

Podlech, Nils

Working Paper

Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 655

Provided in Cooperation with:

Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

Suggested Citation: Podlech, Nils (2013) : Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 655, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/75274>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen*

Mai 2013

Nils Podlech[♦]

Zusammenfassung: Mit der Einführung der Abgeltungssteuer zum 1. Januar 2009 hat sich die Besteuerung von Einkünften aus Kapitalbeteiligungen in Deutschland grundlegend verändert. In diesem Beitrag wird analysiert, welche Auswirkungen der Steuersystemwechsel vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen hat. Zu diesem Zweck werden die Vermögenspositionen von Aktionären eines Unternehmens betrachtet, welches liquide Mittel entweder in Form einer Dividende oder in Form eines Aktienrückkaufes ausschüttet, oder diese Mittel alternativ für eine Investition einbehält. Auf der Grundlage dieser Vermögenspositionen werden anschließend für beide Steuersysteme die kritischen Werte für die Rendite einer zusätzlichen Investition bei Einbehaltung abgeleitet und miteinander verglichen. Dabei stellt sich heraus, dass nach dem Steuersystemwechsel Unternehmen im Interesse des Großteils ihrer Aktionäre auf Investitionsprojekte verzichten sollten, die das Vermögen der Aktionäre unter dem Halbeinkünfteverfahren noch gesteigert haben. Anstatt in diese Projekte zu investieren ist den Unternehmen heute angeraten diese Mittel auszuschütten.

Schlüsselwörter: Ausschüttungspolitik, Dividende, Aktienrückkauf, Abgeltungssteuer, Halbeinkünfteverfahren, Vermögensoptimierung

JEL Classification: D14, G35, H24

* Für wertvolle Anregungen danke ich Peter Nippel. Alle verbliebenen Mängel gehen natürlich zu meinen Lasten.

[♦] Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft, Olshausenstr. 40, 24098 Kiel, Deutschland.

1. Einleitung

Mit der Einführung der Abgeltungsteuer zum 1. Januar 2009 hat sich die Besteuerung von Einkünften aus Kapitalbeteiligungen in Deutschland grundlegend verändert. Dividenden und realisierte Kursgewinne sind heute von Aktionären, unabhängig von der Haltedauer und dem persönlichen Einkommensteuertarif, in voller Höhe mit einem einheitlichen Steuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag zu versteuern, sobald der Freibetrag in Höhe von 801 Euro pro Person überschritten wird. Unter dem von 2001 bis 2008 anzuwendenden Halbeinkünfteverfahren waren Dividenden und Kursgewinne, die während der einjährigen Spekulationsfrist realisiert wurden, nur zur Hälfte der Einkommensteuer unterworfen. Außerhalb der Spekulationsfrist realisierte Kursgewinne konnten vollständig steuerfrei vereinnahmt werden.

In welcher Form, zu welchem Zeitpunkt und in welcher Höhe Aktionäre Einkünfte aus ihrer Beteiligung erhalten und wie diese Einkünfte zu versteuern sind, ist neben dem individuell geplanten Verkaufszeitpunkt der Anteile insbesondere von der Ausschüttungspolitik des Unternehmens abhängig. Da persönliche Steuern einen gewichtigen Einfluss auf das Vermögen der Anteilseigner haben¹, ist Unternehmen im Interesse ihrer Aktionäre angeraten, ihre Ausschüttungspolitik insbesondere auch an den steuerrechtlichen Rahmenbedingungen ihrer Aktionäre auszurichten.

Nach dem Wechsel des Steuersystems für Kapitalerträge in Deutschland stellt sich die Frage, ob diese Gesetzesänderung einen Einfluss auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen hat. Zur Klärung dieser Frage werden in diesem Beitrag zunächst im Rahmen eines zwei-Perioden-Modells für beide Steuersysteme die Vermögenspositionen von Aktionären eines Unternehmens berechnet, welches liquide Mittel entweder in Form einer Dividende oder in Form eines Aktienrückkaufes ausschüttet, oder diese Mittel alternativ für eine Investition einbehält. Auf der Grundlage dieser Vermögenspositionen werden anschließend für beide Steuersysteme die kritischen Werte für die Rendite der zusätzlichen Investition abgeleitet, die im Falle einer Einbehaltung und Reinvestition im Unternehmen mindestens erzielt werden müsste, damit aus Sicht der Aktionäre auf eine Ausschüttung verzichtet werden sollte. Durch einen Vergleich dieser kritischen Werte, die sich unter der

¹ Vgl. Richter (2004).

Abgeltungssteuer und unter dem Halbeinkünfteverfahren berechnen lassen, kann anschließend gefolgert werden, ob durch den Wechsel des Steuersystems die Investitionsneigung von Unternehmen gestiegen oder gesunken sein sollte. Ob diese Schlussfolgerungen auch einen erkennbaren Einfluss auf die Ausschüttungspolitik von deutschen Unternehmen haben, wird anschließend im Rahmen einer Analyse der Ausschüttungspolitik der im DAX-30 gelisteten Unternehmen während des Zeitraumes von 2001 bis 2011 betrachtet.

Der Aufbau dieser Arbeit ist wie folgt: Zunächst wird in Kapitel 2 ein Überblick über die relevante Literatur gegeben. In Kapitel 3 wird formalanalytisch untersucht, welchen Einfluss der Wechsel des Steuersystems auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen hat. Hierfür werden in den Kapiteln 3.1 und 3.2 zunächst die Vermögenspositionen von Aktionären bei einer Dividendenzahlung, einem Aktienrückkauf und einer Einbehaltung von liquiden Mittel unter der Abgeltungssteuer und unter dem Halbeinkünfteverfahren berechnet, sowie die kritischen Werte für die Investitionsrendite abgeleitet. In Abschnitt 3.3 werden diese kritischen Werte unter beiden Steuersystemen gegenübergestellt und Schlussfolgerungen abgeleitet. Im Anschluss wird im 4. Abschnitt anhand des Ausschüttungsverhaltens der DAX-30-Unternehmen analysiert, ob der Wechsel des Steuersystems einen erkennbaren Einfluss auf die Ausschüttungspolitik dieser Unternehmen hat. Kapitel 5 fasst die Ergebnisse der Arbeit zusammen.

2. Literatur

Die wissenschaftliche Literatur setzt sich seit Jahrzehnten intensiv mit der unternehmerischen Entscheidung auseinander, ob und in welcher Höhe Ausschüttungen vorgenommen werden sollten.² Lintner (1956) legte mit der Befragung des Managements von 28 US-amerikanischen Aktiengesellschaften den Grundstein der akademischen Forschung zur Ausschüttungspolitik. Als Ergebnis seiner Umfrage zeigte Lintner, dass Manager Investoren eine starke Präferenz für stabile Dividenden unterstellen und daher Dividendenkürzungen meiden. Nach dem Irrelevanztheorem von Miller/Modigliani (1961) hat die Ausschüttungspolitik unter der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes keinen Einfluss auf die

² Vgl. u. a. Hakansson (1982).

Vermögensposition der Aktionäre. Die Realität ist allerdings von Besteuerung und Marktunvollkommenheiten gekennzeichnet. Black (1976) weist empirische Regelmäßigkeiten im Ausschüttungsverhalten von Unternehmen nach, die er als „Dividenden-Puzzle“ bezeichnet. Bei der Festlegung der Ausschüttungspolitik werden dieser Untersuchung zufolge Einflussgrößen wie Steuern, Transaktionskosten und auch der subjektiv wahrgenommene Informationsgehalt von Dividenden berücksichtigt. Im Falle einer unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden und realisierten Kursgewinnen kann beispielsweise das Vermögen der Aktionäre durch die Ausschüttungspolitik beeinflusst werden. Nekat (2009) und schon Moxter (1976) zeigen, dass ein Verzicht auf eine Dividende einen positiven Effekt auf das Aktionärsvermögen haben kann, wenn der Steuersatz für Dividenden den Steuersatz für realisierte Kursgewinne übersteigt.

Dass die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen auch einen Einfluss auf die Haltedauer von Aktien durch die Investoren haben können, wird in zwei US-amerikanischen Studien nachgewiesen. Shackelford/Verrecchia (2002) zeigen, dass eine Besteuerung von Veräußerungsgewinnen zu späteren und geringeren Aktienverkäufen führt. Die Studie von Poterba/Weisbenner (2001) belegt empirisch, dass die von der Haltedauer abhängige steuerliche Verrechnungsmöglichkeit von Verlusten zu einer Realisation von Kursverlusten vor Jahresende führt.

Neben dem Einfluss von Steuern auf das Vermögen der Aktionäre eröffnen sich weitere Forschungsfragen wie z. B. ein steuerbedingter Substitutionseffekt von Dividenden durch Aktienrückkäufe. Diesbezüglich zeigen Elton/Gruber (1968) für das US-amerikanische Steuersystem, Rogall (2001) für das von 2001 bis 2008 in Deutschland anzuwendende Halbeinkünfteverfahren sowie Podlech (2013) für die ab 2009 eingeführte Abgeltungssteuer, dass es aus steuerlichen Erwägungen für Aktionäre vorteilhaft ist, Dividenden durch Aktienrückkäufe zu substituieren.

Dass hohe Ausschüttungen unabhängig von deren Besteuerung einen positiven Einfluss auf den Aktienkurs haben können, wird u. a. in einer empirischen Untersuchung von Pott/Vögtle (2009) für den deutschen Kapitalmarkt nachgewiesen. Da in diesem Beitrag allerdings ausschließlich der Einfluss des Steuersystemwechsels in Deutschland auf die Ausschüttungspolitik analysiert wird, soll an dieser Stelle auf eine umfassendere Aufzählung weiterer Arbeiten zu anderen Einflussfaktoren auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen verzichtet werden.

3. Ausschüttungspolitik vor und nach Einführung der Abgeltungssteuer

Analysiert werden soll, ob der Übergang vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer am 1.1.2009 einen Einfluss auf die Entscheidung von Unternehmen hat, liquide Mittel zur Maximierung des Vermögens der Aktionäre an diese auszuschütten oder im Unternehmen einzubehalten und für eine Investition zu nutzen. Zur Klärung dieser Frage werden nachfolgend zunächst für beide Steuersysteme die Vermögenspositionen von Aktionären eines Unternehmens bestimmt, das liquide Mittel entweder in Form einer Dividende oder in Form eines Aktienrückkaufes auszuschüttet, oder diese Mittel alternativ für ein Investitionsprojekt im Unternehmen einbehält. Durch einen Vergleich der Vermögenspositionen, die sich infolge einer Dividendenzahlung bzw. eines Aktienrückkaufes oder einer Einbehaltung einstellen, kann anschließend für jede Ausschüttungsalternative der kritische Wert für die Rendite bestimmt werden, die mit dem Investitionsprojekt mindestens erzielt werden muss, damit die verfügbaren Mittel zur Maximierung des Aktionärsvermögens im Unternehmen einbehalten werden sollten. Durch einen Vergleich der kritischen Werte unter beiden Steuersystemen lässt sich anschließend ableiten, ob durch den Wechsel des Steuersystems die kritischen Werte für die Investitionsrendite gestiegen oder gesunken sind und als Folge die Investitionsneigung von Unternehmen zu- oder abgenommen haben sollte.

3.1 Ausschüttungspolitik unter der Abgeltungssteuer

Mit der Einführung der Abgeltungssteuer zum 1.1.2009 sind sowohl erhaltene Dividenden, als auch bei Aktienverkäufen realisierte Kursgewinne gem. § 20 Abs. 2, Nr. 1, Satz 1 EStG mit dem Abgeltungssteuersatz s_A zu versteuern. Der Abgeltungssteuersatz beträgt, inklusive 5,5% Solidaritätszuschlag, $s_A = 25\% \cdot 1,055 = 26,375\%$. Wenn negative Kursgewinne realisiert werden, können diese gem. § 20 Abs. 6, Satz 5 EStG mit anderen Kapitalerträgen verrechnet werden, sofern andere Kapitalerträge in ausreichender Höhe vorhanden sind, wovon in den Analysen dieses Beitrages ausgegangen werden soll. Bei einer Veräußerung von Wertpapieren mit Verlust sind dann de facto negative Steuern anzusetzen.³

³ Dabei ist einschränkend zu beachten, dass Verluste aus der Veräußerung von Aktien gemäß § 20 Abs. 6, Satz 5 EStG nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien verrechnet werden können.

Um die Vermögenspositionen der Aktionäre unter den Verwendungsalternativen Dividendenzahlung, Aktienrückkauf und Einbehaltung analysieren zu können, werden zunächst die nachsteuerlichen Zahlungen an die Aktionäre bei diesen alternativen Verwendungsformen identifiziert, sowie die aus diesen Zahlungen resultierenden Vermögenspositionen bestimmt. Das Vermögen der Aktionäre zum Zeitpunkt $t=0$ berechnet sich bei allen Verwendungsalternativen aus den Zahlungen, die sie heute in $t=0$ erhalten, und den diskontierten Zahlungen in zukünftigen Zeitpunkten.

Es wird angenommen, dass die Aktionäre ihre Aktien in einem vergangenen Zeitpunkt $t=-1$ zum Preis S_{-1} gekauft haben und der Kurs S_{-1} als Einstandspreis bzw. als Steuerbasis fungiert.⁴ In $t=0$ steht im Unternehmen die Entscheidung an, ob ein Gewinn in Höhe von D entweder in Form einer Dividende oder in Form eines Aktienrückkaufes an die Aktionäre ausgeschüttet wird, oder diese Mittel im Unternehmen für ein Investitionsprojekt einbehalten werden. Am Ende ihrer geplanten Investitionsdauer in $t=1$ verkaufen die Aktionäre ihre Aktien zum dann herrschenden Kurs S_1 . Eine Ausschüttung findet in $t=1$ vor dem Verkauf der Aktien nicht mehr statt. Die Höhe von zukünftigen Ausschüttungen sowie die zukünftige Kursentwicklung der Aktie sind aus heutiger Sicht unsicher. Der in $t=1$ erwartete Kurs $E(S_1)$ kann als Erwartungswert aller zukünftigen und auf den Zeitpunkt $t=1$ diskontierten Zahlungen aus Ausschüttungen und Aktienverkäufen angesehen werden. Eine Dividende in $t=0$ unterliegt im derzeit gültigen Steuersystem in voller Höhe der Abgeltungssteuer, im Veräußerungszeitpunkt $t=1$ ist der Kursgewinn in Höhe von $S_1^D - S_{-1}$ je Aktie zu versteuern. Im Erwartungswert beträgt dieser Kursgewinn $E(S_1^D - S_{-1})$. Das Vermögen der Aktionäre bei einer Dividendenzahlung in $t=0$ und einer anschließenden Liquidation der Aktieninvestition in $t=1$ zum erwarteten Kurs $E(S_1^D)$ beträgt dann

$$W_0^{D|ASr} = D \cdot (1 - s_A) + \frac{a \cdot [E(S_1^D) - E(S_1^D - S_{-1}) \cdot s_A]}{1 + \mu^D}. \quad (1)$$

⁴ Es werden in jedem Zeitpunkt die Zahlungen an die Gesamtheit der Aktionäre analysiert und S_{-1} als einheitlicher Einstandspreis aller Aktionäre definiert. Die Annahme eines einheitlichen Einstandspreises erscheint auf den ersten Blick nicht sehr realistisch, vereinfacht die formale Analyse jedoch erheblich und hat zudem keine Auswirkungen auf die Ergebnisse dieses Aufsatzes.

Wenn a die Gesamtanzahl der vom Unternehmen emittierten Aktien darstellt, ist $a \cdot [E(S_1^D) - E(S_1^D - S_{-1}) \cdot s_A]$ der erwartete nachsteuerliche Verkaufserlös aller Aktionäre in $t=1$. Diesen Verkaufserlös diskontieren die Aktionäre bei der Bestimmung von $W_0^{D|AS^t}$ mit dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz μ^D , der eine angemessene Risikoprämie enthält, und addieren diesen Wert bei der Berechnung des Gesamtvermögens zur Dividendenzahlung nach Steuern in $t=0$ hinzu.⁵

Der erwartete Verkaufserlös in $t=1$ kann auch als erwarteter Wert des Eigenkapitals in $t=1$, $E(V_1)$, bezeichnet werden:

$$a \cdot E(S_1^D) = E(V_1). \quad (2)$$

Die Vermögensposition in (1) kann unter Berücksichtigung von (2) dann auch wie folgt dargestellt werden:

$$W_0^{D|AS^t} = D \cdot (1 - s_A) + \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A) + a \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + \mu^D}. \quad (3)$$

Die darin enthaltene Komponente $a \cdot S_{-1} \cdot s_A$ stellt eine sichere Größe dar. Daher kann dieser Teil des zukünftigen Vermögens auch mit dem sicheren Zinssatz nach Steuern r diskontiert werden. Der Erwartungswert $E(V_1) \cdot (1 - s_A)$ muss hingegen mit dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz μ (mit $\mu \neq \mu^D$)⁶ diskontiert werden, der eine angemessene Risikoprämie enthält. Die Höhe der Risikoprämie hängt von der geschätzten Verteilung der unsicheren Größe $E(V_1)$, inklusive der Korrelation mit den sonstigen riskanten Anlagen der Aktionäre und ihren Risikopräferenzen, ab. Da die absolute Höhe der Kapitalkosten im Folgenden keine Rolle spielt, ist es hier auch nicht notwendig, sich mit deren Bestimmung zu beschäftigen.

Das Vermögen aus (3) kann dann wie folgt berechnet werden:⁷

⁵ Das Gesamtvermögen der Aktionäre in $t=0$ entspricht der Summe aus den Barwerten aller nachsteuerlichen Zahlungen. Es kann deshalb in (1) und bei der Berechnung aller nachfolgenden Vermögenspositionen Wertadditivität vorausgesetzt werden.

⁶ Der Kapitalkostensatz μ wird zur Diskontierung der unsicheren Komponente $E(V_1) \cdot (1 - s_A)$ herangezogen. Der Kapitalkostensatz μ^D wird zur Diskontierung des gesamten Verkaufserlöses herangezogen und ist als gewichteter Mittelwert der Kapitalkosten für den unsicheren und den sicheren Bestandteil des Verkaufserlöses zu verstehen.

⁷ Wenn $S_0 - S_{-1} < 0$, d. h. in $t=0$ beim Verkauf von Aktien ein Kursverlust realisiert wird, steigert ein Verkauf von Aktien mit sofortigem Rückkauf („Wash Sale“) das Vermögen der Aktionäre. Diese Transaktion bewirkt einen zinslosen Steuercredit in Form einer positiven Steuerzahlung in $t=0$ in

$$W_0^{D|ASr} = D \cdot (1 - s_A) + \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r}. \quad (4)$$

Wenn das Unternehmen die Ausschüttung in $t=0$ als Alternative zu einer Dividende in Form eines Aktienrückkaufes vornimmt, kauft es von seinen Aktionären Aktien im Gesamtwert von D zurück. Unter der Annahme, dass das Unternehmen Aktien stets zum aktuellen Kurs über die Börse zurückkaufen kann, bestimmt sich die Anzahl der in diesem Fall von den Aktionären zurückgekauften Aktien n durch

$$n = \frac{D}{S_0}. \quad (5)$$

S_0 bezeichnet den Aktienkurs des Unternehmens in $t=0$ nach Ankündigung der Ausschüttungen. Welche Aktionäre ihre Aktien bei diesem Aktienrückkauf zum Kauf anbieten, spielt bei einer aggregierten Betrachtung der Zahlungen an die Gesamtheit der Aktionäre keine Rolle, d. h. ob alle Aktionäre Aktien pro rata verkaufen oder einzelne Aktionäre überproportional an dem Aktienrückkauf teilnehmen, ist für die Betrachtung der Vermögensposition der Gesamtheit der Aktionäre nicht relevant.

Von Transaktionskosten wird beim Verkauf von Aktien abgesehen. Des Weiteren wird unterstellt, dass das Unternehmen am Kapitalmarkt stets „richtig“ bewertet ist. Die Aktionäre haben Zugang zu allen bewertungsrelevanten Unternehmensinformationen und es können keine Über- oder Unterbewertungen am Kapitalmarkt entstehen. In einer solchen Situation, in der das Unternehmen am Kapitalmarkt stets richtig bewertet ist, bewirken ein Aktienrückkauf und dessen Ankündigung keine zusätzlichen Kurseffekte, wie beispielsweise in der von Comment/Jarrell (1991) entwickelten Signalling Theorie erläutert.⁸

Der bei diesem Aktienrückkauf realisierte Kursgewinn in Höhe von $n \cdot (S_0 - S_{-1})$ unterliegt der Abgeltungssteuer. In $t=1$ findet die Liquidation der noch im Bestand der Aktionäre befindlichen Aktien $a - n$ zum erwarteten Kurs $E(S_1^{AR})$ statt. Der

Höhe von $a \cdot (S_0 - S_{-1}) \cdot s_A$ sowie einer Steuermehrzahlung beim Verkauf der Aktien in identischer Höhe, da beim Verkauf der Aktien in $t=1$ dann der (geringere) Kurs S_0 als Steuerbasis fungiert. Eine solche Transaktion ist allerdings unabhängig von der Verwendung von D möglich und hat aus diesem Grund keinen Einfluss auf den kritischen Wert für die Rendite einer Investition. Der Vorteil einer solchen Transaktion wird des Weiteren unter Berücksichtigung von Transaktionskosten in aller Regel zunichte gemacht (vgl. Nippel/Podlech (2011)) und deshalb nicht in den Analysen berücksichtigt.

⁸ Vgl. Nekat/Nippel (2005).

dabei realisierte Kursgewinn in Höhe von $(a-n) \cdot (S_1^{AR} - S_{-1})$ unterliegt ebenfalls der Abgeltungssteuer.

Das Vermögen der Aktionäre bei einem Aktienrückkauf in $t=0$ und einem Verkauf der im Depot verbliebenen Aktien in $t=1$ beträgt dann

$$W_0^{AR|AS^t} = n \cdot [S_0 - (S_0 - S_{-1}) \cdot s_A] + \frac{(a-n) \cdot [E(S_1^{AR}) - E(S_1^{AR} - S_{-1}) \cdot s_A]}{1 + \mu^{AR}}. \quad (6)$$

Den erwarteten Verkaufserlös der im Depot verbliebenen Aktien nach Steuern, $(a-n) \cdot [E(S_1^{AR}) - E(S_1^{AR} - S_{-1}) \cdot s_A]$, diskontieren die Aktionäre über eine Periode mit dem risikoadäquaten nachsteuerlichen Kapitalkostensatz μ^{AR} und addieren diesen Wert bei der Berechnung des Gesamtvermögens zum Verkaufserlös nach Steuern aus dem Aktienrückkauf in $t=0$ hinzu.

Ob die Ausschüttung in Form einer Dividende oder eines Aktienrückkaufes durchgeführt wird, hat keinen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung des Unternehmens, da bei beiden Ausschüttungsalternativen identische liquide Mittel in Höhe von D aus dem Unternehmen abfließen. Das Investitionsprogramm des Unternehmens und damit auch die Höhe von zukünftigen Gewinnen und Ausschüttungen bleiben dann unverändert. Aus diesem Grund ist auch der erwartete Wert des Eigenkapitals in $t=1$, $E(V_1)$, und damit die Höhe des Liquidationserlöses, unabhängig von der Form der Ausschüttung. Es gilt dann

$$E(V_1) = a \cdot E(S_1^D) = (a-n) \cdot E(S_1^{AR}). \quad (7)$$

Der erwartete Aktienkurs $E(S_1^{AR})$, der sich in $t=1$ nach einem Aktienrückkauf einstellt, wird höher ausfallen als der erwartete Kurs nach einer Dividendenzahlung, $E(S_1^D)$, da sich das (identische) Eigenkapital in diesem Fall auf weniger Aktien verteilt. Es erfolgt nach einem Aktienrückkauf keine Dividendenabschlag auf den Kurs der im Besitz der Aktionäre verbleibenden Aktien. Je mehr Aktien in $t=0$ zurückgekauft werden, umso höher fallen $E(S_1^{AR})$ und $E(S_1^D)$ auseinander.

Unter Berücksichtigung von (5) und (7) vereinfacht sich die Darstellung der Vermögensposition aus (6) wie folgt:

$$W_0^{AR|AS^t} = D \cdot (1 - s_A) + n \cdot S_{-1} \cdot s_A + \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A) + (a-n) \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + \mu^{AR}}. \quad (8)$$

Die darin enthaltene Komponente $(a-n) \cdot S_{-1} \cdot s$ stellt auch eine sichere Größe dar und kann mit dem sicheren Zinssatz nach Steuern diskontiert werden. Die unsichere Komponente $E(V_1) \cdot (1-s_A)$ wird wie in (4) mit dem Kapitalkostensatz μ diskontiert. Da der erwartete Wert des Eigenkapitals und damit auch das Risiko dieser Position unabhängig von der Form der Ausschüttung sind, kann dieser Wert auch unabhängig von der Form der Ausschüttung mit dem identischen Kapitalkostensatz μ diskontiert werden.

Das Vermögen aus (8) kann daher auch wie folgt berechnet werden:

$$W_0^{AR|ASr} = D \cdot (1-s_A) + n \cdot S_{-1} \cdot s_A + \frac{E(V_1) \cdot (1-s_A)}{1+\mu} + \frac{(a-n) \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1+r}. \quad (9)$$

Ein Vergleich der Vermögenspositionen aus (4) und (9) lässt erkennen, dass ein Aktienrückkauf im Vergleich zu einer Dividendenzahlung eine Steuerminderzahlungen in $t=0$ in Höhe von $n \cdot S_{-1} \cdot s$ und eine Steuermehrzahlung im Veräußerungszeitpunkt der Aktien in identischer Höhe bewirkt. Den Aktionären wird bei einem Aktienrückkauf ein zinsloser Steuerkredit gewährt, der zur Folge hat, dass das Vermögen der Aktionäre bei einer Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes das Vermögen der Aktionäre bei einer Ausschüttung in Form einer Dividende um den Kapitalwert dieses zinslosen Steuerkredites übersteigt:

$$W_0^{AR|ASr} = W_0^{D|ASr} + n \cdot S_{-1} \cdot s_A - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1+r}. \quad (10)$$

Die Vorteilhaftigkeit eines Aktienrückkaufes gegenüber einer Dividendenzahlung ist für die Analysen dieses Aufsatzes allerdings nur von untergeordneter Bedeutung und wird deshalb an dieser Stelle nicht im Detail analysiert.⁹

Falls sich das Unternehmen in $t=0$ entscheidet keine Ausschüttung an die Aktionäre vorzunehmen und stattdessen die Mittel im Unternehmen für ein Investitionsprojekt einbehält, berechnet sich das Vermögen der Aktionäre ausschließlich aus dem diskontierten Verkaufserlös der Aktien. Wenn die Aktionäre ihre Aktien in $t=1$ zum dann erwarteten Preis $E(S_1^E)$ verkaufen, berechnet sich das Vermögen wie folgt:

$$W_0^{E|ASr} = \frac{a \cdot [E(S_1^E) - E(S_1^E - S_{-1}) \cdot s_A]}{1+\mu^E}. \quad (11)$$

⁹ Eine detaillierte Analyse zur Vorteilhaftigkeit eines Aktienrückkaufes gegenüber einer Dividendenzahlung unter der Abgeltungssteuer wird von Podlech (2013) durchgeführt.

Den erwarteten Verkaufserlös der Aktien nach Steuern, $a \cdot [E(S_1^{AR}) - E(S_1^{AR} - S_{-1}) \cdot s_A]$, diskontieren die Aktionäre über eine Periode mit dem risikoadäquaten Kapitalkostensatz μ^E .

Der erwarteten Verkaufserlös des Unternehmens in $t=1$, $a \cdot E(S_1^E)$, kann unterteilt werden in den erwarteten zukünftigen Marktwert, der sich im Falle einer Ausschüttung in $t=0$ ergeben hätte, $E(V_1)$, sowie den darüber hinausgehenden erwarteten Marktwert durch die Einbehaltung und Reinvestition der liquiden Mittel in Höhe von D . Wenn das Unternehmen diese Mittel in $t=0$ in ein Projekt mit einer erwarteten Rendite in Höhe von $E(i)$ investiert hat, beträgt der erwartete zusätzliche Verkaufserlös der Aktien in $t=1$ $D \cdot [1 + E(i)]$:

$$a \cdot E(S_1^E) = E(V_1) + D \cdot [1 + E(i)]. \quad (12)$$

Das Vermögen aus (11) kann dann wie folgt berechnet werden:

$$W_0^{E|ASr} = \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r} + \frac{D \cdot [1 + E(i)] \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu^I}. \quad (13)$$

Der anteilige nachsteuerliche Verkaufserlös $E(V_1) \cdot (1 - s_A)$ wird, wie in (4) und (9), mit dem Kapitalkostensatz μ und die sichere Komponente $a \cdot S_{-1} \cdot s_A$ mit dem risikolosen Zins r diskontiert. Der anteilige nachsteuerliche Verkaufserlös aus der Reinvestition, $D \cdot [1 + E(i)] \cdot (1 - s_A)$, wird mit dem Kapitalkostensatz μ^I diskontiert, der das Risiko des Reinvestitionsprojektes adäquat abbildet.

Nachdem die Vermögenspositionen der Aktionäre bei einer Dividendenzahlung, einem Aktienrückkauf und einer Einbehaltung in $t=0$ bestimmt wurden, kann nun für beide Ausschüttungsalternativen der kritische Wert für die Investitionsrendite i^* bestimmt werden, die mit dem Investitionsprojekt im Unternehmen mindestens erzielt werden muss, damit die liquiden Mittel zur Maximierung des Vermögens der Aktionäre einbehalten werden sollten. Hierfür werden die Vermögenspositionen $W_0^{D|ASr}$ bzw. $W_0^{AR|ASr}$ mit der Vermögensposition $W_0^{E|ASr}$ gleichgesetzt, die erwartete Rendite $E(i)$ durch den jeweiligen kritischen Wert für die Investitionsrendite i^* ersetzt, und die Gleichung anschließend nach i^* aufgelöst.

Für den Fall einer Ausschüttung in Form einer Dividende berechnet sich nach Gleichsetzen der Vermögenspositionen $W_0^{D|ASr}$ und $W_0^{E|ASr}$ und Ersetzen von $E(i)$ durch $i^{*D|ASr}$,

$$\begin{aligned} W_0^{D|ASr} &\stackrel{!}{=} W_0^{E|ASr} \\ \Rightarrow D \cdot (1 - s_A) + \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r} & \quad (14) \\ &\stackrel{!}{=} \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r} + \frac{D \cdot [1 + i^{*D|ASr}] \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu^I}, \end{aligned}$$

sowie Auflösen der Gleichung nach $i^{*D|ASr}$ ein kritischer Wert in Höhe von μ^I :

$$i^{*D|ASr} = \mu^I. \quad (15)$$

Im Fall einer Dividendenzahlung entspricht der kritische Wert für die Vorsteuerrendite der Investition, bei der die Aktionäre zwischen einer Dividendenzahlung und einer Einbehaltung indifferent sind, daher dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz für das Investitionsprojekt. Wenn die erwartete Vorsteuerrendite den nachsteuerlichen Kapitalkostensatz übersteigt, präferieren die Aktionäre eine Einbehaltung. Wenn die erwartete Rendite unter den Kapitalkosten liegt, präferieren die Aktionäre eine Ausschüttung.

Der kritische Wert für die Vorsteuerrendite liegt somit unter dem vorsteuerlichen Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes. Dies begründet sich dadurch, dass bei einer Ausschüttung in $t=0$ den Aktionären eine nachsteuerliche Dividendenzahlung in Höhe von $D \cdot (1 - s_A)$ zufließt, im Fall einer Einbehaltung allerdings der gesamte Betrag in Höhe von D vom Unternehmen investiert werden kann. Da der im Fall einer Einbehaltung für die Investition zur Verfügung stehende Betrag die Dividendenzahlung nach Steuern um $D \cdot s_A$ übertrifft, reduziert sich bei der Berechnung von $i^{*D|ASr}$ die Renditeanforderung an das einbehaltene und investierte Kapital in Höhe von D .

Für den Fall einer Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes berechnet sich nach Gleichsetzen der Vermögenspositionen $W_0^{AR|ASr}$ und $W_0^{E|ASr}$ und Ersetzen von $E(i)$ durch $i^{*AR|ASr}$,

$$\begin{aligned}
W_0^{AR|ASr} &\stackrel{!}{=} W_0^{E|ASr} \\
\Rightarrow D \cdot (1 - s_A) + n \cdot S_{-1} \cdot s_A + \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu} + \frac{(a - n) \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r} & \quad (16) \\
&\stackrel{!}{=} \frac{E(V_1) \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r} + \frac{D \cdot [1 + i^{*AR|ASr}] \cdot (1 - s_A)}{1 + \mu'},
\end{aligned}$$

sowie Auflösen der Gleichung nach $i^{*AR|ASr}$ ein kritischer Wert für die vorsteuerliche Investitionsrendite, der größer ist als der nachsteuerliche Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes:

$$i^{*AR|ASr} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1 + r}}{D \cdot (1 - s_A)} \right] \cdot (1 + \mu') - 1. \quad (17)$$

Die Summe in der eckigen Klammer ist größer als eins, da der Barwert des zinslosen Steuerkredites im Zähler des Bruchs und die nachsteuerliche Ausschüttung im Nenner stets positiv sind. Aus diesem Grund fällt dieser kritische Wert größer aus als μ' und ist somit auch größer als der kritische Wert bei einer Ausschüttung in Form einer Dividendenzahlung:

$$i^{*D|ASr} = \mu' < i^{*AR|ASr}. \quad (18)$$

Das Auseinanderfallen dieser kritischen Werte begründet sich durch die sich unterscheidenden Vermögenspositionen bei einer Ausschüttung in Form einer Dividende und in Form eines Aktienrückkaufes. Da das Vermögen der Aktionäre bei einem Aktienrückkauf das Vermögen bei einer Dividendenzahlung um den Barwert des zinslosen Steuerkredites übersteigt, sind die Aktionäre erst bei einer Reinvestitionsrendite in Höhe von $i^{*AR|ASr} > i^{*D|ASr}$ indifferent zwischen einem Aktienrückkauf und einer Einbehaltung. Der Vermögensvorteil durch den zinslosen Steuerkredit, der bei einem Aktienrückkauf gewährt wird und der auch Einfluss auf den Wert in der eckigen Klammer in (17) hat, muss im Fall einer Einbehaltung durch eine höhere Investitionsrendite kompensiert werden.

3.2 Ausschüttungspolitik unter dem Halbeinkünfteverfahren

Das Halbeinkünfteverfahren war in Deutschland von 2001 bis inklusive dem Veranlagungszeitraum 2008 für Erträge aus Beteiligungen an Kapitalgesellschaften anzuwenden. Die Hälfte von Dividenden und steuerpflichtigen Gewinnen aus der

Veräußerung von Kapitalbeteiligungen unterlagen der Einkommensteuer und dem Solidaritätszuschlag. Das ist im Großen und Ganzen das gleiche, wie eine Besteuerung der gesamten Dividenden und der realisierten Kursgewinne mit dem halben Einkommensteuersatz. Gewinne aus der Veräußerung von Kapitalbeteiligungen waren dann steuerpflichtig, wenn zwischen der Anschaffung und Veräußerung der Anteile ein Zeitraum von höchstens einem Jahr lag (Spekulationsfrist nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 EStG). War dies nicht der Fall, so waren realisierte Kursgewinne nur dann der Einkommensteuer zu unterziehen, wenn der Veräußerer der Anteile im Sinne des § 17 Abs. 1 Satz EStG zu mindestens 1% am Nennkapital der Gesellschaft beteiligt war.¹⁰ Zweck des Halbeinkünfteverfahrens war es, eine vollumfängliche Besteuerung ausgeschütteter Gewinne beim Anteilseigner zu verhindern, da diese bereits auf der Ebene der Gesellschaft in voller Höhe mit Körperschaftsteuer belastet waren.

Es sollen nun analog zum Vorgehen in Abschnitt 3.1 die Vermögenspositionen der Aktionäre bei einer Dividendenzahlung, einem Aktienrückkauf und einer Einbehaltung bestimmt werden, die sich unter Berücksichtigung der in Abschnitt 3.1 getroffenen Annahmen unter den steuerrechtlichen Rahmenbedingungen des Halbeinkünfteverfahrens berechnen lassen.

Im Falle einer Ausschüttung in Form einer Dividende unterliegt diese zu 50% der Einkommensteuer und ist von den Aktionären mit dem persönlichen Steuersatz inklusive Solidaritätszuschlag s_H zu versteuern. Wenn zwischen dem Kauf und dem Verkauf der Aktien ein Zeitraum von höchstens einem Jahr liegt, die Aktien also innerhalb der Spekulationsfrist wieder verkauft werden, unterliegt auch der beim Verkauf der Aktien realisierte Kursgewinn in Höhe von $S_1^D - S_{-1}$ je Aktie zu 50% der Einkommensteuer. Das Vermögen der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_1-t_{-1} \leq 1}^{D|HE} = D - \frac{D}{2} \cdot s_H + \frac{a \cdot \left[E(S_1^D) - \frac{E(S_1^D - S_{-1})}{2} \cdot s_H \right]}{1 + \mu^D}. \quad (19)$$

Unter Berücksichtigung von (2) lässt sich diese Vermögensposition wie folgt berechnen:

¹⁰ In diesem Beitrag wird davon ausgegangen, dass die Beteiligungsquote der Aktionäre jeweils weniger als 1% beträgt.

$$W_{0|t_1-t_{-1} \leq 1}^{D|HE} = D \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right) + \frac{E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2}}{1 + r}. \quad (20)$$

Die unsichere Komponente $E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right)$ wird wie in Abschnitt 3.1 mit dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz μ und die sichere Komponente $a \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2}$ mit dem sicheren Zins r diskontiert.¹¹

Wenn zwischen dem Kauf und dem Verkauf der Aktien ein Zeitraum von mehr als einem Jahr liegt, die Aktien also außerhalb der Spekulationsfrist verkauft werden, kann der Verkaufserlös inklusive eines realisierten Kursgewinns vollständig steuerfrei vereinnahmt werden. Die Dividende unterliegt unabhängig von der Haltedauer zur Hälfte der Einkommensteuer. Das Vermögen der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_1-t_{-1} > 1}^{D|HE} = D \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right) + \frac{E(V_1)}{1 + \mu}. \quad (21)$$

Wenn das Unternehmen die Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes vornimmt, kauft es in $t = 0$ wie in Abschnitt 3.1 Aktien im Gesamtwert von D zurück. Ob ein bei diesem Aktienrückkauf und ein beim anschließenden Verkauf der Aktien in $t = 1$ realisierter Kursgewinn zu versteuern sind, hängt erneut davon ab, ob die Aktien innerhalb oder außerhalb der Spekulationsfrist verkauft werden.

Wenn $t_1 - t_{-1} \leq 1$, d. h. sowohl der Aktienrückkauf als auch der Verkauf der Aktien innerhalb der Spekulationsfrist stattfindet, sind die beim Aktienrückkauf und beim Verkauf der Aktien realisierte Kursgewinne jeweils zur Hälfte zu versteuern. Die Vermögensposition der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_1-t_{-1} \leq 1}^{AR|HE} = n \cdot \left[S_0 - \frac{(S_0 - S_{-1})}{2} \cdot s_H \right] + \frac{(a - n) \cdot \left[E(S_1^{AR}) - \frac{E(S_1^{AR} - S_{-1})}{2} \cdot s_H \right]}{1 + \mu^{AR}}. \quad (22)$$

¹¹ Obwohl sich die Steuersätze s_A und s_H unterscheiden, werden hier für identische vorsteuerliche Positionen identische nachsteuerliche Kapitalkosten unterstellt. Nach Brennan (1970) und Richter (2003) lässt sich eine solche Vorgehensweise aus Vereinfachungserwägungen dann rechtfertigen, wenn das Risiko der zu diskontierenden Positionen vergleichbar ist. Da in diesem Beitrag die Geschäftsentwicklung des Unternehmens und damit auch die vorsteuerlichen Zahlungen an die Aktionäre unabhängig vom vorherrschenden Steuersystem sind, wird auch eine Diskontierung dieser Positionen mit identischen Kapitalkosten als vertretbar angesehen.

Unter Berücksichtigung von (5) und (7) kann diese Vermögensposition auch wie folgt berechnet werden:

$$W_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{AR|HE} = D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right) + n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2} + \frac{E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)}{1 + \mu} + \frac{(a-n) \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{1+r}. \quad (23)$$

Der Verkaufserlös aus den Aktien in $t=1$ unterteilt sich erneut in eine sichere und eine unsichere Komponente. Im Vergleich zu einer Ausschüttung in Form einer Dividende wird in $t=0$ in diesem Szenario auch unter dem Halbeinkünfteverfahren ein zinsloser Steuerkredit in Höhe von $n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}$ gewährt, der zu einer Steuermehrzahlung beim Verkauf der Aktien in identischer Höhe führt.

Wenn $t_0 - t_{-1} > 1$, d. h. sowohl der Aktienrückkauf als auch der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, können beim Aktienrückkauf und beim Verkauf der Aktien realisierte Kursgewinne steuerfrei vereinnahmt werden. Die Vermögensposition der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_0-t_{-1}>1}^{AR|HE} = D + \frac{E(V_1)}{1 + \mu}. \quad (24)$$

Wenn $t_0 - t_{-1} \leq 1$ und $t_1 - t_{-1} > 1$, d. h. der Aktienrückkauf innerhalb und der Verkauf der Aktien in $t=1$ außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, muss ein beim Aktienrückkauf in $t=0$ realisierter Kursgewinn versteuert werden, ein beim Verkauf der Aktien in $t=1$ realisierter Kursgewinn kann dagegen steuerfrei vereinnahmt werden. Die Vermögensposition der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_0-t_{-1}\leq 1, t_1-t_{-1}>1}^{AR|HE} = n \cdot \left[S_0 - \frac{(S_0 - S_{-1})}{2} \cdot S_H \right] + \frac{(a-n) \cdot (S_1^{AR})}{1 + \mu^{AR}}. \quad (25)$$

Unter Berücksichtigung von (5) und (7) kann diese Vermögensposition auch wie folgt berechnet werden:

$$W_{0|t_0-t_{-1}\leq 1, t_1-t_{-1}>1}^{AR|HE} = D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right) + n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2} + \frac{E(V_1)}{1 + \mu}. \quad (26)$$

Falls sich das Unternehmen in $t=0$ entscheidet, keine Ausschüttung an die Aktionäre vorzunehmen und stattdessen die Mittel im Unternehmen für eine Investition einbehält, berechnet sich das Vermögen der Aktionäre wie in Abschnitt 3.1 ausschließlich aus dem diskontierten Verkaufserlös der Aktien in $t=1$. Wenn die

Aktien innerhalb der Spekulationsfrist wieder verkauft werden, unterliegt der realisierte Kursgewinn in Höhe von $S_1^E - S_{-1}$ je Aktie zur Hälfte der Einkommensteuer. Das Vermögen der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_1-t_{-1} \leq 1}^{E|HE} = \frac{a \cdot \left[E(S_1^E) - \frac{E(S_1^E - S_{-1})}{2} \cdot S_H \right]}{1 + \mu^E}. \quad (27)$$

Den erwarteten Verkaufserlös der Aktien nach Steuern diskontieren die Aktionäre mit dem risikoadäquaten Kapitalkostensatz μ^E . Der erwarteten Verkaufserlös bzw. der Marktwert des Unternehmens in $t=1$, $a \cdot E(S_1^E)$, kann wieder unterteilt werden in den erwarteten anteiligen Marktwert, der im Falle einer Ausschüttung in $t=0$ erzielt worden wäre, $E(V_1)$, sowie den darüber hinausgehenden anteiligen Marktwert durch die Einbehaltung und Reinvestition der liquiden Mittel in Höhe von D . Das Vermögen aus (27) kann dann wie folgt berechnet werden:

$$W_{0|t_1-t_{-1} \leq 1}^{E|HE} = \frac{E(V_1) \cdot (1 - \frac{S_H}{2})}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{1 + r} + \frac{D \cdot [1 + E(i)] \cdot (1 - \frac{S_H}{2})}{1 + \mu^I}. \quad (28)$$

Der anteilige Verkaufserlös $E(V_1) \cdot (1 - \frac{S_H}{2})$ wird hierbei wieder mit dem Kapitalkostensatz μ , die sichere Komponente $a \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}$ mit dem risikolosen Zins r und der nachsteuerliche Verkaufserlös aus der Reinvestition $D \cdot [1 + E(i)] \cdot (1 - \frac{S_H}{2})$ mit dem risikoadäquaten Kapitalkostensatz μ^I diskontiert.

Wenn die Aktien außerhalb der Spekulationsfrist verkauft werden, kann der gesamte Verkaufserlös inklusive eines realisierten Kursgewinns steuerfrei vereinnahmt werden. Das Vermögen der Aktionäre beträgt in diesem Fall

$$W_{0|t_1-t_{-1} > 1}^{E|HE} = \frac{a \cdot E(S_1^E)}{1 + \mu^E} = \frac{E(V_1)}{1 + \mu} + \frac{D \cdot [1 + E(i)]}{1 + \mu^I}. \quad (29)$$

Nachdem auch die Vermögenspositionen der Aktionäre unter dem Halbeinkünfteverfahren bei einer Dividendenzahlung, einem Aktienrückkauf und einer Einbehaltung in $t=0$ bestimmt wurden, können nun für beide Ausschüttungsalternativen wie in Abschnitt 3.1 die kritischen Werte für die Investitionsrenditen bestimmt werden, die im Unternehmen mindestens erzielt werden

müssen, damit die verfügbaren Mittel zur Maximierung des Unternehmenswertes einbehalten und für das Investitionsprojekt genutzt werden sollten.

Für den Fall einer Dividendenzahlung und einem Verkauf der Aktien innerhalb der Spekulationsfrist berechnet sich nach Gleichsetzen der Vermögenspositionen $W_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{D|HE}$ und $W_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{E|HE}$ und Ersetzen von $E(i)$ durch $i_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{*D|HE}$,

$$\begin{aligned} W_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{D|HE} &\stackrel{!}{=} W_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{E|HE} \\ \Rightarrow D \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right) + \frac{E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2}}{1 + r} & \quad (30) \\ &\stackrel{!}{=} \frac{E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2}}{1 + r} + \frac{D \cdot \left[1 + i_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{*D|HE}\right] \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right)}{1 + \mu^I}, \end{aligned}$$

sowie Auflösen der Gleichung nach $i_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{*D|HE}$ ein kritischer Wert in Höhe von μ^I :

$$i_{0|t_1-t_1 \leq 1}^{*D|HE} = \mu^I. \quad (31)$$

Im Fall einer Dividendenzahlung und einem Verkauf der Aktien innerhalb der Spekulationsfrist entspricht der kritische Wert der vorsteuerlichen Investitionsrendite, bei dem die Investoren zwischen einer Dividendenzahlung und einer Einbehaltung indifferent sind, daher wie unter der Abgeltungssteuer dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes. Die Steuersätze s_A und s_H unterscheiden sich zwar, da aber in jedem Steuersystem die Dividende und der realisierte Kursgewinn jeweils mit identischen Steuersätzen besteuert werden, berechnen sich für beide Steuersysteme auch identische kritische Werte in Höhe von μ^I .

Wenn nach einer Dividendenzahlung in $t=0$ der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist durchgeführt wird, berechnet sich nach Gleichsetzen der Vermögenspositionen $W_{0|t_1-t_1 > 1}^{D|HE}$ und $W_{0|t_1-t_1 > 1}^{E|HE}$ und Ersetzen von $E(i)$ durch $i_{0|t_1-t_1 > 1}^{*D|HE}$,

$$\begin{aligned} W_{0|t_1-t_1 > 1}^{D|HE} &\stackrel{!}{=} W_{0|t_1-t_1 > 1}^{E|HE} \\ \Rightarrow D \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right) + \frac{E(V_1)}{1 + \mu} &\stackrel{!}{=} \frac{E(V_1)}{1 + \mu} + \frac{D \cdot \left[1 + i_{0|t_1-t_1 > 1}^{*D|HE}\right]}{1 + \mu^I}, \end{aligned} \quad (32)$$

sowie Auflösen der Gleichung nach $i_{0|t_1-t_1 > 1}^{*D|HE}$ ein kritischer Wert für die Investitionsrendite in Höhe von $i_{0|t_1-t_1 > 1}^{*D|HE} < \mu^I$:

$$i_{0|t_1-t_{-1}>1}^{*D|HE} = (1 + \mu^I) \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right) - 1. \quad (33)$$

Im Falle einer Dividendenzahlung und einem Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist ist der kritische Wert kleiner als der Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes. Da die Dividende zur Hälfte der Einkommensteuer unterliegt, die Mittel im Falle einer Einbehaltung und späteren Realisation im Rahmen des Verkaufes der Aktien jedoch steuerfrei vereinnahmt werden können, liegt der kritische Wert für die vorsteuerliche Investitionsrendite in diesem Szenario unterhalb des nachsteuerlichen Kapitalkostensatzes.

Falls die Ausschüttung vom Unternehmen nicht in Form einer Dividende, sondern in Form eines Aktienrückkaufes vorgenommen wird, muss bei der Berechnung der kritischen Werte wieder berücksichtigt werden, ob der Aktienrückkauf und der Verkauf der Aktien innerhalb oder außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden. Falls sowohl der Aktienrückkauf als auch der Verkauf der Aktien innerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, werden bei der Berechnung des kritischen Wertes für dieses Szenario die Vermögenspositionen $W_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{AR|HE}$ und $W_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{E|HE}$ gegenübergestellt und $E(i)$ durch $i_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{*AR|HE}$ ersetzt:

$$\begin{aligned} W_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{AR|HE} &\stackrel{!}{=} W_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{E|HE} \\ \Rightarrow D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right) + n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2} + \frac{E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)}{1 + \mu} + \frac{(a - n) \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{1 + r} & \quad (34) \\ &= \frac{E(V_1) \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)}{1 + \mu} + \frac{a \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{1 + r} + \frac{D \cdot \left[1 + i_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{*AR|HE}\right] \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)}{1 + \mu^I}. \end{aligned}$$

Durch Auflösen der Gleichung nach $i_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{*AR|HE}$ berechnet sich ein kritischer Wert für die vorsteuerliche Investitionsrendite, der über dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes liegt:

$$i_{0|t_1-t_{-1}\leq 1}^{*AR|HE} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2} - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{1 + r}}{D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1. \quad (35)$$

Da die Summe in der eckigen Klammer auf Grund des zinslosen Steuerkredites größer als 1 ist, errechnet sich auch für dieses Szenario ein kritischer Wert, der größer als μ^I ausfällt. In diesem Szenario übertrifft das Vermögen der Aktionäre bei einem Aktienrückkauf das Vermögen bei einer Dividendenzahlung (wie unter der Abgeltungssteuer) um den Kapitalwert des zinslosen Steuerkredites. Dieser Vermögensvorteil muss durch eine höhere Investitionsrendite kompensiert werden.

Wenn der Aktienrückkauf und der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, werden bei der Berechnung des kritischen Wertes für dieses Szenario die Vermögenspositionen $W_{0|t_0-t_{-1}>1}^{AR|HE}$ und $W_{0|t_1-t_{-1}>1}^{E|HE}$ gegenübergestellt und $E(i)$ durch $i_{0|t_0-t_{-1}>1}^{*AR|HE}$ ersetzt:

$$\begin{aligned} W_{0|t_0-t_{-1}>1}^{AR|HE} &\stackrel{!}{=} W_{0|t_1-t_{-1}>1}^{E|HE} \\ \Rightarrow D + \frac{E(V_1)}{1+\mu} &= \frac{E(V_1)}{1+\mu} + \frac{D \cdot \left[1 + i_{0|t_0-t_{-1}>1}^{*AR|HE} \right]}{1+\mu^I}. \end{aligned} \quad (36)$$

Durch Auflösen der Gleichung nach $i_{0|t_0-t_{-1}>1}^{*AR|HE}$ berechnet sich ein kritischer Wert in Höhe des Kapitalkostensatzes:

$$i_{0|t_0-t_{-1}>1}^{*AR|HE} = \mu^I. \quad (37)$$

Da in diesem Szenario weder beim Aktienrückkauf, noch beim Verkauf der Aktien Steuern zu zahlen sind, bewirkt ein Aktienrückkauf im Vergleich zu einer Dividende keinen Vermögensvorteil durch einen zinslosen Steuerkredit. Dieser Vermögensvorteil führte im zuvor betrachteten Szenario zu einem kritischen Wert oberhalb des Kapitalkostensatzes.

Wenn der Aktienrückkauf innerhalb der Spekulationsfrist und der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, werden bei der Berechnung des kritischen Wertes für dieses Szenario die Vermögenspositionen $W_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{AR|HE}$ und $W_{0|t_1-t_{-1} > 1}^{E|HE}$ gegenübergestellt und $E(i)$ durch $i_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE}$ ersetzt:

$$\begin{aligned} W_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{AR|HE} &\stackrel{!}{=} W_{0|t_1-t_{-1} > 1}^{E|HE} \\ \Rightarrow D \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2} \right) + n \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2} + \frac{E(V_1)}{1+\mu} &= \frac{E(V_1)}{1+\mu} + \frac{D \cdot \left[1 + i_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE} \right]}{1+\mu^I}. \end{aligned} \quad (38)$$

Durch Auflösen der Gleichung nach $i_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE}$ berechnet sich auch für dieses Szenario ein kritischer Wert, der größer ist als der Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes:

$$i_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)} \right] \cdot (1 + \mu^t) - 1. \quad (39)$$

Da die Summe innerhalb der eckigen Klammer größer als 1 ist, berechnet sich ein kritischer Wert für die Investitionsrendite, der größer ist als μ^t . Da beim Verkauf der Aktien in $t = 1$ keine Steuern zu zahlen sind, führt die Steuererminderzahlung bei einem Aktienrückkauf im Vergleich zu einer Dividende nicht zu einer Steuermehrzahlung beim Verkauf der Aktien. Der zinslose Steuerkredit in Höhe von $n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}$ wird in diesem Szenario also nicht „getilgt“. Aus diesem Grund ist die Vermögensposition $W_{0|t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{AR|HE}$ größer als die Vermögensposition $W_{0|t_1-t_{-1} \leq 1}^{AR|HE}$. Auch der kritische Wert der Rendite für eine zusätzliche Investition liegt deshalb über dem kritischen Wert aus (35), der für einen Aktienrückkauf im Szenario $t_1 - t_{-1} \leq 1$ berechnet wurde.

3.3 Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels auf die Ausschüttungspolitik

Nachdem in den Abschnitten 3.1 und 3.2 die kritischen Werte für die Rendite eines Investitionsprojektes als Alternative für eine Dividende oder einen Aktienrückkauf unter der Abgeltungssteuer und unter dem Halbeinkünfteverfahren bestimmt wurden, soll nun analysiert werden, welchen Einfluss der Wechsel des Steuersystems auf die Investitionsneigung von Unternehmen hat. Diese Analyse wird im Folgenden anhand eines Vergleiches der kritischen Werte durchgeführt, die für beide Steuersysteme ermittelt wurden. Es wird dabei wieder unterstellt, dass dem betrachteten Unternehmen ein zusätzliches Investitionsprojekt zur Verfügung steht, in das im Volumen von D als Alternative zu einer Ausschüttung investiert werden kann. Die nachfolgende Tabelle präsentiert im Vorwege der Analyse eine Übersicht über die betrachteten Szenarien sowie die in den Abschnitten 3.1 und 3.2 für diese Szenarien ermittelten kritischen Werte:

Ausschüttungsform	Haltedauer	kritischer Wert Abgeltungssteuer	kritischer Wert Halbeinkünfteverfahren
Dividende	$t_1 - t_{-1} \leq 1$	$i^{*D ASt} = \mu^I$	$i_{0 t_1-t_{-1} \leq 1}^{*D HE} = \mu^I$
	$t_1 - t_{-1} > 1$		$i_{0 t_1-t_{-1} > 1}^{*D HE} = (1 + \mu^I) \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right) - 1$
Aktienrückkauf	$t_1 - t_{-1} \leq 1$	$i^{*AR ASt} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1+r}}{D \cdot (1 - s_A)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1$	$i_{0 t_1-t_{-1} \leq 1}^{*AR HE} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2} - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{1+r}}{D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1$
	$t_0 - t_{-1} > 1$		$i_{0 t_0-t_{-1} > 1}^{*AR HE} = \mu^I$
	$t_1 - t_{-1} > 1,$ $t_0 - t_{-1} < 1$		$i_{0 t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR HE} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{S_H}{2}}{D \cdot \left(1 - \frac{S_H}{2}\right)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1$

Abbildung 1: Die kritischen Werte in den analysierten Szenarien

Szenario 1: Ausschüttung in Form einer Dividende, $t_1 - t_{-1} \leq 1$

Unter der Abgeltungssteuer entspricht der kritische Wert für die Vorsteuerrendite eines neuen Investitionsprojektes, bei dem die Aktionäre zwischen einer Einbehaltung und einer Dividendenzahlung indifferent sind, gem. (15) dem nachsteuerlichen Kapitalkostensatz des Projektes. Zur Maximierung des Vermögens der Aktionäre sollte das Unternehmen deshalb die liquiden Mittel dann in das zusätzliche Projekt investieren, wenn die erwartete Rendite für dieses Projekt größer ist als der Kapitalkostensatz. Wenn die erwartete Rendite dagegen kleiner ist als der Kapitalkostensatz, ist dem Unternehmen angeraten, die Mittel auszuschütten.

Unter dem Halbeinkünfteverfahren liegt eine identische Entscheidungssituation vor, solange die Aktionäre einen Investitionshorizont von höchstens einem Jahr haben, d. h. die Aktien innerhalb der Spekulationsfrist wieder verkauft werden und ein realisierter Kursgewinn in $t=1$ zu einer Steuerzahlung führt. In diesem Fall entspricht der kritische Wert für die Investitionsrendite, bei dem die Aktionäre zwischen einer Einbehaltung und einer Dividendenzahlung indifferent sind, gem. (31) ebenfalls dem Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes:

$$i^{*D|As} = i_{t_1 - t_{-1} \leq 1}^{*D|HE} = \mu^I. \quad (40)$$

Die Steuersätze s_A und s_H , mit denen die Dividende und der realisierte Kursgewinn unter der Abgeltungssteuer und unter dem Halbeinkünfteverfahren zu versteuern sind, unterscheiden sich. An der Entscheidungssituation, wann liquide Mittel einbehalten oder ausgeschüttet werden sollten, hat sich durch den Wechsel des Steuersystems allerdings nichts verändert, sofern die nachsteuerlichen Kapitalkosten in Höhe von μ^I die gleichen sind. Weil in beiden Steuersystemen heutige und zukünftige Kapitalerträge dem gleichen Steuersatz unterliegen, werden für beide Steuersysteme unabhängig von der absoluten Höhe der Steuersätze identische kritische Werte in Höhe von μ^I berechnet und es liegt eine identische Entscheidungssituation vor.

Szenario 2: Ausschüttung in Form einer Dividende, $t_1 - t_{-1} > 1$

Anders gestaltet sich die Situation bei der Entscheidung für eine Dividende oder eine alternative Einbehaltung, wenn der Investitionshorizont der Aktionäre einen Zeitraum

von mehr als einem Jahr umfasst. In diesem Fall liegt unter dem Halbeinkünfteverfahren der kritische Wert für die Investitionsrendite gem. (33) unter dem Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes:

$$i^{*D|ASr} = \mu^I > i_{t_1 - t_{-1} > 1}^{*D|HE}. \quad (41)$$

Aus Sicht der Aktionäre ist es unter den Bedingungen des Halbeinkünfteverfahrens vorteilhaft, auch ein Investitionsprojekt mit einer erwarteten Rendite unterhalb des Kapitalkostensatzes durchzuführen, solange der kritische Wert nicht unterschritten wird. Der positive Vermögenseffekt durch die Nichtbesteuerung des realisierten Kursgewinns beim Verkauf der Aktien überwiegt im Renditebereich von $i_{t_1 - t_{-1} > 1}^{*D|HE}$ bis μ^I den negativen Vermögenseffekt durch eine erwartete Rendite unterhalb des Kapitalkostensatzes. Für dieses Szenario kann also gefolgert werden, dass nach dem Wechsel des Steuersystems aus Sicht der Aktionäre weniger Investitionsprojekte vorteilhaft sind und sich die Investitionsneigung von Unternehmen folglich verringert haben sollte. Ein Investitionsprojekt, für das eine Rendite innerhalb der Spanne $i_{t_1 - t_{-1} > 1}^{*D|HE}$ bis μ^I erwartet wird, hätten zur Maximierung des Aktionärsvermögens unter dem Halbeinkünfteverfahren noch vom Unternehmen durchgeführt werden müssen, anstatt die Mittel an die Aktionäre in Form einer Dividende auszuschütten. Unter der Abgeltungssteuer sollte in diesem Szenario auf eine Durchführung dieses Investitionsprojektes verzichtet werden. Eine Dividendenzahlung maximiert in dieser Situation das heutige Vermögen der Aktionäre.

Szenario 3: Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes, $t_1 - t_{-1} \leq 1$

Wenn das betrachtete Unternehmen die Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes vornimmt, sollte es unter der Abgeltungssteuer liquide Mittel dann an seine Aktionäre ausschütten, wenn für das Investitionsprojekt gem. (17) eine Rendite unterhalb des kritischen Wertes in Höhe von $i^{*AR|ASr}$ erwartet wird. Dieser kritische Wert liegt über dem Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes. Da das Vermögen der Aktionäre bei einem Aktienrückkauf das Vermögen bei einer Dividendenzahlung um den Kapitalwert des zinslosen Steuerkredites übertrifft, muss im Fall einer Einbehaltung dieser Vermögensvorteil durch eine höhere Investitionsrendite kompensiert werden. Dem Unternehmen ist daher angeraten, auch

auf Projekte zu verzichten, für die eine Rendite zwischen μ^I und $i^{*AR|ASr}$ erwartet wird.

Bei Analyse der kritischen Werte für die Rendite des Investitionsprojektes als Alternative zu einem Aktienrückkauf muss unter dem Halbeinkünfteverfahren wieder berücksichtigt werden, ob der Aktienrückkauf und der Verkauf der Aktien innerhalb oder außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden. Wenn sowohl der Aktienrückkauf als auch der Verkauf der Aktien innerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, liegt der kritische Wert für die Investitionsrendite $i_{t_1-t_{-1} \leq 1}^{*AR|HE}$ wie unter der Abgeltungssteuer über dem Kapitalkostensatz der Investition, da das Vermögen der Aktionäre bei einem Aktienrückkauf größer ist als das Vermögen bei einer Dividendenzahlung und dieser Vermögensvorteil durch eine höhere Investitionsrendite kompensiert werden muss.

Die Berechnungen der kritischen Werte $i^{*AR|ASr}$ und $i_{t_1-t_{-1} \leq 1}^{*AR|HE}$ in (17) und (35) unterscheiden sich lediglich durch die Heranziehung der unterschiedlichen Steuersätze s_A und s_H . Der Spitzensteuersatz im deutschen Einkommensteuertarif lag von 2001 bis 2003 inklusive Solidaritätszuschlag bei 51,2%, ab 2004 bei 47,5%. Der effektive Steuersatz, mit dem Kapitalerträge unter dem Halbeinkünfteverfahren zu versteuern waren, lag daher für jeden Aktionär stets unter dem Abgeltungssteuersatz:

$$s_A = 26,375\% > s_H^{\max} = 51,2\% \cdot 0,5 = 25,6\%. \quad (42)$$

Dieses unterschiedlichen Steuersätze führen dazu, dass der kritische Wert für die Investitionsrendite $i^{*AR|ASr}$, ab der unter der Abgeltungssteuer das Investitionsprojekt vom Unternehmen durchgeführt werden sollte anstatt die Mittel in Form eines Aktienrückkaufes auszuschütten, höher ist als der kritische Wert unter dem Halbeinkünfteverfahren $i_{t_1-t_{-1} \leq 1}^{*AR|HE}$:

$$\begin{aligned} i^{*AR|ASr} &= \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1+r}}{D \cdot (1-s_A)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1 \\ > i_{t_1-t_{-1} \leq 1}^{*AR|HE} &= \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2} - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2}}{1+r}}{D \cdot (1 - \frac{s_H}{2})} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1. \end{aligned} \quad (43)$$

Diese Schlussfolgerung ist durch einen Vergleich der Ausdrücke in den eckigen Klammern erkennbar. Die Summe in der eckigen Klammer in (17) ist größer als die Summe in der eckigen Klammer in (35), da wegen $s_A > \frac{s_H}{2}$ der Umfang und dadurch auch der Barwert des zinslosen Steuerkredites unter der Abgeltungssteuer größer ist, als der Umfang und der Barwert des zinslosen Steuerkredites unter dem Halbeinkünfteverfahren. In (43) ist deshalb bei der Berechnung von $i^{*AR|ASt}$ der Zähler in der eckigen Klammer, der den Kapitalwert des zinslosen Steuerkredites ausdrückt, stets größer als der Zähler in der eckigen Klammer bei der Berechnung von $i_{t_1-t_1 \leq 1}^{*AR|HE}$.

Der Nenner ist wegen $s_A > \frac{s_H}{2}$ stets kleiner. Aus diesem Grund ist auch der kritische Wert unter der Abgeltungssteuer für alle Aktionäre größer, als der kritische Wert unter dem Halbeinkünfteverfahren.

Die Ungleichung in (43) impliziert, dass vom Unternehmen ein Investitionsprojekt mit einer erwarteten Rendite innerhalb der Spanne von $i^{*AR|ASt}$ bis $i_{t_1-t_1 \leq 1}^{*AR|HE}$ unter dem Halbeinkünfteverfahren im Aktionärsinteresse noch durchgeführt worden wäre. Unter der Abgeltungssteuer ist dem Unternehmen angeraten, nicht mehr in dieses Projekt zu investieren und stattdessen einen Aktienrückkauf durchzuführen. Auch für dieses Szenario kann also gefolgert werden, dass nach dem Wechsel des Steuersystems die Investitionsneigung von Unternehmen abgenommen haben sollte.

Szenario 4: Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes, $t_0 - t_1 > 1$

Wenn der Aktienrückkauf und auch der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, entspricht der kritische Wert für die Rendite des Investitionsprojektes, bei dem die Aktionäre unter dem Halbeinkünfteverfahren zwischen einem Aktienrückkauf und einer Einbehaltung indifferent sind, $i_{t_0-t_1 > 1}^{*AR|HE}$, gem. (37) dem Kapitalkostensatz des Investitionsprojektes, und liegt damit unter dem kritischen Wert für die Investitionsrendite unter der Abgeltungssteuer:

$$\mu^I = i_{t_0-t_1 > 1}^{*AR|HE} < i^{*AR|ASt} . \quad (44)$$

Im Interesse der Aktionäre war dem Unternehmen in diesem Szenario unter dem Halbeinkünfteverfahren angeraten, ein Investitionsprojekt mit einer erwarteten

Rendite oberhalb des Kapitalkostensatzes durchzuführen. Da unter der Abgeltungssteuer ein Investitionsprojekt mit einer erwarteten Rendite zwischen μ^I und $i_{t_1-t_{-1}>1}^{*AR|HE}$ nicht mehr durchgeführt werden sollte, sollte die Investitionsneigung von Unternehmen auch in diesem Szenario abgenommen haben.

Szenario 5: Ausschüttung in Form eines Aktienrückkaufes, $t_0 - t_{-1} \leq 1, t_1 - t_{-1} > 1$

Wenn der Aktienrückkauf innerhalb der Spekulationsfrist und der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden, liegt der kritische Wert für die Investitionsrendite unter dem Halbeinkünfteverfahren $i_{t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE}$ gem. (39) über dem Kapitalkostensatzes des Investitionsprojektes. Ob dieser kritische Wert größer oder kleiner ist, als der kritische Wert unter der Abgeltungssteuer $i^{*AR|ASr}$, kann formalanalytisch auf Grund der beiden unbekanntenen Variablen s_H und r nicht eindeutig bestimmt werden:

$$i_{t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot \frac{s_H}{2}}{D \cdot \left(1 - \frac{s_H}{2}\right)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1$$

$$? >> i^{*AR|ASr} = \left[1 + \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A - \frac{n \cdot S_{-1} \cdot s_A}{1+r}}{D \cdot (1 - s_A)} \right] \cdot (1 + \mu^I) - 1. \quad (45)$$

Unter Heranziehung eines realistischen Wertes für r lässt sich für dieses Szenario allerdings folgern, dass der kritische Wert unter dem Halbeinkünfteverfahren nur für sehr geringe Steuersätze kleiner ist, als der kritische Wert unter der Abgeltungssteuer. Unter der Annahme eines risikofreien Zinssatzes zwischen 0% und 5% wäre $i_{t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}^{*AR|HE}$ nur bei durchschnittlichen Steuersätzen in Höhe von $s_H < 3\%$ kleiner als $i^{*AR|ASr}$. Für alle Steuersätze in Höhe von $s_H > 3\%$ läge der kritische Wert unter dem Halbeinkünfteverfahren über dem kritischen Wert unter der Abgeltungssteuer.

In diesem Szenario führt unter dem Halbeinkünfteverfahren die Steuererminderzahlung eines Aktienrückkaufes im Vergleich zu einer Dividende nicht zu einer Steuermehrzahlung in identischer Höhe beim Verkauf der Aktien, da beim Verkauf der Aktien gar keine Steuern zu zahlen sind, der zinslose Steuerkredit wird nicht

getilgt. Unter der Abgeltungssteuer werden auch beim Verkauf der Aktien Steuern fällig, die Steuerminderzahlung eines Aktienrückkaufes im Vergleich zu einer Dividendenzahlung führt daher zwingend zu einer Steuer mehrzahlung beim Verkauf der Aktien. Der Kapitalwert des zinslosen Steuerkredites unter dem Halbeinkünfteverfahren ist auf Grund der nicht vorhandenen Tilgungspflicht nur bei sehr geringen Steuersätzen in Höhe von s_H nahe 0% kleiner, als der Barwert des Steuerkredites unter der Abgeltungssteuer. Aus diesem Grund ist auch der kritische Wert für die Investitionsrendite unter dem Halbeinkünfteverfahren für alle Steuersätze $s_H > 3\%$ größer als der kritische Wert unter der Abgeltungssteuer. Es kann deshalb gefolgert werden, dass in diesem Szenario für den Großteil der Aktionäre, die ihr Einkommen mit persönlichen durchschnittlichen Steuersätzen von über 3% versteuern, der kritische Wert nach dem Wechsel des Steuersystems gesunken ist und die Investitionsneigung von Unternehmen aus diesem Grund gestiegen sein sollte.

Nur für Aktionäre, die einen sehr geringen persönlichen Steuersatz von höchstens 3% haben, hat sich der kritische Wert für die Rendite eines Investitionsprojektes (wie in den Szenarien 2, 3 und 4) verringert und aus Sicht dieser Aktionäre steigern weniger Investitionsprojekte das heutige Aktionärsvermögen.

Nachdem für alle zuvor analysierten Szenarien bei Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen gezeigt wurde, dass durch den Wechsel des Steuersystems die kritischen Werte für die Investitionsrendite für alle Aktionäre unverändert oder gestiegen sind, kann für das fünfte Szenario erstmals gefolgert werden, dass für einen geringen Anteil der Aktionäre der kritische Wert gesunken ist.

Zwischenfazit

Ob der Wechsel des Steuersystems vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer zu einer Erhöhung oder zu einer Verringerung der kritischen Werte für die Rendite eines zusätzlichen Investitionsprojektes geführt hat, ist von der Form der Ausschüttung, der Haltedauer und vom persönlichen Einkommensteuertarif der Aktionäre abhängig.

Wenn Unternehmen Ausschüttungen in Form von Dividenden durchführen, ist nach dem Steuersystemwechsel der kritische Wert für Aktionäre gestiegen, die einen

Investitionshorizont von mehr als einem Jahr haben, d. h. ihre Aktien außerhalb der Spekulationsfrist wieder verkaufen. Zur Maximierung des Vermögens dieser Aktionäre sollten bestimmte Investitionsprojekte, die das Vermögen unter dem Halbeinkünfteverfahren noch gesteigert haben, unter der Abgeltungssteuer nicht mehr durchgeführt werden. Anstatt in diese Projekte zu investieren, ist Unternehmen heute angeraten, die Mittel in Form einer Dividende auszuschütten. Für Aktionäre, deren geplante Haltedauer höchstens ein Jahr beträgt, d. h. die ihre Aktien innerhalb der Spekulationsfrist verkaufen, hat sich der kritische Wert für die Rendite von Investitionen nach dem Steuersystemwechsel nicht verändert und aus Sicht dieser Aktionäre besteht für das Unternehmen keine Notwendigkeit das Investitionsprogramm anzupassen.

Wenn Unternehmen Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen durchführen, hat sich durch den Steuersystemwechsel nur für Aktionäre, bei denen der Aktienrückkauf innerhalb der Spekulationsfrist und der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden und deren persönlicher Einkommensteuersatz $> 3\%$ ist, der kritische Wert für die Rendite eines Investitionsprojektes verringert. Für alle anderen Aktionäre hat sich der kritische Wert erhöht und die Investitionsneigung von Unternehmen sollte aus diesem Grund abgenommen haben.

Die folgende Tabelle präsentiert zur Zusammenfassung der Ergebnisse eine Übersicht über die analysierten Szenarien bei Dividendenzahlungen und bei Aktienrückkäufen:

Ausschüttungsform	Haltedauer	kritische Werte	Implikation
Dividende	$t_1 - t_{-1} \leq 1$	$i^{*D ASt} = i^{*D HE}_{t_1-t_{-1} \leq 1}$	keine Veränderung
	$t_1 - t_{-1} > 1$	$i^{*D ASt} > i^{*D HE}_{t_1-t_{-1} > 1}$	Investitionsneigung nimmt ab
Aktienrückkauf	$t_1 - t_{-1} \leq 1$	$i^{*AR ASt} > i^{*AR HE}_{t_1-t_{-1} \leq 1}$	Investitionsneigung nimmt ab
	$t_0 - t_{-1} > 1$	$i^{*AR ASt} > i^{*AR HE}_{t_1-t_{-1} > 1}$	Investitionsneigung nimmt ab
	$t_1 - t_{-1} > 1$ $t_0 - t_{-1} < 1$	$i^{*AR ASt} \ll i^{*AR HE}_{t_0-t_{-1} \leq 1, t_1-t_{-1} > 1}$	Investitionsneigung nimmt ab für Aktionäre mit $s_H < 3\%$

Abbildung 2: Implikationen des Steuersystemwechsels

4. Beobachtbares Ausschüttungsverhalten der DAX-30 Unternehmen

Nachdem im dritten Abschnitt formalanalytisch untersucht wurde, ob die Investitionsneigung von Unternehmen nach dem Steuersystemwechsel zu- oder abgenommen haben sollte, wird in diesem Abschnitt das Ausschüttungsverhalten deutscher Unternehmen vor und nach Einführung der Abgeltungssteuer betrachtet. Die nachfolgende Abbildung präsentiert einen Überblick über die Höhe und die Verwendung der kumulierten Jahresüberschüsse der im DAX-30 gelisteten Unternehmen während des Zeitraumes von 1999 bis 2011.

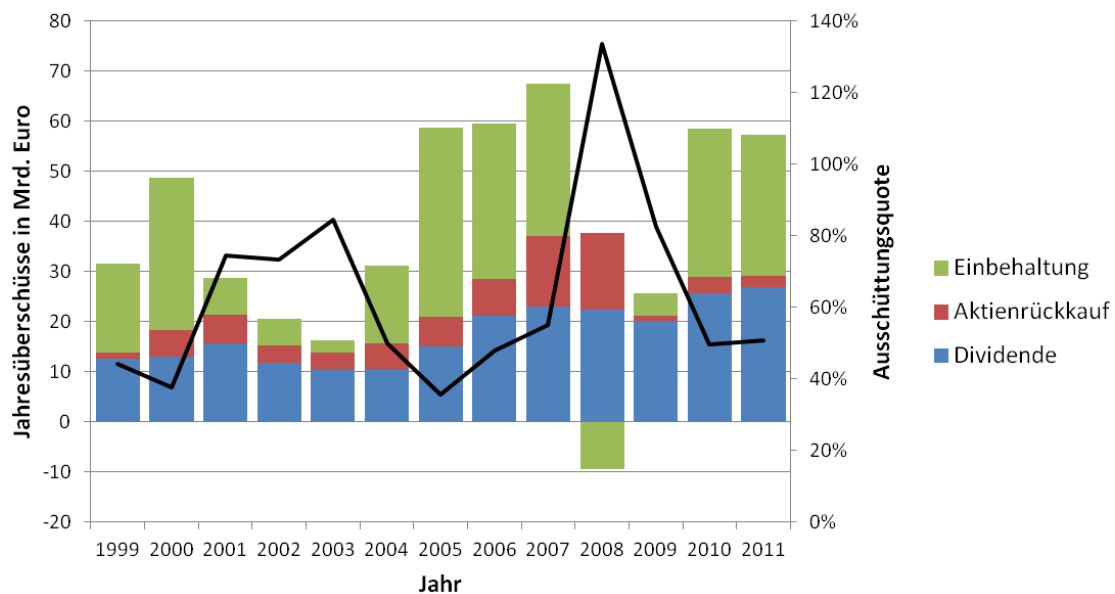


Abbildung 3: Gewinnverwendung der DAX-30 Unternehmen von 1999 bis 2011

Der arithmetische Mittelwert der Jahresüberschüsse während dieses Zeitraumes beträgt 41,0 Mrd. Euro, die Standardabweichung dieser Jahresüberschüsse beträgt 43,3%. Die relativ hohen Gewinnschwankungen begründen sich vermutlich durch zwei Wirtschaftskrisen während dieses Zeitraumes mit einer jeweils anschließenden schnellen Erholung der Wirtschaftslage. Deutliche Gewinneinbußen verzeichneten die Unternehmen nach dem Platzen der New Economy Blase im Jahr 2000 und nach der weltweiten Finanzkrise ab dem Jahr 2007. Ab den Geschäftsjahren 2005 bzw. 2010 präsentierte sich die Ertragslage der DAX-30 Unternehmen wieder deutlich verbessert.

Von den erzielten Jahresüberschüssen haben die Unternehmen während des betrachteten Zeitraumes im Durchschnitt jährlich 23,2 Mrd. Euro an ihre Aktionäre ausgeschüttet, das entspricht einer durchschnittlichen Ausschüttungsquote in Höhe

von 56,6%. Die Standardabweichung der Ausschüttungen beträgt 36% und ist damit deutlich geringer, als die Standardabweichung der Jahresüberschüsse und deutet an, dass die Unternehmen eine stabile Ausschüttungspolitik anstreben. Die Höhe der Jahresüberschüsse und die Höhe der Ausschüttungen korrelieren positiv miteinander, der Korrelationskoeffizient beträgt 0,57.

Das dominierende Ausschüttungsinstrument der betrachteten Unternehmen ist die Dividende. 75,7% der gesamten Ausschüttungen wurden während des betrachteten Zeitraumes in Form von Dividenden ausgezahlt, nur 24,3% der Ausschüttungen wurden über Aktienrückkäufe vorgenommen. Die Schwankung bei der Dividendenhöhe ist noch geringer als die Schwankung bei der Summe der gesamten Ausschüttungen. Die Standardabweichung der Dividendenzahlungen in Höhe von durchschnittlich 17,6 Mrd. Euro pro Jahr beträgt nur 33,6%.

Der Aktienrückkauf erlangte seit der Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahre 1998 bis in das Jahr 2008 zunehmend an Bedeutung. Die im DAX-30 gelisteten Aktiengesellschaften schütteten bereits im Jahr 1999 ein Gesamtvolumen von ca. 1,4 Milliarden Euro in Form von Aktienrückkäufen an ihre Aktionäre aus. Bis ins Jahr 2008 vervielfachte sich das jährliche Ausschüttungsvolumen durch Aktienrückkäufe auf ca. 15,5 Milliarden Euro (41% der gesamten Ausschüttungen im Geschäftsjahr 2008). Ab dem Geschäftsjahr 2009 führten Unsicherheiten auf den Finanzmärkten dazu, dass viele Unternehmen Aktienrückkaufprogramme unterbrachen und während des Zeitraumes von 2008 bis heute nur in relativ geringem Umfang eigene Aktien zurückgekauft haben. Grundsätzlich ist auch denkbar, dass steuerliche Erwägungen eine Ursache für die geringen Volumina von Aktienrückkäufen ab 2008 darstellen könnten. Da unter der Abgeltungssteuer beim Verkauf von Aktien unabhängig von der Haltedauer ein realisierter Kursgewinn zu versteuern ist, während unter dem Halbeinkünfteverfahren bei einem Verkauf von Aktien außerhalb der Spekulationsfrist ein realisierter Kursgewinn steuerfrei vereinnahmt werden konnte, hat ein Aktienrückkauf aus steuerlichen Erwägungen für die Aktionäre an Attraktivität verloren. Der Aktienrückkauf ist gegenüber einer Dividende zwar auch unter der Abgeltungssteuer immer noch die vorteilhaftere Ausschüttungsform, der steuerliche Vorteil wurde durch den Wechsel des Steuersystems jedoch deutlich eingeschränkt. Ob und in welchem Umfang der Wechsel des Steuersystems einen Einfluss auf das Volumen

von Aktienrückkäufen ab dem Jahr 2009 hat, kann auf der Grundlage dieser Datenbasis allerdings nicht abschließend beurteilt werden. Hierfür wäre es notwendig, in der Zukunft eine empirische Analyse für einen deutlich längeren Zeitraum nach 2009 durchzuführen, in der auch der Einfluss weiterer Variablen berücksichtigt werden müsste.

Die durchschnittliche Ausschüttungsquote der betrachteten Unternehmen betrug vor Einführung der Abgeltungssteuer 56,9%, die durchschnittliche Ausschüttungsquote nach dem Steuersystemwechsel beträgt 55,9% und hat sich somit nur geringfügig reduziert. Die Analysen aus Abschnitt 3 haben gezeigt, dass die Investitionsneigung von Unternehmen abgenommen haben sollte. Dieses Ergebnis wird in der vorliegenden Beobachtung nicht bestätigt. Eine belastbare Aussage über die Entwicklung des Ausschüttungsverhaltens der DAX-30 Unternehmen kann allerdings auch für die Ausschüttungsquote auf der Grundlage dieser Datenbasis nicht getätigt werden. Auch hierfür wäre es notwendig, in der Zukunft eine empirische Auswertung für einen deutlich längeren Zeitraum und unter Berücksichtigung weiterer Einflussgrößen durchzuführen.

5. Zusammenfassung

Mit der Einführung der Abgeltungssteuer zum 1. Januar 2009 hat sich die Besteuerung von Einkünften aus Kapitalbeteiligungen in Deutschland grundlegend verändert. Persönliche Steuern haben einen bedeutenden Einfluss auf die Vermögenspositionen der Aktionäre. Unternehmen ist daher im Interesse ihrer Aktionäre angeraten, ihr Ausschüttungs- und Investitionsverhalten nach dem jeweils gültigen Steuerrecht auszurichten.

Die in Deutschland vorherrschende Ausschüttungsform ist die Dividende, während des Zeitraumes von 1999 bis 2011 wurden über 75% aller Ausschüttungen in Form von Dividenden durchgeführt. Der Aktienrückkauf hatte sich von 1999 bis ins Jahr 2008 zu einem zunehmend bedeutenderen Ausschüttungsinstrument deutscher Unternehmen entwickelt, im Jahr 2008 wurden bereits 41% aller Ausschüttungen in Form eines Aktienrückkaufes durchgeführt. Seit dem Jahr 2009 hat sich das Volumen von Aktienrückkäufen allerdings wieder deutlich verringert.

Ob Unternehmen verfügbare Mittel an ihre Aktionäre ausschütten oder diese Mittel einbehalten sollten, ist neben der Form der Ausschüttung insbesondere von der Rentabilität der zur Verfügung stehenden Investitionsprojekte abhängig. Die Analysen dieses Aufsatzes zeigen, dass sich aus Sicht von Aktionären, die ihre Aktien für einen Zeitraum von über einem Jahr in ihrem Depot halten, der kritische Wert für die Rendite von neuen Investitionsprojekten nach dem Steuersystemwechsel erhöht hat, wenn das Unternehmen Ausschüttungen in Form von Dividenden vornimmt. Der Grund hierfür liegt darin, dass unter der Abgeltungssteuer aus Reinvestitionen resultierende realisierte Kursgewinne auch nach einer Haltedauer von über einem Jahr versteuert werden müssen. Durch den erhöhten kritischen Wert steigern heute weniger Investitionsprojekte den beizumessenden Wert des Anteilsbesitzes. Infolgedessen sollte die Investitionsneigung von Unternehmen gesunken sein. Für Aktionäre, die ihre Aktien bereits nach einer Haltedauer von höchstens einem Jahr verkaufen, hat sich durch den Steuersystemwechsel der kritische Wert für die Rendite von neuen Investitionsprojekten nicht verändert.

Wenn Unternehmen Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen vornehmen, hat sich durch den Steuersystemwechsel nur für solche Aktionäre der kritische Wert für die Rendite von neuen Investitionsprojekten verringert, bei denen der Aktienrückkauf innerhalb der Spekulationsfrist und der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden und deren persönlicher durchschnittlicher Einkommensteuersatz nicht sehr gering ist. Für alle anderen Aktionäre hat sich der kritische Wert erhöht. Aus Sicht dieser Aktionäre steigern deshalb heute weniger Investitionsprojekte den Wert ihres Anteilsbesitzes und die Investitionsneigung von Unternehmen sollte aus diesem Grund ebenfalls gesunken sein.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass nach dem Wechsel des Steuersystems vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer aus der Sicht der meisten Aktionäre *ceteris paribus* weniger zusätzliche Investitionsprojekte den Wert ihres Anteilsbesitzes steigern und unter Berücksichtigung steuerlicher Gesichtspunkte die Investitionsneigung von Unternehmen aus diesem Grund abgenommen haben sollte.

Literatur

- BLACK, F. (1976) The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- BRENNAN, M. (1970) Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23, 417-427.
- COMMENT, R. & JARRELL, G. A. (1991) The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. *Journal of Finance*, 46, 1243-1271.
- ELTON, E. J. & GRUBER, M. (1968) The effect of share repurchase on the value of the firm. *The Journal of Finance*, 23, 135-149.
- HAKANSSON, N. H. (1982) To Pay or Not to Pay Dividend. *Journal of Finance*, 37, 415-428.
- LINTNER, J. (1956) Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46, 97-113.
- MILLER, M. H. & MODIGLIANI, F. (1961) Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433.
- MOXTER, A. (1976) *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, Wiesbaden, Gabler.
- NEKAT, K. (2009) *Ausgewählte Aspekte des Rückkaufs eigener Aktien in Deutschland: Eine modelltheoretische Analyse von Aktienrückkäufen bei preiselastischer Marktnachfrage*, Frankfurt am Main.
- NEKAT, K. & NIPPEL, P. (2005) Aktienrückkauf und Eigenkapitalrendite. *Finanz Betrieb*, 7, 457-461.
- NIPPEL, P. & PODLECH, N. (2011) Die Entscheidung über den Verkauf von Wertpapieren unter der Abgeltungssteuer und auf Basis subjektiver Erwartungen. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 81, 519-549.
- PODLECH, N. (2012) Dividenden und Aktienrückkäufe unter der Abgeltungssteuer, Working Paper.
- POTERBA, J. M. & WEISBENNER, S. J. (2001) Capital Gains Tax Rules, Tax-loss Trading, and Turn-of-the-year Returns. *The Journal of Finance*, 56, 353-367.
- POTT, C. & VÖGTLE, M. (2009) Aktienrückkauf versus Dividende - Eine performance-orientierte Betrachtung. *Finanz Betrieb*, 11, 558-567.
- RICHTER, F. (2003) Relativer Unternehmenswert und Einkommensteuer oder: Was ist paradox am Steuerparadoxon? *Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert, Festschrift für Prof. Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag*, 307-329.
- RICHTER, F. (2004) Valuation with or without personal income taxes? *Schmalenbach Business Review*, 56, 20-45.
- ROGALL, M. (2001) Das Ausmaß der steuerlichen Attraktivität beim Rückkauf eigener Aktien im Rahmen der Eigenfinanzierung. *Die Wirtschaftsprüfung*, 54, 867-878.
- SHACKELFORD, D. A. & VERRECCHIA, R. E. (2002) Intertemporal Tax Discontinuities. *Journal of Accounting Research*, 40, 205-222.

Corporate payout policy after the implementation of a flat rate tax system for capital gains in Germany

Abstract: Since January 1, 2009 capital gains on equity participations are taxable with a flat tax rate in Germany. This paper examines the impact of the tax system change on the payout policy of corporations. For this purpose the shareholder wealth is examined if the corporation pays out free cash in the form of a dividend or share repurchase or alternatively retains the funds for a company-internal investment. The results suggest that in the interest of most of its shareholders corporations should no longer invest in all projects that were beneficial under the previous tax system. Instead the corporations should pay out these funds.

Keywords: Payout policy, Dividend, Share repurchase, Capital gains taxation, Wealth optimization