

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Dividendenpolitik im Spektrum der Literatur	7
2.1	Einführung	7
2.2	Grundlegende Aspekte zur Dividendenpolitik	8
2.2.1	Dividendeneinflussfaktoren und Ausschüttungsregeln	8
2.2.2	Das Dividendenverhalten von Unternehmen	10
2.2.3	Dividendenpolitik in einem vollkommenen Kapitalmarkt	12
2.3	Dividenden als Signal	15
2.3.1	Grundlegende Problematik	15
2.3.2	Der Informationsgehalt von Dividendenankündigungen und die Kontroverse zur Relevanz der Gewinnankün- digungen	16
2.3.3	Signallingmodelle	22
2.4	Dividendenpolitik und Steuern	24
2.4.1	Die Irrelevanz der Dividendenpolitik bei Existenz von Steuern	24
2.4.2	Dividenden und Dividendenrenditen im Rahmen des CAPM	27
2.4.3	Dividenden und der Clientele-Effekt	31
2.4.4	Clientele-Effekte und die Transaktionshypothese	34
2.4.5	Der Fall der Citizen Utilities	36

2.4.6	Dividenden und Aktienrückkäufe	38
2.5	Weitere Erklärungsansätze für eine optimale Dividendenpolitik	40
2.5.1	Transaktionskosten	40
2.5.2	Agency Probleme	41
2.6	Gegenwärtige Situation	42
3	Dividenden und Steuern — theoretische Ansätze	44
3.1	Relevante Aspekte des deutschen Steuersystems	44
3.1.1	Die historische Entwicklung der Einkommen- und Körperschaftsteuer	44
3.1.2	Die Situation in den achtziger Jahren	47
3.2	Modellmäßige Erfassung des Zusammenhangs von Dividenden, Steuern und Aktienkursbewegungen	49
3.2.1	Einführung	49
3.2.2	Auf dem Dividendenabschlag aufbauende Kennzahlen	50
3.2.2.1	Der Quotient aus Kursänderung und Dividende	50
3.2.2.2	Die Rendite am Ex-Dividendtag	52
3.2.3	Anlegerperspektiven und deren Auswirkungen auf den Dividendenabschlag	53
3.2.3.1	Die Clientele-Hypothese	53
3.2.3.2	Die Transaktionshypothese	55
3.2.3.3	Testbare Implikationen der beiden Hypothesen	57
3.3	Analyse der Auswirkungen der Körperschaftsteuerreform von 1977 auf die Dividendenpolitik	58

3.3.1	Einordnung der verwendeten Modelle	58
3.3.2	Modelle zur Quantifizierung der Steuerlast bei unterschiedlichen Ausschüttungsalternativen	59
3.3.2.1	Das Modell von Poterba/Summers	59
3.3.2.2	Das System der deutschen Teilsteuerverrechnung	63
3.3.2.3	Vergleichende Bewertung der beiden Ansätze	66
3.3.3	Implikationen der Aussagen der beiden Modelle	68
3.3.3.1	Auswirkungen auf den Dividendenabschlag	68
3.3.3.2	Auswirkungen auf die Dividendenpolitik	70
4	Daten und ökonomische Analyse	72
4.1	Datenquellen und Datenselektionskriterien	72
4.1.1	Datenmaterial des Untersuchungszeitraumes von 1966-1988	72
4.1.2	Erweitertes Datenmaterial für das Jahr 1980	74
4.2	Deskriptive Analyse des verwendeten Datenmaterials	75
4.3	Ökonomische Probleme bei der Berechnung der Prämie	77
4.3.1	Modellmäßige Fundierung der Preisbildung am Ex-Dividendentag	77
4.3.2	Methode der Bereinigung des Ex-Dividendenkurses	81
4.3.3	Schätzung des durchschnittlichen marginalen Steuersatzes	83
4.4	Darstellung der verwendeten Signifikanztests	88

5	Ergebnisse der empirischen Analyse	92
5.1	Darstellung des Anlegerverhaltens anhand der Prämien und Renditen	92
5.1.1	Auswertung der Resultate unterschiedlicher Schätzmethoden	92
5.1.2	Ergebnisüberblick	95
5.1.3	Auswirkungen der Körperschaftsteuerreform von 1977	98
5.1.4	Der Clientele-Effekt und die Transaktionshypothese	102
5.2	Detailprobleme zur Aussagekraft der Ergebnisse	107
5.2.1	Auswirkungen von Anomalien und Dividendenclustering auf die Resultate	107
5.2.2	Ergebnisanalyse für verschiedene Untergruppen	109
5.3	Analyse der Ausschüttungspolitik von Unternehmen unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuerreform.	111
5.4	Test einer Anlagestrategie	118
6	Steuersystemänderungen in anderen Ländern	122
6.1	Einführung	122
6.2	USA	123
6.2.1	Darstellung der relevanten Steuersystemänderungen	123
6.2.2	Auswirkungen der Steuersystemänderungen	125
6.3	Kanada	128
6.3.1	Darstellung der relevanten Steuersystemänderungen	128
6.3.2	Auswirkungen der Steuersystemänderungen	131

6.4	Großbritannien	134
6.4.1	Darstellung der relevanten Steuersystemänderungen .	134
6.4.2	Auswirkungen der Steuersystemänderungen	138
6.5	Vergleichende Beurteilung der Ergebnisse	143
7	Zusammenfassung	145
	Tabellen	149
	Symbolverzeichnis	165
	Literaturverzeichnis	167

Tabellenverzeichnis

1	Kennzahlen der Steuerbelastung	62
2	Belastungsvergleich auf Basis der Teilsteuerverrechnung	66
3	Beobachtungen nach Jahren, Monaten und Wochentagen	150
4	Vergleich der Prämien und ihrer Standardabweichungen bei unterschiedlichen Schätzverfahren	151
5	In der Literatur vorgestellte Prämien und ihre Standardabweichungen	152
6	Durchschnittliche Prämien	153
7	Durchschnittliche Renditen	154
8	Durchschnittliche Prämien und Renditen mit und ohne Berücksichtigung der Körperschaftsteuergutschrift	155
9	Clientele-Effekte — Alle Unternehmen	156
10	Clientele-Effekte — Große Unternehmen	157
11	Der Jahres- und der Wochenendeffekt bei den Prämien und Renditen	158
12	Prämien und Renditen auf Basis von Einzelbeobachtungen und Portefeuillewerten	159
13	Ergebnisse für verschiedene Untergruppen	160
14	Dividendenverhalten von Unternehmen — Alle Gesellschaften	162
15	Dividendenverhalten von Unternehmen — 39 Gesellschaften	163
16	Ergebnisse einer Anlagestrategie	164

Abbildungsverzeichnis

1	Aufteilung der Ex-Dividendentage auf einzelne Monate . . .	76
2	Aufteilung der Ex-Dividendentage auf einzelne Wochentage .	76
3	Durchschnittliche Grenzsteuersätze des marginalen Investors .	96
4	Entwicklung der Renditen	100
5	Punktuelle Darstellung der Steuersätze im Zeitablauf	103
6	Clientele-Effekt — Alle Unternehmen	104
7	Clientele-Effekt — Große Unternehmen	104
8	Prämien auf Basis von Einzelbeobachtungen und Portefeuilles	108
9	Entwicklung der Dividendenrenditen	112
10	Durchschnittliche Brutto- und Bardividenden	113
11	Summe der Brutto- und Bardividenden	116
12	Ergebnisse einer Anlagestrategie	121