

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Rechtliche und institutionelle Grundlagen	6
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
3	Ökonomische Betrachtung der Ausgabe von jungen Aktien	26
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
4	Die Durchführung von Kapitalerhöhungen am deutschen Kapitalmarkt	61
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

5.3.3	Auswirkungen auf den Steuersatz	119
5.4	Implikationen für die empirische Untersuchung	122
6	Konzeptionelle Überlegungen zur Verwendbarkeit der Kurs- daten	123
6.1	Beschreibung der verwendeten Daten	123
6.1.1	Datenauswahl, Datenerhebung und Datenkontrolle . .	123
6.1.2	Auswahl des Jahres 1982 für exemplarische Untersu- chungen	126
6.1.3	Beschränkung auf die Kurse der Frankfurter Börse . .	128
6.2	Die Verwendung von Kurszusätzen	133
6.2.1	Kurszusätze im Jahr 1982	134
6.2.2	Konzentration der Kurszusätze in einzelnen Aktien . .	138
6.3	Spezifizierung der verwendeten Dividendengröße	143
6.4	Ausweitung des Datenmaterials	147
7	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	150
7.1	Schätzung individueller Grenzsteuersätze auf Basis einer ge- trennten Untersuchung der einzelnen Kapitalerhöhungen . .	150
7.1.1	Formulierung der Testgleichung	150
7.1.2	Darstellung der Ergebnisse	154
7.1.3	Transaktionshypothese und Clientele-Effekt	158
7.2	Schätzung eines durchschnittlichen Grenzsteuersatzes für alle Kapitalerhöhungen	161
7.2.1	Mittelwertbildung aus den Einzelschätzungen	161

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
5	Ableitung des Wertunterschiedes zwischen jungen und alten Aktien	104
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