

---

## Geleitwort

Zwei der wichtigsten Grundpfeiler der modernen Finanzierungstheorie sind das Miller-Modigliani-Modell zur Irrelevanz der Dividendenpolitik und das Sharpe-Lintner-Kapitalmarktgleichgewichtsmodell (CAPM). Im Miller-Modigliani-Modell erfolgt eine Konzentration auf die Multiperioden-Thematik, im CAPM auf die mit der Unsicherheit der Erwartungen verbundenen Probleme. In beiden Modellen wird von jeglicher Art von Steuern abstrahiert, und es werden ideale Marktbedingungen unterstellt. Als Folge der starken Vereinfachung bilden beide Modelle einen idealen Startpunkt für tiefergehende Analysen und die Grundlage für die Ausgangshypothese, dass die Dividendenhöhe den Marktwert der Unternehmung sowie die erwartete Rendite ihrer Aktien nicht beeinflusst.

Die Versuche zur Erweiterung der genannten Modelle um Steuern auf Unternehmens- und Anlegerebene und zur Formulierung eines Multiperioden-Modells, das sowohl Steuern als auch die Unsicherheit der Erwartungen adäquat berücksichtigt, zeigen die Grenzen der Modellbildung in diesem Bereich auf. Wichtige diesbezügliche Beiträge sind das von Brennan (1970) vorgelegte (Nach-)Steuer-CAPM, das Miller-Argument zum Steuergleichgewicht auf Unternehmens- und Anlegerebene (1977) und das den Arrow-Debreu-State-Preference-Ansatz verwendende Modell von Litzenberger/van Horne (1978). Als Folge der unterschiedlich hohen und progressiven Steuersätze für die einzelnen Anleger sowie der unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden und Zinseinkünften einerseits und Kapitalgewinnen andererseits wird sich das optimale Portefeuille von Anlegern selbst bei Existenz homogener Erwartungen unterscheiden. Damit stellt sich die Frage, ob und wie Leerverkäufe bei der Modellbildung erfasst werden sollen. Zurzeit existiert noch kein Modell, das die genannten Aspekte auf eine einigermaßen realitätsnahe und konsistente Weise berücksichtigt. Die empirische Evidenz spielt deshalb für die wissenschaftliche Diskussion und die praktische Anwendung der genannten Modelle eine zentrale Rolle.

Im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit stehen Untersuchungen zu den Fragen:

- ob das Sharpe-Lintner-CAPM oder das Steuer-CAPM von Brennan (1970) die Preis- und Renditebildung bei Aktien besser erklärt und
- inwieweit Steuern die Preisbildung am Tag der Ausschüttung der Dividende beeinflussen.

Obwohl diese Fragen bereits von einer Vielzahl zum Teil umfangreicher empirischer Studien, insbesondere für den US-amerikanischen Kapitalmarkt, untersucht wurden, sind sie noch nicht geklärt. Die Arbeit fasst die methodische Vorgehensweise und die Ergebnisse der wich-

tigsten Untersuchungen aussagekräftig und prägnant zusammen. Bisher besteht nur Einigkeit darüber, dass die Aktienrenditen im Zeitraum um die Dividendenausschüttung und speziell am Ausschüttungstag im Schnitt etwas höher sind als in anderen Zeitperioden.

Der deutsche Kapitalmarkt ist für eine detaillierte Analyse der genannten Zusammenhänge besonders gut geeignet, da das Steuerumfeld und die institutionellen Gegebenheiten in Deutschland datenmäßig eine wesentlich bessere Ausgangsbasis bieten, als es in den USA der Fall ist. Die Arbeit gibt einen kurzen Überblick über die im Untersuchungszeitraum von 1968 bis 2002 relevanten Regeln zur Besteuerung von Gewinnen auf Unternehmensebene sowie von Dividenden und Kapitalgewinnen auf Anlegerebene in Deutschland.

Aus meiner Sicht handelt es sich um die diesbezüglich methodisch sorgfältigsten und datenmäßig umfassendsten empirischen Untersuchungen für Deutschland. Besonders hervorzuheben ist, dass diese Aussage auch im Hinblick auf deutsche CAPM-Untersuchungen im Allgemeinen gilt. Beide obengenannten Fragestellungen werden auf Basis einer einheitlichen Stichprobe mit verschiedenen Methoden untersucht. Den Analysen des Steuer-CAPMs liegen zudem unterschiedliche Annahmen über den Anlagehorizont zugrunde. Die gewonnenen Erkenntnisse sind nicht nur aus wissenschaftlicher Sicht höchst interessant und wichtig, sondern auch für die Praxis der finanziellen Altersvorsorge und der Unternehmensbewertung.

Ich wünsche der Arbeit eine Vielzahl interessierter Leser.

Richard Stehle