an Handelsaktivität verursachen können.

⁵² Vgl. Schulmeister, S. (2009); S.8.

Preisunterscheide unrentabel werden kann. Da kurzfristige Preisunterschiede nicht mehr gewinnbringend wahrgenommen werden können, stellen die Spekulanten ihre Tätigkeiten ein oder werden erst handeln, wenn sich für sie eine positive Gewinnmarge einstellt. Gelingt es der Finanztransaktionssteuer dieses kurzfristige Verhalten zu verhindern, würde das Handelsvolumen in Höhe der nicht getätigten spekulativen Handlungen abnehmen.

Nach Ansicht der Befürworter wird durch die Reduzierung des Handelsvolumens infolge der Verdrängung kurzfristig-spekulativer Transaktionen die Volatilität gesenkt. Diese begründen ihre Ausführungen damit, dass die Spekulationssysteme keinerlei fundamentale Daten verarbeiten und durch die Unterlassung dieser Geschäfte die Preise auf den Finanzmärkten wieder mehr ihren realwirtschaftlichen Aktivitäten entsprechen.⁵³

Da der Begriff der Volatilität mit dem der Liquidität eng verbunden ist und im Zusammenhang mit dem Handelsvolumen gesehen werden kann, wird der Einfluss von Transaktionssteuer zur Verringerung der Volatilität auf die Liquidität betrachtet.⁵⁴

Hierzu werden die fünf bereits definierten Dimensionen als Grundlage herangezogen und im Zusammenhang mit der Ausarbeitung „Might a securities transactions tax mitigate excess volatility?“ von Markus Haberer analysiert. Das Papier stellt verschiedene Literaturansätze zur Auswirkung einer Transaktionssteuer auf die Markteffektivität und auch Marktliquidität gegenüber. Hintergrund dieser Arbeit war die Untersuchung der Eignung einer Transaktionssteuer zur Senkung einer exzessiven Volatilität.⁵⁵ Im Folgenden sollen die darin gefundenen Erkenntnisse mit den fünf Dimensionen der Marktliquidität zusammengebracht werden.

Modell:

⁵³ Vgl. Gutmann, G./Hamel, H./Leipold, H./Schüller, A./Thieme, H.J. (2004), S. 64.

⁵⁴ Vgl. Nolte, D. (2009), S. 85.

⁵⁵ Vgl. Haberer, M. (2004), S.1.

Hier wird davon ausgegangen, dass es zwei unterschiedliche Gruppen von Marktteilnehmer gibt.

- Fundamentalisten. Dabei handelt es sich um Marktteilnehmer, welche ihre Handelsentscheidung anhand von fundamentalen Daten treffen.
- Chartisten. Diese Marktteilnehmer zeichnen sich durch die vorrangige Verwendung von interpolierten Chartanalysetechniken aus. Sie treffen ihre Entscheidungen nicht anhand von fundamentalen Daten sondern verarbeiten vorrangig erhältliche Informationen.

Weiterhin liegt der Untersuchung ein ineffektiver Markt zugrunde.

Markttiefe:

Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer bedeutet, dass deren Kosten sich in den Angebots- und Nachfragepreisen widerspiegeln werden. Es ist anzunehmen, dass Käufer und Verkäufer, zumindest für einen kurzen Zeitraum nach Einführung der Steuer, versuchen, die Mehrkosten auf den das Gegengeschäft eingehenden Geschäftspartner abzuwälzen. Aus dieser Erwartung ergibt sich das folgende Bild:

Käufer werden ihre Nachfragepreise um die zusätzlich anfallenden Kosten mindern. Addiert man zu diesem neuen Nachfragepreis die abzuführende Steuer, ergibt sich der ursprüngliche Preis, zu welchem der Käufer das Geschäft ursprünglich eingegangen wäre. Das gleiche Bild zeigt sich auf der Seite der Verkäufer. Die zusätzlichen Mehrkosten werden auf den Angebotspreis aufgeschlagen, sodass der erwartete oder gewünschte eigentliche Verkaufspreis auch nach Abführung der Steuer erhalten bleibt. Da sich die Steuer prozentual am Basispreis orientiert, ergeben sich aus den unterschiedlichen gehandelten Volumen keine Vor- oder Nachteile. Aus Sicht der Dimension der Markttiefe bedeutet die Steuer ein Entfernen der Angebots- und Nachfragepreise von dem Gleichgewichtspreis. Da das Maß der Nähe zum Gleichgewichtspreis nicht genau definiert ist, lässt sich keine allgemeingültige Angabe des Grades der Verschlechterung dieses Parameters angeben. Durch

einen Vorher-Nachher-Vergleich eines Finanzproduktes ließe sich die Veränderung abschätzen.

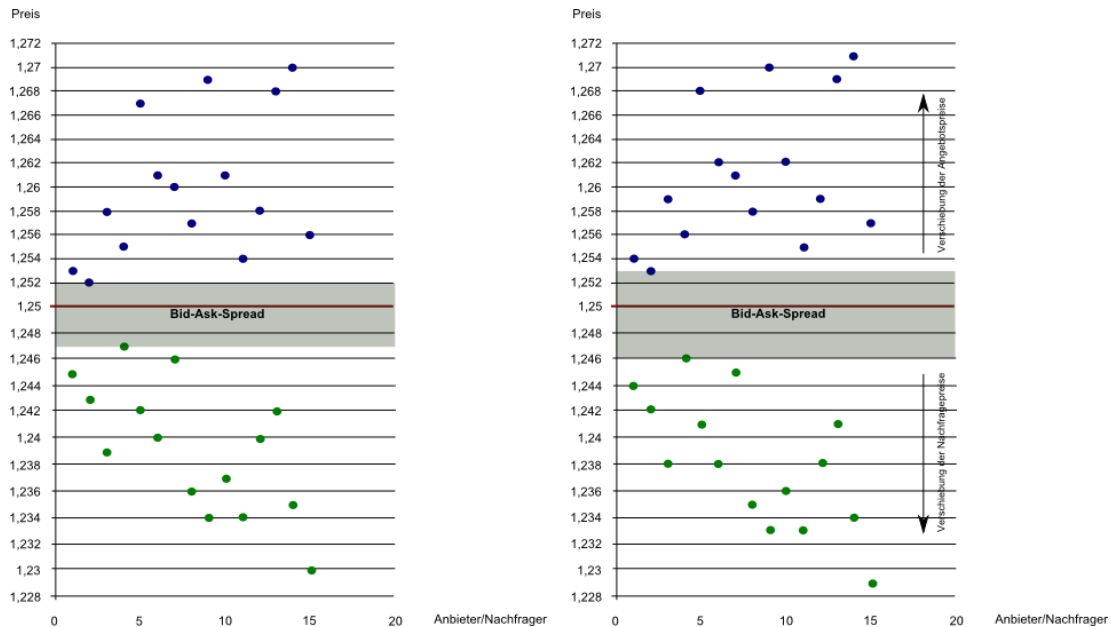


Abbildung 6: Verschiebung der Angebots- und Nachfragespreise. Quelle: Eigene Darstellung

Die Abbildung 6 zeigt die Preisentwicklung bei einem angenommenen Markt mit 15 Anbietern und Nachfragern. Es wird deutlich, dass die Preisvorstellungen sich durch die Einführung einer Steuer voneinander entfernen. Da Fundamentalisten sich an dem fundamentalen Wert der Anlage orientieren und weniger auf kurzfristig schwankende Kurse setzen, werden diese zu den gegebenen Bedingungen weiter am Markt teilnehmen, sofern der Steuersatz nicht zu hoch gewählt wird. Für Chartisten hingegen sollten sich die nun geringeren Gewinne kaum mehr rentieren, sodass diese sich zum Teil aus dem Markt zurückziehen. Betrachtet man dieses Szenario über einen längeren Zeitraum, wird sich zeigen, dass das Übertragen der zusätzlichen Kosten auf den Handelspartner langfristig nicht durchsetzbar ist. Je nachdem wie hoch der Anteil der Spekulanten an den Marktteilnehmern ist, wird sich entsprechend auch die Markttiefe ändern. Da diese sich aufgrund ihres Anlageverhaltens durch eine höhere Handelsfrequenz auszeichnen, sollte der Effekt sich entsprechend verstärken. Nach dem Wegfallen der Chartisten wird sich der Preis seinem fundamentalen Wert annähern.

Marktbreite:

Unter der Annahme, dass die Finanzmarktteilnehmer kurzfristig versuchen werden die entstehenden Kosten weiterzugeben, sollten sich die Volumina der einzelnen Order nicht verändern. Wie bereits in der Markttiefe erläutert, ergibt sich die Höhe der Steuer anhand des gehandelten Gesamtwertes. Vor- bzw. Nachteile durch eine Anpassung der Volumina lassen sich weder für die Steuer noch für den Gewinn realisieren, da es gleichgültig ist, ob ein gegebenes Volumen in einer oder mehreren Transaktionen erworben oder veräußert wird. Daraus lässt sich ableiten, dass es im Zeitverlauf zu einer Anpassung der Marktbreite kommen wird. Langfristig ist damit zu rechnen, dass die Volumina von Nachfragern - bei gleichbleibenden Investitionsbudgets - geringer werden. Für Fundamentalisten wird dies eine geringere Rolle spielen, da deren Anlageziele langfristig sind und sich nicht auf eine Gewinnerzielung durch eine hohe Handelsfrequenz stützen. Das Anlageverhalten von Chartisten führt hingegen zu einem Sinken der Gewinnaussichten, sodass diese von kurzfristigen Anlagen und hohen Handelsfrequenzen ablassen werden.

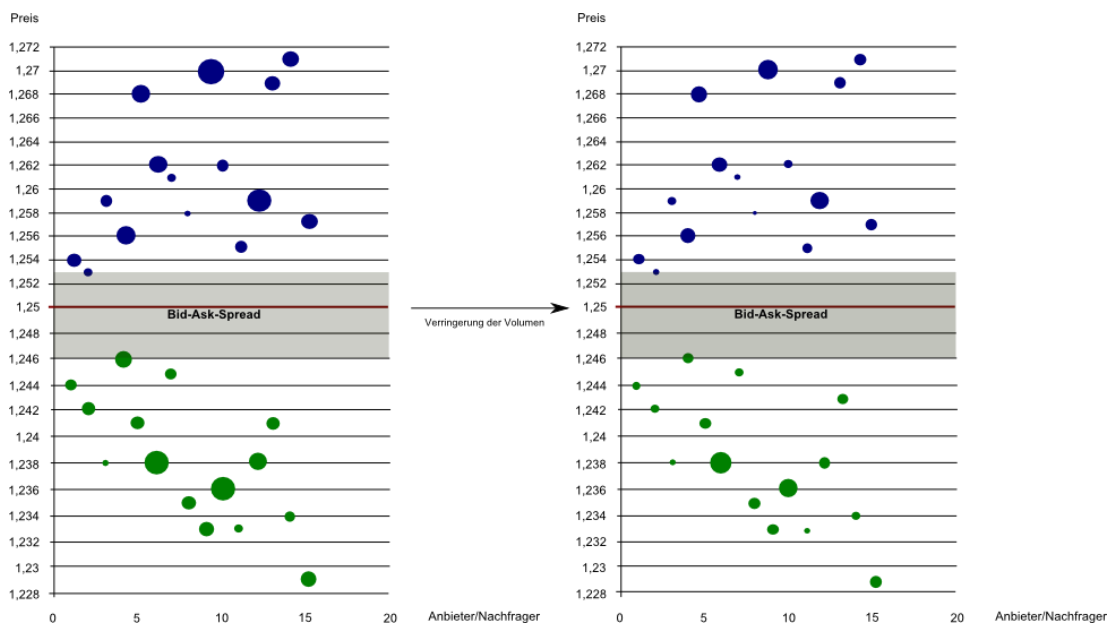


Abbildung 7: Verringerung der Volumina durch die Einführung einer Transaktionssteuer. Quelle: Eigene Darstellung

Die Abbildung 7 soll die langfristige Veränderung der angebotenen und nachgefragten Volumina darstellen. Diese werden durch die verschiedenen großen

Punktflächen repräsentiert. Die linke Abbildung zeigt die angebotenen und nachgefragten Volumen vor einer Anpassung. Die rechte Abbildung verdeutlicht das langfristige Verhalten der Marktteilnehmer.

Erneuerungskraft

Die Eigenschaft der Erneuerungskraft, also das schnelle Zurückfinden zum Gleichgewichtspreis, wird mit der Steuer unter Umständen nachlassen. Im Wesentlichen hängt dies vom Anteil der Chartisten und der Marktliquidität vor der Einführung einer Transaktionssteuer ab. Durch die Steuer werden besonders die kurzfristig-spekulativ motivierten Teilnehmer den Markt verlassen. Die somit verringerte Anzahl an Anbietern und Nachfragern wird sich in der Stabilisierungsfähigkeit des Preises widerspiegeln. Falls der Preis durch ein kurzfristiges Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage von seinem bisherigen Gleichgewichtspreis abweicht, wird die Stabilisierungsfähigkeit von dem Auftreten neuer Angebote und Nachfragen abhängen. Wenn der mit einer Finanztransaktionssteuer gewünschte Effekt eintritt, verringert sich die Zahl der Marktteilnehmer und somit auch die Zahl der Orders. In einem bisher liquiden Markt mit einem geringen Anteil an Chartisten sollte die Eigenschaft der Erneuerungskraft nicht wesentlich negativ beeinflusst werden. Je größer das Verhältnis der Chartisten an der Gesamtzahl aller Marktteilnehmer ist, desto stärker wird sich auch die Eigenschaft der Erneuerungskraft verändern. Auch hier wird sich durch das Wegfallen der höheren Transaktionsfrequenz der Chartisten ein Multiplikator ergeben, welcher zu einer Verstärkung der Effekte auf die Erneuerungskraft führt. Bei einem bereits vor der Transaktionssteuer illiquiden Markt wird sich die Einführung einer Finanztransaktionssteuer zweifellos negativ auswirken.

Es lässt sich sagen, dass, je geringer die Liquidität und je höher der Anteil der Spekulanten an der Zahl der Marktteilnehmer ist, desto negativer wird sich eine Finanztransaktionssteuer auf die Erneuerbarkeit auswirken. Es muss dann mit größeren Preissprüngen gerechnet werden, ehe der Preis sich auf sein dann neues Niveau einpendelt.

Enge

Die Dimension der Enge steht in einem starken inhaltlichen Zusammenhang mit der Markttiefe. Durch das Auseinanderdriften von Angebots- und Nachfragepreis wird es auch zu einer Veränderung der Enge des Marktes kommen. In der Abbildung 6 kann dieser Effekt deutlich erkannt werden. Diese eher kurzfristige Dehnung des Bid-Ask-Spreads geht mit einer Erhöhung der Volatilität einher. Es kann jedoch angenommen werden, dass diese langfristig wieder eine Anpassung an das ursprüngliche Niveau erleben.

Unmittelbarkeit

Kurzfristig ist damit zu rechnen, dass die Unmittelbarkeit nachlässt. Durch das Auseinanderdriften von Angebot und Nachfrage wird es zu einer Verschlechterung der Unmittelbarkeit kommen. Bei einem definierten Bid-Ask-Spread werden sich durch die Anpassung der Angebots- und Nachfragepreise weniger Finanzmarktteilnehmer finden lassen, welche auf ein Geschäft eingehen. Somit wird es unter Umständen mehr Teilausführungen geben müssen um eine Transaktion abzuwickeln. Diese Beeinflussung sollte bei stark spekulierten Produkten eine deutlich höhere Wirkung finden als bei Produkten, welche aufgrund fundamental orientierter Motivationen gehandelt werden.

Wie schon weiter oben dargestellt, gilt die Unmittelbarkeit als ein Maß der Liquidität eines Wertpapiers. Es kann also die Schlussfolgerung getroffen werden, dass die Marktliquidität kurzfristig nachlassen wird. Mit der langfristigen Anpassung an die Steuer wird sich die Liquidität wieder erholen. Allerdings ist damit zu rechnen, dass durch die Verdrängung von spekulativ motivierten Transaktionen die Marktliquidität ihr ursprüngliches Niveau nicht wieder erreicht.

Aus den Einflüssen auf die Dimensionen der Liquidität lässt sich feststellen, dass sich in Abhängigkeit des zugrunde liegenden Marktes eine Senkung der Volatilität umsetzen lässt, jedoch nicht generell bestätigt werden kann. Durch das angestrebte Verlassen der Spekulanten des Finanzmarktes wird eine

Stabilisierung erreicht, sodass der Marktpreis sich seinem fundamentalen Basiswert annähern kann. Grundlage dieser Überlegung ist die bereits erwähnte Annahme, dass Chartisten sich auf Charttechniken berufen, durch deren Ergebnisse Sie ihre Anlageentscheidungen treffen. Diese nicht auf tatsächlichen, wertbildenden Informationen beruhende Vorgehensweise kann als nahezu losgelöst vom fundamentalen Wert einer Anlage gesehen werden. Durch diese wird, je nachdem welchen Anteil die Chartisten am Gesamtmarkt haben, eine Abweichung zum realen Wert einer Anlage provoziert. Welche Höhe eine einzuführende Transaktionssteuer haben muss damit die gesteckten Ziele erreicht werden können, wird in der Literatur nicht pauschal beantwortet. Die Argumentation hierzu ist aber schlüssig, da die oben gezeigten Einflüsse eine starke Abhängigkeit zu unterschiedlichen Determinanten eines Finanzmarktes aufweist. So ist, wie schon oben angedeutet, das Vorhandensein einer hohen Liquidität notwendig. Auch müssen Spekulanten auf die neu entstehenden Kosten sensibler reagieren als Fundamentalisten. Letztendlich muss auch das Verhältnis zwischen den beiden Marktteilnehmergruppen berücksichtigt werden.

Um dieses Ergebnis mit wirtschaftswissenschaftlicher Literatur zu untermauern wird eine Studiensammlung zum Einfluss von Transaktionssteuern auf die Volatilität von Finanzmärkten herangezogen.

Eine Publikation⁵⁶ von Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller und Oliver Picek, welche über das Wifo-Instituts in Österreich veröffentlicht wurde, stellt 21 verschiedene Studien gegenüber, die sich mit dem Zusammenhang zwischen einer Transaktionssteuer und der Volatilität befassen. Zehn Studien verweisen dabei auf einen positiven Zusammenhang zwischen einer Finanztransaktionssteuer und der Volatilität. Die Steuer hätte nach deren Autoren das Potential, eine Senkung der Preisschwankung zu erwirken. Hingegen schließen fünf Studien mit dem Ergebnis, dass es durch eine Steuer zu keiner Beeinflussung der Volatilität kommt. Sechs Arbeiten werden dagegen mit dem Ergebnis einer negativen Wirkungsweise zwischen der

⁵⁶ Vgl. Schulmeister, S./Schratenstaller, M./Picek, O. (2008), S. 17.

Finanztransaktionssteuer und der Volatilität abgeschlossen.⁵⁷ Die Preisschwankung wird demnach tendenziell erhöht als gesenkt.⁵⁸ Die folgende Abbildung listet die herangezogenen Studien kurz auf.⁵⁹

Author(s)	Market	(Implicit) Relationship
Wang – Yau (2000)	United States	Positive
Lindgren (1994)	United States	Positive
Jones – Seguin (1997)	United States	Positive
Green – Maggioni – Murinde (2000)	United Kingdom	Positive
Aitken – Swan (2000)	Australia	Positive
Hau (2006)	France	Positive
Domowitz – Glen – Madhavan (2000)	42 countries	Positive (except for transition countries)
Swan – Westerholm (2001)	Finland, Sweden	Positive
Aliber – Chowdhry – Yan (2003)	United States	Positive
Baltagi – Li – Li (2006)	China	Positive
Umlauf (1993)	Sweden	None
Hu (1998)	Hong Kong, Japan, Korea, Taiwan	None
Roll (1989)	23 markets	None
Saporta – Kan (1997)	United Kingdom	None
Chou – Wang (2006)	Taiwan	None
French – Roll (1986)	United States	Negative (via trading volume)
Bessembinder – Seguin (1993)	United States	Negative (via trading volume)
Jones – Kaul – Lipson (1994)	United States	Negative (via trading frequency)
Hau (2001)	France	negative
Huang – Cai – Wang (2002)	United States	Negative (via trading frequency)
Sarwar (2003)	United States	Negative (via trading volume)

Abbildung 8: Ausgewählte Studien zur Beeinflussung der Transaktionssteuer auf die Volatilität. Quelle: Schulmeister, S./Schatzenstaller, M./Picek, O. (2008), S. 18.

2.2.3. Zusammenfassung und Ergebnisse

In der befürwortenden Argumentation wird ein geringer Steuersatz zur Verdrängung kurzfristig-spekulativen Handelns als ökonomisch sinnvoll erachtet um im Zuge dessen das Handelsvolumen und die Volatilität zu senken.

Zur Beurteilung dieser Argumentationskette wurde zunächst anhand repräsentativ gewählter Beispiele die Wirkungsweise der Steuer mittels eines Steuersatzes von 0,05% aufgezeigt. Erste Ergebnisse zeigten, dass eine Transaktionssteuer kurzfristige Transaktionen stärker belastet als langfristig gehaltene Instrumente. Besonders der Handel mit Derivaten weist eine höhere

⁵⁷ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2010), S. 3.

⁵⁸ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2010), S. 3.

⁵⁹ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2010), S. 3.

Steuerlast auf, da zur Besteuerung der Basiswert herangezogen wird. Damit wirkt die Steuer auch für die geringe Eigenkapitalunterlegung des Derivats. Durch die Erhöhung der expliziten Transaktionskosten wird die Gewinnschwelle von Investitionen später überschritten, wodurch besonders kurzfristiges Spekulieren unrentabel werden kann. Auch das Risiko eines Verlustes erhöht sich, da die Transaktionssteuer unabhängig evtl. Gewinne bei dem Kauf und Verkauf eines Instruments anfällt.

Da aus der Wirkungsweise der Steuer jedoch keine Aussagen zu möglichen Handlungsreaktionen der Marktteilnehmer getroffen werden kann, wurde eine Typisierung der Finanzmarktteilnehmer nach Stieglitz herangezogen, um den Einfluss der Transaktionssteuer auf diese hin zu untersuchen.

Dem theoretischen Modell zufolge werden die Noise-Trader, die ihre Transaktionsentscheidungen auf nicht auf fundamentaler Informationen treffen und deren Anlageziel einen kurzen Zeithorizont aufweist, als erstes den Markt verlassen, weil ein Ausnutzen kurzfristiger Preisunterschiede nicht mehr rentabel für sie ist. Investoren tätigen eine Transaktion erst, wenn sich durch ihre Berechnung des fundamental gerechtfertigten Marktpreises eine deutliche Abweichung ergibt. Da sie durch ihre geringere Handelsfrequenz geringer belastet werden, ist kein Marktaustritt von ihnen zu erwarten.

Weil eine Transaktionssteuer das hohe Handelsvolumen durch die Verdrängung kurzfristig-spekulativer Transaktionen bewirken will, müssen diese auch infolge der Besteuerung nicht mehr getätigt werden und für die hohe Handelsfrequenz verantwortlich sein. Eine Grafik vom WIFO-Institut zeigte, dass das hohe Handelsvolumen durch eine enorme Inanspruchnahme von Derivaten begründet werden kann. Gleichzeitig wichen im Zeitablauf die Finanzwerte von ihren fundamentalen Werten ab. Ein wesentlicher Grund hierfür wurde in der Entwicklung und Einführung von technischen Spekulationssystemen gesehen, welche keine fundamentalen Daten verarbeiten und für kurzfristiges-spekulatives Handeln genutzt werden.

Mit der Identifikation der kurzfristigen Transaktionen als Auslöser des hohen Handelsvolumens konnte die Aussage getroffen werden, dass eine Transaktionssteuer das Handelsvolumen durch die Verdrängung dieser senkt.

Um das Untersuchungsziel – den Einfluss von Transaktionssteuern auf die Marktstabilität– zu erreichen, wurde der Einfluss der Steuer auf die Marktliquidität betrachtet. Unter Beachtung des Einflusses auf die einzelnen Dimensionen der Marktliquidität hat die Analyse gezeigt, dass eine Erhöhung der Kosten in Form von Transaktionssteuern die Marktliquidität senkt. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bewirkt eine Verringerung der Marktliquidität tendenziell eine Erhöhung der Volatilität. In Abhängigkeit des zugrundeliegenden Marktes und der Höhe des Steuersatzes nimmt die Transaktionssteuer Einfluss auf die Marktteilnehmer und provoziert einen Ausstieg auch fundamentaler Investoren. Damit verringern sich nicht nur das Handelsvolumen, und damit die Liquidität durch das Aussteigen von Noise-Tradern, auch Investoren und fundamental orientierte Transaktionen würden den Markt verlassen.

Bringt man die Ergebnisse dieser Arbeit mit in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur erschienen Studien zum Einfluss auf die Volatilität von Transaktionssteuern zusammen, kann schlussgefolgert werden, dass die Einführung tendenziell eine Erhöhung der Volatilität zur Folge hat damit keine Stabilisierung erreicht werden kann. Der Erfolg von Transaktionssteuern zur Stabilisierung der Aktienmärkte lässt sich damit nicht generell bestätigen.

2.2.4. Grenzen und Kritik

Was dem theoretischen Konzept zur Umsetzung der generellen Finanztransaktionssteuer zugrundegelegt wird, stößt in der Praxis an mehreren Punkten an seine Grenzen. Das Hauptproblem einer solchen Steuererhebung liegt in der Problematik der politischen und technischen Durchsetzbarkeit.⁶⁰ Eine internationale Steuer auf alle Finanztransaktionen, die in der Praxis bisher nicht umgesetzt wurde, stellt unter wirtschaftswissenschaftlichen und

⁶⁰ Vgl. Bajohr, S. (2007), S. 252.

steuerlichen Gesichtspunkten eine völlig neue Herausforderung dar und erfordert den politischen Konsens über die Einführung einer generellen Finanztransaktionssteuer. Vor dem Hintergrund, dass bisher keine Übereinstimmung zwischen den Ländern erreicht werden konnte, Fragen zur Ausgestaltung international verbindlicher Vereinbarungen über die Rechtsgrundlage einer globalen Finanztransaktionssteuer und zur zwischenstaatlichen Aufkommensverteilung offen sind, könnte eine Transaktionssteuer ihre Lenkungsziele verfehlen, würde sie nicht global umgesetzt.⁶¹

Staatliche Eingriffe in Form von Steuern provozieren eine Verhaltensreaktion der Marktteilnehmer, die nicht nur unter stabilisierungspolitischen sondern auch unter wettbewerbspolitischen Gesichtspunkten unerwünscht sein muss.

Wenn eine Stabilisierung der für die Weltwirtschaft wichtigen Aktienkurse und Rohstoffpreise durch die Verdrängung kurzfristig-destabilisierender Transaktionen angestrebt wird, müssen diese auch global abgefangen werden. Existieren Möglichkeiten die Steuer zu umgehen, (z.B. steuerfreie Handelsplätze) würden diese geografisch nur anders platziert, nicht aber unterlassen.

Hinsichtlich der Steuerinzidenz eröffnen sich weitere Probleme, da die steuerliche Belastung Anreize schafft, die mit der Transaktion entstandenen Kosten weiterzureichen. Obgleich auch die Steuerschuld an den Finanzmarktteilnehmer gebunden ist, kann die Steuerlast in Form von Kosten umgewälzt werden. Wenn eine Transaktionssteuer zur Heranziehung des Finanzsektors gefordert wird, erreichte sie ihr Ziel auch in dem Moment nicht, sobald Kosten der Inanspruchnahme von Dienstleistungen durch dessen Kunden (z.B. Risikomanagement im Auslandsgeschäft von Unternehmen, Altersvorsorge privater Haushalte)⁶² oder der Bereitstellung von Kapital (z.B. Kreditvergabe) weitergereicht werden.

⁶¹ Vgl. Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e.V. (2010), S. 7.

⁶² Vgl. www.bankenverband.de/themen/finanzmaerkte-konjunktur/analysen-standpunkte/finanztransaktionssteuer-2013-ein-ungeeignetes-mittel-zur-verhinderung-von-finanzkrisen (18.02.2011).

an den Endkunden in Abhängigkeit ihrer Preiselastizität weitereichen.⁶³

Weiter werden in der befürwortenden Literatur kurzfristige Transaktionen mit Spekulation gleichgesetzt. Das Heranziehen eines Zeithorizontes zur steuerlichen Ausgestaltung einer Transaktionssteuer, welche gesamtwirtschaftlich unerwünschtes Verhalten unterbinden will ist problembehaftet, da nicht nur die Kapitalbeschaffung zur Unternehmensfinanzierung kurzfristig sein kann jedoch realwirtschaftlich und nicht spekulativ motiviert ist. Diese Finanzierungsform stärkt die Eigenkapitalbasis von Unternehmen und sichert realwirtschaftliche Aktivitäten. Würde die freie Kapitalbeschaffung durch Transaktionssteuern gestört, erhöhten sich nicht nur die Finanzierungskosten, dies hätte auch wettbewerbswirksame Auswirkungen auf die darauf angewiesenen Unternehmen.⁶⁴

Auch Transaktionen zur Absicherung von Risikopositionen können eine kurze Anlagedauer aufweisen, werden überdies auf Grundlage eines Realgeschäftes ausgelöst und in Abhängigkeit der Anzahl von Folgegeschäfte (Hedgingketten) unter Umständen höher belastet als eine einzelne spekulative Transaktionen.

An einem Szenario soll dies veranschaulicht werden. Wir haben gesehen, dass die Steuer - neben ihren Effekt auf derivative Hebelgeschäfte - Transaktionen umso mehr belastet, je kürzer der Zeithorizont der Anlage ist und je mehr Kontrakte gehandelt werden.⁶⁵ Zur obigen Berechnung der steuerlichen Belastung wurde nicht das Volumen steuerrelevanter Transaktionen beachtet, sondern nur einzelne Transaktionen. Wird nun zur Absicherung von Risiken jedes Folgegeschäft auf Grundlage einer voranstehenden realwirtschaftlichen Finanztransaktion besteuert, ergibt sich eine höhere Gesamtsteuerlast gegenüber einer einzelnen und unter Umständen spekulativen Transaktion.

Dieses Problem erscheint umso gravierender, betrachtet man die wirtschaftliche Bedeutung der verschiedenen Transaktion. Neben der Ausnutzung kurzfristiger Kursbewegungen verfolgen spekulativ motivierte Marktteilnehmer kein weiteres

⁶³ Vgl. Dieter, H. (2010), S. 13.

⁶⁴ Vgl.o.V. Deutsche Bank Research (2010), S. 6.

⁶⁵ Vgl Schulmeister, S. (2009), S. 15.

Ziel, was den Nutzen aus der Transaktion für sie erhöht. Aufgrund der Kostenerhöhung platzieren sie ihre finanziellen Mittel in andere Bereiche oder stellen die Transaktionen ein. Kosten würden für sie dann nicht mehr anfallen. Risikoabsicherungsgeschäfte für Investoren sind jedoch fundamental für die Absicherung ihrer Ertragslage. Bei einer weiteren Inanspruchnahme der besteuerten Sicherungsinstrumente müssten sie die Kosten tragen, da sie bei einem Verzicht finanziellen und realwirtschaftlichen Risiken ausgesetzt wären.

Ähnliches ergibt sich aus der Risikodiversifikation von Kundenorders im Interbankenhandel. Betrachten wir ein Unternehmen, das ein Devisentermingeschäft in Höhe von 100.000,00 Euro mit einer Bank 1 vereinbart. Die Bank wird, um das Risiko für sich zu minimieren, einen Teil der Position weiterverkaufen. Dieses sogenannte „Hot-Potato-Trading“ führt zu einer Risikoverteilung auf mehrere Marktteilnehmer. Weiterführend im obigen Beispiel wird nun ein Teil der Position an weitere drei Banken weitergegeben. Insgesamt folgen dem ursprünglichen Geschäft drei weitere Transaktionen. Alle unterliegen einer Transaktionssteuer, sodass die steuerliche Belastung bei einem Steuersatz i.H.v. 0,05% insgesamt 171,95 Euro beträgt. Das gesamte Handelsvolumen ist von ursprünglich 100.000 Euro aufgrund dieser realwirtschaftlich motivierten Order auf 343.900 Euro angestiegen.⁶⁶

⁶⁶ Vgl. Haberer, M. (2006), S. 21.

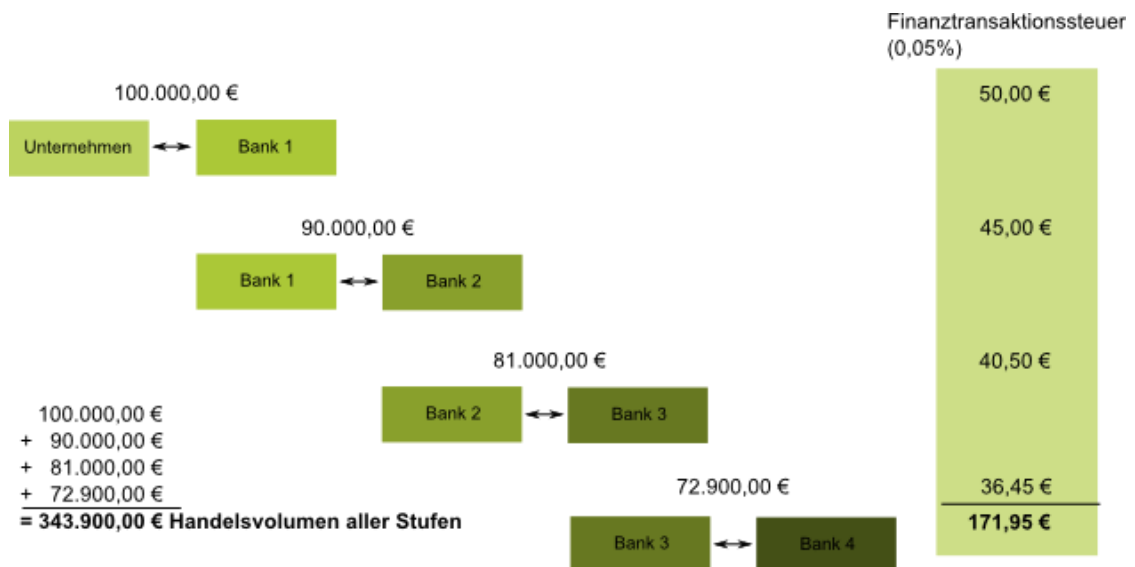


Abbildung 9: Hedgingkette mit einer Transaktionssteuer. Quelle: Eigene Darstellung

Eine Transaktionssteuer unterscheidet somit nicht zwischen realwirtschaftlich erwünschten und spekulativen Transaktionen. Sie erschwert die Kapitalaufnahme sowie das Risikomanagement über den Finanzmarkt und provoziert damit Geschäftsabschlüsse ohne den Einbezug des Finanzmarktes. Besteht für private Investoren die Möglichkeit ihr Kapital in steuerfreie Handelsplätze zu platzieren, würden realwirtschaftlich fundamentale Transaktionen abwandern und somit auch das Kapital. Damit gehen von der Transaktionssteuer ökonomische Risiken aus, die nicht Ziel einer regulierungsbedingten Intervention durch den Staat in Form von Steuern zur Verdrängung gesamtwirtschaftlich unerwünschten Verhaltens sein kann.

2.3. Erwarteter Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit von Aktienmärkte im Hinblick auf die Effizienz

2.3.1. Ökonomische Meinungsdiskrepanz

Die akademische Diskussion über die wettbewerbswirksamen Auswirkungen von Transaktionssteuern bezieht sich zumeist auf die Effizienz eines Finanzplatzes. Auch hier kommt der Marktliquidität eine besondere Rolle zu.

a) Aussagen der Befürworter

Eine Transaktionssteuer kann die Effizienz der Märkte steigern und damit die Wettbewerbsfähigkeit eines Finanzplatzes.⁶⁷ In einem ineffizienten Markt, der durch einen hohen Anteil von Noise-Tradern gekennzeichnet ist, könne eine Steuer die Effizienz nicht verschlechtern.⁶⁸ Folgen einer evtl. Preisstörung müssten mit dem Erfolg der Verbesserung der Informationseffizienz abgewogen werden, die durch die Verdrängung nicht-fundamentaler Transaktionen bestimmt wird. Würden infolge einer Besteuerung die Preise stärker die fundamentalen Preise widerspiegeln, träte eine Verbesserung der Effizienz ein.⁶⁹

b) Aussagen der Gegner

Die Wettbewerbsfähigkeit der Märkte würde mit Einführung einer Transaktionssteuer negativ beeinflusst. Mit dem Eingriff in den Preisbildungsprozess und einer Erhöhung der Kosten sinkt die Markteffizienz.

⁶⁷ Vgl. Meyer, A. / Wegner, G. (ohne Jahr), S. 7.

⁶⁸ Vgl. Baker, D. (2010), S. 7.

⁶⁹ Vgl. Kapoor, S. (2010) S. 20f.

Durch die Liquiditätsreduktion spiegeln sich die Fundamentaldaten nur mit Verzögerung in den Preisen wider, womit der Preis weniger den wahren Unternehmenswert repräsentiert.⁷⁰

2.3.2. Analyse möglicher Auswirkungen

Die klassische Kapitalmarkttheorie setzt in ihren Modellen voraus, dass sich der Preis, zu dem sich ein Markt räumt, automatisch einstellt. Sie betrachtet somit nicht den Preisbildungsprozess. In Anlehnung an die Neoklassik wird hier in der Regel von einem friktionslosen Kapitalmarkt, d.h. einem Markt ohne Transaktions- und Informationskosten sowie Steuern ausgegangen.⁷¹ Da Kapitalmärkte jedoch Strukturmerkmale wie Preisermittlungsverfahren, Gebühren oder Handelsregeln aufweisen und Transaktionen mit Kosten verbunden sind, stellen sie keine friktionslosen Märkte dar.⁷²

Der erweiterte Effizienzbegriff der Marktmikrostrukturtheorie:

Die Marktmikrostrukturtheorie befasst sich mit den rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen eines Marktes, wobei der Finanzplatz, besonders der Börsenhandelsplatz, im Fokus steht.^{73 74} In der Mikrostruktur von Wertpapiermärkten werden die einzelnen Abläufe und Wirkungszusammenhänge aus dem Gesamtbild der Märkte analysiert.⁷⁵ Da die Mikrostrukturtheorie die Marktunvollkommenheit mit einbezieht, orientiert sich die Analyse an den nachfolgenden Kriterien des Effizienzbegriffs der Marktmikrostrukturtheorie⁷⁶:

⁷⁰ Vgl. Baker, D. (2010), S.7.

⁷¹ Vgl. Hermann, F. (2005), S. 25.

⁷² Vgl. Ecke, M. (2005), S. 20.

⁷³ Vgl. Werner, C. (2009), S. 31.

⁷⁴ Vgl. Heun, M. (2007), S. 108.

⁷⁵ Vgl. Werner, C. (2009), S. 31.

⁷⁶ Vgl. Maurer, R. (1996) S. 20.

- freier Marktzutritt,
- Informationseffizienz,
- Bewertungseffizienz,
- Kosteneffizienz,
- Preisbildungseffizienz,
- Abwicklungseffizienz,
- Liquiditätsfreier.

Zwischen den einzelnen Determinanten bestehen Interdependenzen. Eine Verbesserung einer Determinante kann eine Verschlechterung der anderen nach sich ziehen.

Je effizienter ein Markt ist, desto mehr spiegelt der Börsenkurs den „wahren“ Wert eines Unternehmens wider.⁷⁷ Erfüllt ein Wertpapiermarkt diese Kriterien, können Wertpapiere effizient gehandelt werden.

Im Folgenden wird der Einfluss einer Transaktionssteuer auf diese Determinanten hin untersucht. Dabei werden die Präferenzen der Finanzmarktteilnehmer zugrundegelegt, die Sie an ein effizientes Handelssystem und einen attraktiven Finanzplatz stellen.

Würde eine Finanztransaktionssteuer die Qualität und das Zusammenwirken der einzelnen Determinanten verbessern, steigerte sich die Effizienz der besteuerten Wertpapierbörse und damit die Wettbewerbsfähigkeit dieses Finanzplatzes

a) Marktzutritt

Durch den freien Zutritt wird eine hohe Teilnehmerzahl am Markt angestrebt, die sich am Wertpapierhandel beteiligen.⁷⁸ Die damit verbundene Steigerung

⁷⁷ Vgl. Dietz, S. (2004), S. 90.

⁷⁸ Vgl. Ecke, M. (2005), S. 26.

des Handelsvolumens erhöht die Wettbewerbsfähigkeit der Wertpapierbörse, da Liquidität geschaffen wird.

Obwohl eine Transaktionssteuer nicht die Möglichkeit einer Teilnahme am System erschwert oder verhindert, nimmt sie indirekt die Auswirkungen einer Marktzutrittsbarriere an. Eine prohibitive Steuer lässt eine Teilnahme am Markt durch die Kostenerhöhung unter Umständen nicht attraktiv erscheinen. Damit greift sie besonders die Risikoträger (hier die Spekulanten), die das Gegenstück risikoaverser Investoren darstellen, aus dem Markt, bzw. werden diese ihn für ihre Zwecke nicht mehr nutzen wollen. Dies kann Auswirkungen auf die Abwicklungskosten und die Preisbildung haben. Betroffene Marktteilnehmer werden dem Markt ihre Liquidität nicht mehr zur Verfügung stellen.

b) Informationseffizienz

Der Informationseffizienzbegriff entspricht hier der formalen Definition von Fama.

Ein Markt ist informationseffizient, wenn es nicht möglich ist, durch das Einholen und Verarbeiten von Detailinformationen über die zur Auswahl stehenden Objekte zu einem überlegenen Anlageergebnis zu gelangen. Fama entwickelte hierzu vier Thesen:

- Starke Informationseffizienz (alle bewertungsrelevanten Informationen sind vollständig und zeitlich nah nach deren bekanntwerden im Preis verarbeitet)
- Halbstrenge Informationseffizienz (alle öffentlich zugänglichen Informationen sind vollständig und zeitlich nah nach deren bekanntwerden im Preis verarbeitet)
- Schwache Informationseffizienz (alle Informationen über vergangenen Marktpreise sind vollständig und zeitlich nah nach deren bekanntwerden im Preis verarbeitet)
- Keine Informationseffizienz (Keine der obigen Aussagen trifft zu)

Zur Analyse werden die Marktteilnehmer in folgende Gruppen einteilen:

- Informiert
- Halbinformiert
- Uninformiert

Auf einem realexistierenden Markt kann davon ausgegangen werden, dass es keine starke Informationseffizienz gibt. Wäre dem so, dann würden ausnahmslos alle Informationen im Preis berücksichtigt sein und Chartisten hätten keine Ansatzpunkte für Spekulationen, da alle Marktteilnehmer den realen Preis eines Anlagegutes einschätzen könnten. Für das weitere Vorgehen wird angenommen, dass ein Markt eine schwache Informationseffizienz aufweist.

Wird auf einem Markt eine Transaktionssteuer eingeführt, folgt aus diesem Eingriff zunächst eine Verschlechterung der Informationseffizienz. Begründet wird dies durch die Kosten, welche in keinem Zusammenhang zu dem realen Preis einer Anlage stehen. Handelt es sich um einen liquiden Markt, welcher auch nach der Einführung der Steuer noch eine ausreichende Liquidität behält, wird sich, sofern Chartisten von der Steuer verdrängt werden, die Informationseffizienz jedoch verbessern. Ein Markt mit einer verhältnismäßig guten Informationseffizienz kann dann wieder für andere Fundamentalisten an Attraktivität gewinnen. Fundamentalisten sind an einem Preis interessiert, welcher sich an dem realen Wert eines Anlagegutes orientiert. Hingegen wird ein Markt mit einer geringen Liquidität durch die Einführung einer Steuer an Informationseffizienz verlieren, da Fundamentalisten, welche ihre Informationen in dem Marktpreis verarbeiten, abwandern und somit unter Umständen nicht alle preisrelevanten Informationen berücksichtigt werden.

c) Bewertungseffizienz

Die Bewertungseffizienz steht in einem engen Zusammenhang mit der Informationseffizienz.⁷⁹ Inhaltlich gibt der Parameter an, ob ein Markt die auf ihm gehandelten Güter mit ihrem fundamentalen Wert berücksichtigt.

Zu den preisrelevanten Informationen zählen die folgenden Punkte:

- voraussichtliche Ausschüttungen,
- der Liquidationserlös,
- der Abzinsfaktor, zur Abzinsung der zu erwartenden Ausschüttungen.

Denn nur wenn alle für den Preis wichtigen Informationen vorliegen, können diese auch entsprechend berücksichtigt werden.

Ist ein Markt auch nach der Einführung einer Steuer noch von ausreichend liquide und werden Chartisten von ausschweifenden Transaktionen abgehalten, verbessert sich - wie schon dargestellt - die Informationseffizienz und dadurch auch die Bewertungseffizienz. Ist ein Markt hingegen illiquide, wird eine Steuereinführung auch Fundamentalisten verdrängen, welche durch ihren Informationsstand für die korrekte Bewertung von Finanzprodukten wichtig sind. Investoren sind durch eine gute Bewertungseffizienz in der Lage, zukünftige Ausschüttungen und Erlöse korrekt abzuschätzen. Sie werden also versuchen sich auf solchen Märkten zu bewegen, welche eine risikominimierte Abschätzung der zukünftigen Entwicklung zulassen.⁸⁰

d) Kosteneffizienz

Hauptmotiv des Arrangements privater und institutioneller Investoren am Wertpapiermarkt ist die Maximierung ihres erwarteten Nutzens aus der Wertpapieranlage, der durch den erwarteten Ertrag und der Risikopräferenz bestimmt wird. Unter dem Druck hoher Renditeerwartungen visieren besonders

⁷⁹ Vgl. von Daniels, H. (2004), S. 109.

⁸⁰ Vgl. von Daniels, H. (2004), S. 109.

institutionelle Investoren den Wertpapiermarkt für ihre Transaktionen an, die eine Abwicklung zu minimalen Transaktionskosten ausübt. Bereits kleine Kostendifferenzen zwischen den Wertpapierbörsen reichen aus, um den Wechsel unter Kostengesichtspunkten sinnvoll werden zu lassen. Dies gilt insbesondere für große Marktteilnehmer, die über Teilnahmerechte an mehreren börslichen und außerbörslichen Märkten verfügen.⁸¹ Die expliziten Transaktionskosten, und damit auch die Transaktionssteuern, sind – unter Berücksichtigung der Auftragslage – den Investoren bekannt. Werden die expliziten Transaktionskosten in Form einer Transaktionssteuer erhöht, wird der Marktteilnehmer *ceteris paribus* den Finanzplatz für seine Interessen wählen, bei dem die Summe aller Kosten minimal ist.⁸² Da die Marktteilnehmer nicht mehr bereit sind ihre Liquidität dem Wertpapiermarkt zur Verfügung zu stellen, werden sie sich aufgrund dessen weiter verringern und der Marktplatz folglich zusätzlich an Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Das kann dazu führen, dass der gesamte Anstieg der Transaktionskosten den festgelegten Steuersatz sogar übersteigt. Der durch die Einführung eines geringen Steuersatzes von z.B. 0,05% mit Sicherheit erhöhten Transaktionskosten repräsentiert damit nicht den möglichen Gesamtanstieg der Transaktionskosten. Durch die Nutzung steuerfreier Handelsplätze eröffnet sich nun die Möglichkeit, diese Steuer zu umgehen und dadurch Kosten zu sparen. Diese Ausweichreaktion war bereits an dem Londoner Markt für internationale Aktien zu beobachten, an dem ausländische Investoren von der Zahlung der 0,5%igen stamp duty befreit waren. Annähernd 60 % aller Investitionen in nicht-britischen Aktien, die an der Londoner Börse gemeldet waren, wurden von ausländischen Investoren getätigt. Damit kann auch ein Investor, der einer Transaktionsbesteuerung im Heimatland der sie interessierenden Aktie unterliegt, von dieser Investition durch die Steuer abgehalten werden.⁸³

⁸¹ Vgl. Stenzel, S. (1995), S. 102.

⁸² Vgl. Stenzel, S. (1995), S. 109.

⁸³ Vgl. Stenzel, S. (1995), S. 120.

e) Preisbildungseffizienz

Die Preisbildungseffizienz ist dann gegeben, wenn die Volatilität von nicht informationsinduzierten Transaktionen gering ist. Ein Markt mit einer hohen Liquidität und einer Transaktionssteuer wird gegenüber einem steuerfreien Markt eine bessere Preisbildungseffizienz aufweisen, wenn auch großvolumige Transaktionen, welche sich nicht auf preisbeeinflussende Informationen beziehen, ohne eine große Volatilität durchgeführt werden können. Demgegenüber wirkt eine Steuer auf einem Markt mit geringer Liquidität volatilitätserhöhend und wird sehr wahrscheinlich ein Abwandern der Marktteilnehmer verursachen.

Der staatliche Eingriff in Form einer Finanztransaktionssteuer beeinflusst die Preisbildung auf den Finanzmärkten und stört damit die Funktion des Preismechanismus.^{84 85}

f) Abwicklungseffizienz

Die Abwicklungseffizienz beinhaltet die schnellstmögliche Ausführung von Aufträgen.

Diese wird von der Einführung einer Steuer dahingegen beeinflusst, das durch eine Verdrängung von Marktteilnehmern das Angebot und die Nachfrage gesenkt wird. Es wird für Investoren schwieriger, einen Gegenpart zur eigenen Transaktion zu finden. Unter Umständen erhöhen sich dadurch zusätzlich die Transaktionskosten, wie z. B. die Suchkosten. Die Marktteilnehmer werden sich vorrangig an Märkten orientieren, an welchen Transaktionen schnell und sicher durchgeführt werden können. Steuern können hierbei vorhandene Marktzutrittschindernisse verstärken.

⁸⁴ Vgl. [www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/AECF056D2EB8A5B8C1257729004E4EC1/\\$FILE/49F216FD80914E6EC1257729004E4E1E.pdf?openelement&cb_content_name_utf=2010-05-14_DAI-Stellungnahme%20zur%20Finanztransaktionssteuer.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/AECF056D2EB8A5B8C1257729004E4EC1/$FILE/49F216FD80914E6EC1257729004E4E1E.pdf?openelement&cb_content_name_utf=2010-05-14_DAI-Stellungnahme%20zur%20Finanztransaktionssteuer.pdf) (05.04.2011).

⁸⁵ Vgl. Gärtner, C. (2007), S. 1.

g) Liquidität

Zur Reduzierung der Gesamtkosten der Abwicklung eines Wertpapiergeschäfts ist die Ausnutzung von Liquiditätsunterschieden unentbehrlich. Daher werden Investoren nach der Bewertung der expliziten Kosten den Markt für ihre Aktieninvestitionen präferieren, der eine höhere Liquidität aufweist als andere Märkte.

Für die optimale Ausführung von Finanztransaktionen sind Investoren an einer hohen Marktliquidität interessiert. Der Hintergrund hierzu ist vor allem darin zu suchen, dass Marktteilnehmer eine auf Informationen beruhende Vorstellung haben, zu welchem Preis sie eine Transaktion durchführen wollen. Wie schon im vorigen Kapitel dargestellt, steigt die Möglichkeit sehr große Volumen zu handeln mit der vorhandenen Liquidität auf einem Handelsplatz. Der Marktteilnehmer hat somit die Chance seine Preisvorstellung auch durchzusetzen. Ist der Markt hingegen illiquide, bedeutet dies möglicherweise das Fehlen einer ausreichenden Anzahl von Handelspartnern, welche die Gegenposition zu der angestrebten Transaktion einnehmen wollen. Somit könnte das Geschäft letztendlich nur dann realisiert werden, wenn der Investor von seiner Preisvorstellung abweicht und somit den Kreis der potentiellen Handelspartner erweitert. Eine solche Vorgehensweise kann jedoch nicht im Interesse des Investors liegen, sodass dieser sich auf geografisch anderen Märkten nach einem günstigeren Handelsplatz umschaute. Mit dem Einführen einer Transaktionssteuer, welche zum Sinken der Liquidität führt, leidet die Wettbewerbsfähigkeit eines Handelsplatzes.⁸⁶

Wenn durch die Verdrängung von Spekulation das Handelsvolumen und damit die Liquidität auf den Finanzmärkten abnimmt, muss die Spekulation im Umkehrschluss auch für Liquidität auf dem Finanzmarkt sorgen.⁸⁷ Dieses Argument wird auch mit den oben aufgezeigten Abbildungen 4 und 5 untermauert. Es wurde gesagt, dass der Finanzmarkt durch ein Übermaß an

⁸⁶ Vgl. Deutsche Börse Group (2002), S. 3.

⁸⁷ Vgl. Schulmeister, S. (2009), S.3.

Liquidität gekennzeichnet ist, was auf kurzfristige Transaktionen zurückzuführen ist. Würde sich durch die Verdrängung dieser das Handelsvolumen verringern, müsste zum Beispiel in einem System mit Market-Makern, die die Handelbarkeit von Wertpapieren durch die Schaffung von Liquidität sorgen, ihre Kosten auf eine geringere Anzahl von Marktteilnehmern verteilen. Dieser Einfluss betrifft – um die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Handelsplätze zu beleuchten – die Frankfurter Wertpapierbörse, welche im Market-Maker-System arbeitet.

Eine steuerbedingte Wettbewerbsverzerrung tritt ein, wenn sich die Wettbewerbsfähigkeit eines Finanzplatzes aufgrund der Besteuerung verändert. Demnach ist der Finanzplatz benachteiligt, der unter sonst gleichen Bedingungen infolge der Besteuerung für das gleiche Produkt einen höheren Preis einfordern muss als der steuerfreie Markt. Unter diesen Gesichtspunkten wäre die Wettbewerbsfähigkeit eines Wertpapiermarktes durch die Einführung einer Transaktionssteuer eingeschränkt, wenn sich die Effizienz durch den Liquiditätsverlust verringert.

Durch eine länderspezifischen Umsetzung der Transaktionssteuer würde nachgewiesenermaßen ein Wettbewerbsnachteil für den besteuerten Markt entstehen, was zu einer Wettbewerbsverzerrung gegenüber steuerfreien Finanzplätzen führen kann. Allein die Erhebung „prohibitiver“ Steuern stellt bereits einen staatlichen Eingriff in den Wettbewerb dar, da ein Eintritt in den besteuerten Finanzmarkt erschwert oder unattraktiv werden kann.

2.3.3. Zusammenfassung und Ergebnisse

Zum möglichen Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit von Aktienbörsen wurden die Dimensionen herangezogen, die an ein effizientes Handelssystem gestellt werden. Hintergrund der Analyse bildete die Annahme, dass eine internationale Einführung einer Transaktionssteuer politisch und technisch nicht umzusetzen ist.

Die Definition von Effizienz erfolgte in Anlehnung an die Marktstrukturtheorie, da diese die Marktunvollkommenheit mit einbezieht.

Regulatorische Eingriffe durch Staat, z.B. in das deutsche Finanzsystem, haben wettbewerbspolitische Auswirkungen, welche im globalen Wettbewerb nur den Finanzplatz Deutschland trafen. Somit würde die Wettbewerbsfähigkeit durch die Schwächung der Markteffizienz einen deutlichen Rückschritt erleiden. Das Austreten von Marktteilnehmern, welche sich für ihre Investitionen nach lukrativeren Anlagemöglichkeiten umschauen, wäre eine fast zwingende Folge. Hier ließe sich wieder das Argument des Liquiditätsgrades der betroffenen Märkte aufführen. Aber letztendlich wird es bei einer Steuereinführung und dem sich damit ergebenden Steuersatzes voraussichtlich keine Diversifikation nach Liquiditätsausstattung geben. Ein Einheitssteuersatz würde liquide und auch illiquide Märkte treffen und somit, neben den gewollten Verdrängungseffekten, auch ungewollte Liquiditätsaustrocknungseffekte hervorrufen. Eine höhere Belastung des Preisbildungsprozesses wäre die Folge. Der gewünschte positive Effekt des Abwanderns der Chartisten verliert somit seine Wirkung.⁸⁸

Sicherlich muss aber hierzu erwähnt werden, dass es bei der Beeinflussung durch eine Steuer auch darauf ankommt, welchen Anteil die unerwünschten Trader am gesamten Volumen haben. Hieraus ließe sich auch ein Rückschluss ziehen, ob das Abwandern dieser Gruppe überhaupt zu einer extremen Belastung des Finanzmarktes führt, oder ob nicht doch letztendlich eine

⁸⁸ Vgl. Baker, S. (2010), S.7.

Verbesserung der Markteffizienz eintritt und sogar international agierende Investoren ein attraktiver Handelsplatz geschaffen werden kann.⁸⁹

3. Schlussbetrachtung und Ausblick

Da eine generelle Transaktionssteuer nicht zwischen destabilisierenden und gesamtwirtschaftlich gewünschten Transaktionen unterscheidet, stellt sie kein effizientes Mittel zur Finanzmarktstabilisierung dar. Durch die mangelnde Möglichkeit der Durchsetzung als internationale Transaktionssteuer gehen von ihr Risiken aus, die aus stabilisierungs- und wettbewerbspolitischen Gesichtspunkten nicht erwünscht sein können.

Sicherlich ließe sich die Stabilisierung der Finanzmärkte auch durch die Anwendung anderer Instrumente effektiver umsetzen. Chaotische Situationen wie die letzte Finanzkrise 2008 könnten durch das Entfernen der eigentlichen Ursachen gedämpft werden. So sollte es sicher Lösungsansätze bei der Bankenaufsicht geben. Auch die Nachvollziehbarkeit und Qualität von Ratingaussagen der entsprechenden Agenturen könnte insoweit transparent gestaltet werden, dass nicht vollständig informierte Teilnehmer mit etwas Aufwand ein Finanzprodukt besser einschätzen können. Situationen, bei denen Risiken an Teilnehmer übertragen werden, welche keine qualifizierte Einschätzung treffen oder diese tragen können, sollten sich somit teilweise unterbinden lassen.⁹⁰ Auch ist es fraglich, ob viele, komplizierte und teils auch hochgradig riskante Finanzprodukte tatsächlich im Interesse aller Finanzmarktteilnehmer und der Realwirtschaft sind. Am Ende ließe sich auch ein nicht unbedeutender Teil der überschüssigen Liquidität durch eine nicht zu expansive Geldpolitik der Notenbanken steuern. Diese Möglichkeiten könnten

⁸⁹ Vgl. Baker, S. (2010), S.7.

⁹⁰ Vgl. www.iaw.uni-bremen.de/ccm/content/mitteilungen/2010/finanztransaktionssteuer.de; (21.02.2011).

als weitere Ansatzpunkte für die Problemlösung von instabilen Finanzmärkten herangezogen werden.

IV. Literaturverzeichnis

Bücher:

Averdiek-Bolwin, C. (1998):

Die Effizienz von Aktienbörsen, Oldenbourg 1998.

Bajohr, S. (2007):

Grundriss staatliche Finanzpolitik, 2. Auflage, Wiesbaden 2007.

Beike, R. / Schlütz, J. (2001):

Finanznachrichten, lesen – verstehen - nutzen, 3. Auflage, Stuttgart 2001.

Böhme, P. (2004):

Transaktionskosten im Aktienhandel, Wiesbaden 2004.

Bornhofen (2008):

Steuerlehre 1, 29. Auflage, Wiesbaden 2008.

Carlsen, C. (2008):

Leistungsfähigkeit von Unternehmensbewertungsmodellen, Wiesbaden 2008.

Dietz, S. (2004):

Aktienoptionsprogramme und Corporate Governance, Wiesbaden 2004.

Ecke, M. (2005):

Kursaussetzung am deutschen Aktienmarkt, Wiesbaden 2005.

Franke, G/Hax, H. (2004):

Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage, Berlin Heidelberg 2004.

Gärtner, C. (2007)

Liquidität am deutschen Kapitalmarkt, Wiesbaden 2007.

Göbel, E. (2002):

Neue Institutionenökonomik, 1. Auflage, Stuttgart 2002.

Grill, H. (2010):

Bankrecht für Auszubildende, 28. Auflage, ohne Ort 2010.

Gutmann, G./ Hamel, H./ Leipold, H/ Schüller, A./ Thieme, H.J. (2004):

Ordnungsökonomische Grundlagen nationaler und internationaler Wirtschaftspolitik, Band 74, Stuttgart 2004.

Hartmuth, A. J. (2004)

Institutioneller Wandel von Börsen, Wiesbaden 2004.

Hau, H. (2006):

The role of transaction costs for financial volatility, ohne Ort 2006.

Hermann, F. (2005):

Integration und Volatilität bei Emerging Markets, Wiesbaden 2005.

Heun, M. (2007):

Finanzmarktsimulation mit Multiagentsystemen, Entwicklung eines methodischen Frameworks, Wiesbaden 2007.

Hilpold, C./Kaiser, D.G (2010):

Innovative Investmentstrategien, Wiesbaden 2010.

Huber, A. (2010):

Einfluss von Transaktionskosten auf Wertsicherungsstrategien, Hamburg 2010.

Hull, J.C. (2006):

Optionen, Futures und andere Derivate, 6. Auflage, München 2006.

Kapoor, S. (2010):

Finanztransaktionssteuern, ohne Ort, 2010.(

Maurer, R. (1996):

Kontrolle und Entlohnung von Spezialfonds als Instrument der Vermögensanlage von Versicherungsunternehmen, Karlsruhe 1996.

Morich, S. (2007):

Steuerung der Effektivität kapitalorientierter Unternehmenspublizität, Wiesbaden 2007.

Nolte, D. (2009):

Hedge-Fonds im Portfolio von Privatinvestoren, Köln 2009.

Ritter, M. (2006):

Absicherung von Katastrophen-Risiko über Kapitalmärkte, Wiesbaden 2006.

Rittberger, V./Kruck, A./Romund, A. (2010):

Grundzüge der Weltpolitik, Wiesbaden 2010.

Rudolph, B./Schäfer, K. (2005):

Finanzmarktinstrumente, 2. Auflage, Berlin Heidelberg 2005.

Sai, O./Tadinac, M. (2009):

Liquidität der Kapitalmärkte, Hamburg 2009.

Schulmeister, S. (2009):

Destabilisierende Finanzspekulation und ihre Eindämmung durch ein Transaktionssteuer, erschienen in Hoffmann, J./Scherhorn, G., Eine Politik der Nachhaltigkeit, Altius-Verlag, 2009.

Schulmeister, S. (2009):

Eine generelle Finanztransaktionssteuer, Working Paper Nr. 352, ohne Ort 2009.

Stenzel, S. (1995):

Außerbörslicher Aktienhandel, Band 99, Darmstadt 1995.

Tolkmitt, V. (2007):

Neue Bankbetriebslehre, 2. Auflage, Wiesbaden 2007.

von Daniels, H. (2004):

Private Equity Secondary Transactions, Wiesbaden 2004.

Werner, C. (2009):

Verbraucherbildung und Verbraucherberatung in der Altersvorsorge, Bamberg 2009.

Wolff, J. (2003):

Eine Intermarket-Analyse der Komponenten der Geld-Brief-Spanne, 1. Auflage, Wiesbaden 2003.

Dissertationen/Positionspapiere:

Baker, D. (2010):

Der Nutzen von Transaktionssteuern, Washington, DC 2010.

Brossardt, B. (2010):

Die Finanztransaktionssteuer, ohne Ort 2010.

Deutsches Aktieninstitut (2010):

Stellungnahme zur Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags zur Einführung einer „Finanztransaktionssteuer“, einer „Finanzkrisenverantwortungsgebühr“ und zu den Eckpunkten für die Finanzmarktregulierung, Frankfurt am Main 2010.

Deutsche Börse Group (2002):

Der Market-Impact, ohne Ort 2002.

Dieter, H. (2010):

Chancen und Effekte der Besteuerung von Finanzmarkttransaktionen, Berlin 2010.

Gomber, P./Schweickert, U. /Theissen, E. (2002):

Die vierte Dimension, Karlsruhe 2002.

Haberer, M. (2006):

Regulierung internationaler Finanzmärkte durch Transaktionssteuern, Dissertation 2006.

Haberer, M. (2004):

Might a Securities Transactions Tax Mitigate Excess Volatility?, Konstanz 2004.

Hickel, R. (2010):

Finanztransaktionssteuer zur Bändigung aggressive Kurzfristspekulationen, Berlin 2010.

Mayert, A./Wegner G. (ohne Jahr):

Begründung und Ausgestaltung einer Transaktionssteuer, ohne Ort und Jahr.

O. (2002)

OECD Wirtschaftsausblick No. 71, ohne Ort 2002.

O. (2010):

Stellungnahme zur Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags am 17. Mai 2010.

Schulmeister, S./Schatzenstaller, M./ Picek, O. (2008):

A General Finance Transaction Tax, Wien 2008.

Weber, M. (2010):

Auswirkungen einer möglichen Finanztransaktionssteuer, Berlin 2010.

Internetquellen:

Bankenverband:

[www.bankenverband.de/themen/finanzmaerkte-konjunktur/analysen-standpunkte/finanztransaktionssteuer-2013-ein-ungeeignetes-mittel-zur-verhinderung-von-finanzkrisen\(18.03.2011\)](http://www.bankenverband.de/themen/finanzmaerkte-konjunktur/analysen-standpunkte/finanztransaktionssteuer-2013-ein-ungeeignetes-mittel-zur-verhinderung-von-finanzkrisen(18.03.2011)).

Deutsche Bundesbank:

www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2005/200509mba_volatili_ttaetsmuster.pdf, (07.03.2011).

Deutsches Aktieninstitut:

www.dai.de/internet/dai/dai-2-

[0.nsf/0/AECF056D2EB8A5B8C1257729004E4EC1/\\$FILE/49F216FD80914E6EC1257729004E4E1E.pdf?openelement&cb_content_name_utf=2010-05-14_DAI-Stellungnahme%20zur%20Finanztransaktionssteuer.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/AECF056D2EB8A5B8C1257729004E4EC1/$FILE/49F216FD80914E6EC1257729004E4E1E.pdf?openelement&cb_content_name_utf=2010-05-14_DAI-Stellungnahme%20zur%20Finanztransaktionssteuer.pdf)

(05.04.2011)

Universität Bremen:

www.iaw.uni-bremen.de/ccm/content/mitteilungen/2010/finanztransaktionssteuer.de; (21.02.2011).

V. Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig, ohne fremde Hilfe angefertigt und nur die in den beigefügten Verzeichnissen angegebenen Hilfsmittel verwendet habe.

Chemnitz, 17, Mai 2011

Anja Ramirez Cutino