

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Rechtliche und institutionelle Grundlagen</b>	<b>6</b>
2.1	Überblick . . . . .	6
2.2	Definition der "jungen" Aktie . . . . .	8
2.3	Alternative Gestaltungsmöglichkeiten der Dividendenberechtigung . . . . .	10
2.4	Vorgaben des Aktiengesetzes zur Form und zum zeitlichen Ablauf einer Kapitalerhöhung . . . . .	15
2.4.1	Alternative Formen der Kapitalerhöhung . . . . .	15
2.4.2	Zeitliche Gestaltung einer Kapitalerhöhung mit Ausgabe junger Aktien . . . . .	18
2.5	Die Kapitalerhöhungspraxis in den USA . . . . .	22
<b>3</b>	<b>Ökonomische Betrachtung der Ausgabe von jungen Aktien</b>	<b>26</b>
3.1	Überblick . . . . .	26
3.2	Wert des Bezugsrechtes bei identischer Dividendenausstattung	29
3.2.1	Definition des unterstellten Arbitragemechanismus . .	29
3.2.2	Der rechnerische Wert als Schätzwert für den Marktwert des Bezugsrechtes . . . . .	32
3.2.3	Der Ausschluß des Bezugsrechtes . . . . .	43
3.3	Wert des Bezugsrechtes bei abweichender Dividendenberechtigung . . . . .	45
3.4	Kritische Betrachtung der zugrundeliegenden Annahmen . . .	49

3.5	Der Einfluß der Dividendenbeschränkung auf die Eigenkapitalkosten . . . . .	53
3.5.1	Bestimmungsgleichung der Eigenkapitalkosten . . . . .	53
3.5.2	Einfluß der Dividendenbeschränkung auf die direkten Emissionskosten . . . . .	55
3.5.3	Veränderungen des Wertes der ausgegebenen Aktien durch die mit der Emission verbundenen Informationen	57
3.5.4	Einfluß der Steuern auf die Eigenkapitalkosten . . . . .	60
<b>4</b>	<b>Die Durchführung von Kapitalerhöhungen am deutschen Kapitalmarkt</b>	<b>61</b>
4.1	Überblick . . . . .	61
4.2	Datenquellen, Beobachtungszeitraum und Stichprobenabgrenzung . . . . .	62
4.3	Entwicklung der Kapitalerhöhungen im Zeitablauf . . . . .	65
4.3.1	Anzahl der durchgeführten Kapitalerhöhungen . . . . .	65
4.3.2	Entwicklung des Volumens . . . . .	67
4.4	Unternehmensspezifisches Verhalten bei der Gestaltung der Emissionskonditionen . . . . .	77
4.4.1	Mehrfache Durchführung einer Kapitalerhöhung . . . . .	77
4.4.2	Betrachtung von Stamm- und Vorzugsaktien . . . . .	80
4.5	Dividendenberechtigung der neu geschaffenen Aktien . . . . .	83
4.5.1	Festlegung der Dividendenberechtigung . . . . .	84
4.5.2	Dauer der Notiz der jungen Aktien . . . . .	90



7.2.2	Schätzung des durchschnittlichen Grenzsteuersatzes auf Basis einer simultanen Betrachtung aller Kapitalerhöhungen . . . . .	165
7.2.3	Vergleich der Ergebnisse mit alternativen Untersuchungen . . . . .	166
8	Zusammenfassung	169

## Anhang

A	Liste der in Kapitel 4 betrachteten Kapitalerhöhungen	173
B	Jährliche Verteilung der Kapitalerhöhungen auf Größenklassen in den Jahren 1974 – 1990	178
C	Aktiengesellschaften, die im Jahr 1982 eine Kapitalerhöhung mit anschließender Notiz einer jungen Aktie durchführten	181
D	Einzelsteuersätze und durchschnittlicher Grenzsteuersatz (ohne "a-priori"-Restriktionen)	182
E	Verwendung unterschiedlicher Schätzverfahren zur Korrektur des "Meßfehlers in der unabhängigen Variablen"	185

4.6	Einfluß der Kapitalerhöhung auf die Dividendenpolitik . . . . .	93
4.6.1	Veränderung der Dividende pro Aktie . . . . .	95
4.6.2	Betrachtung des ausgeschütteten Dividendenvolumens	97
4.6.3	Vergleich mit den drei vor der Kapitalerhöhung liegen- den Jahren . . . . .	99
4.7	Zusammenfassung der Ergebnisse . . . . .	102
<b>5</b>	<b>Ableitung des Wertunterschiedes zwischen jungen und alten Aktien</b>	<b>104</b>
5.1	Das Dividendendiskontierungsmodell als theoretische Grund- lage der Kurse von junger und alter Aktie . . . . .	104
5.1.1	Formulierung des Grundmodells . . . . .	104
5.1.2	Bewertung von junger und alter Aktie . . . . .	107
5.2	Einbeziehung der persönlichen Einkommensteuer . . . . .	109
5.2.1	Preisbildung bei einem Steuersystem mit proportiona- lem Einkommensteuersatz . . . . .	110
5.2.2	Preisbildung bei einem Steuersystem mit progressivem Einkommensteuersatz . . . . .	111
5.2.3	Abgrenzung der für die Preisbestimmung relevanten Anlegergruppen . . . . .	113
5.2.3.1	Clientele-Hypothese . . . . .	113
5.2.3.2	Transaktionshypothese . . . . .	114
5.3	Der Einfluß der Transaktionskosten auf die Kursdifferenz . .	116
5.3.1	Ursache und Einzelbestandteile . . . . .	116
5.3.2	Einfluß der Transaktionskosten auf die Bestimmung ei- nes "arbitragefreien" Bereiches . . . . .	117

# Abbildungsverzeichnis

1	Dividendenberechtigung nach Böttcher (1911) . . . . .	12
2	Zeitliche Abfolge der mit einer Kapitalerhöhung verbundenen Wertpapiernotierungen . . . . .	34
3	Verteilung der Kapitalerhöhungen auf Kalenderjahre . . . . .	65
4	Gesamtvolumen der Kapitalerhöhungen . . . . .	71
5	Durchschnittliches Volumen der Kapitalerhöhungen . . . . .	71
6	Zeitspanne zwischen ExB-Tag und dem Beginn der Dividendenberechtigung . . . . .	85
7	Dauer der Notiz junger Aktien . . . . .	91
8	Beginn und Ende der Notiz junger Aktien . . . . .	92
9	Aufbau des arbitragefreien Kursbereiches . . . . .	119
10	Auswirkung der Transaktionskosten auf die Interpretierbarkeit der Kursdifferenzen . . . . .	121
11	Tägliche Steuersätze auf der Basis verschiedener Dividendenprognosen (Bayer AG 1986) . . . . .	144
12	Untersuchung der Clientele-Hypothese . . . . .	160
13	Einzelsteuersätze versus Standardabweichung der Steuersätze	163
14	Einzelsteuersätze versus Standardabweichung der Störgrößen	163

# Tabellenverzeichnis

1	Auswirkung einer Kapitalerhöhung auf die Vermögensposition eines Aktionärs bei unterschiedlichen Anlagestrategien . . . .	40
2	Auswirkung des Dividendennachteils auf die Vermögensposition eines Aktionärs bei unterschiedlichen Anlagestrategien .	48
3	Gesamtvolumen der Kapitalerhöhungen pro Jahr . . . . .	68
4	Durchschnittliches Volumen der Kapitalerhöhungen . . . . .	72
5	Verteilung der Kapitalerhöhungen auf Größenklassen . . . . .	74
6	Verteilung der Kapitalerhöhungen auf die zugrundeliegenden Aktien . . . . .	77
7	Emissionsmodalitäten bei der Vergabe von Bezugsrechten an mehrere Aktiegattungen . . . . .	81
8	Dividendenanteil der neu geschaffenen Aktien . . . . .	84
9	Unternehmensspezifische Festlegung der Dividendenberechtigung . . . . .	89
10	Entwicklung der Dividende pro Aktie . . . . .	96
11	Vergleich der Börsen Frankfurt und Düsseldorf (Kurse junger und alter Aktien im Jahr 1982) . . . . .	131
12	Kurszusätze in den "Hoppenstedt Kurstabellen - Kursanalysen" (Kurse junger und alter Aktien im Jahr 1982) . . . . .	136
13	Kurszusätze in der DFDB (Kurse junger und alter Aktien im Jahr 1982) . . . . .	137
14	Verteilung der Kurszusätze auf einzelne Aktien (Kurse junger und alter Aktien im Jahr 1982) . . . . .	139
15	Qualitative Beurteilung der im Jahr 1982 notierten Aktien . .	142

16	Steuersätze der einzelnen Kapitalerhöhungen auf Basis der OLS-Einzelschätzungen . . . . .	155
17	Untersuchung der Clientele-Hypothese . . . . .	160
18	Vergleich alternativer Untersuchungsansätze . . . . .	167
19	Verteilung der einzelnen Kapitalerhöhungen auf Größenklassen nach dem Nominalwert . . . . .	179
20	Verteilung der einzelnen Kapitalerhöhungen auf Größenklassen nach der Höhe des tatsächlich aufgenommenen Kapitals .	180
21	Ergebnisse der linearen Regression (keine Restriktionen) für einzelne Kapitalerhöhungen . . . . .	183
22	Beta-Schätzungen bei unterschiedlichen Schätzverfahren . . .	186
23	Steuersätze auf Basis unterschiedlicher Schätzverfahren . . .	188