

Besteuerung des Anlegers entscheidet über Unternehmensschulden

Unterschiede bei der Belastung von Eigen- und Fremdkapital vermeiden – Abgeltungssteuer besticht durch Einfachheit und internationale Akzeptanz

Von Sigrig Müller

Börsen-Zeitung, 2.6.2004

Vor dem Hintergrund eines sich verschärfenden internationalen Steuerwettbewerbs ist eine Reform der Besteuerung von Kapitalerträgen unabdingbar. Im März vergangenen Jahres legte daher das Bundesfinanzministerium einen Gesetzentwurf vor,



Kapitalertragsbesteuerung

Teil 6: Die Sicht der Unternehmen

der für Zinserträge eine pauschale Besteuerung von 25% vorsah. Zudem wurde eine Ausdehnung auf Dividenden und private Veräußerungsgewinne in Aussicht gestellt. Obwohl dieses Vorhaben zurzeit vom Finanzministerium nicht weiter verfolgt wird, schwelt die Diskussion um eine moderate Abgeltungssteuer.

Vorteile für Fremdkapital

Unter einer Abgeltungssteuer versteht man eine Quellensteuer, mit der die Steueransprüche des Staates gänzlich abgegolten sind. Erfolgreich wurde die Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge in Österreich eingeführt. Auch andere europäische Länder verfolgen diesen Weg, der neben der Akzeptanz auch eine Senkung der Steuerzahlungen für eine große Zahl von Anlegern mit sich bringt. Welche Auswirkungen wird diese Art der Be-

steuerung von Kapitalerträgen auf die Eigen- und Fremdfinanzierung einer Unternehmung haben? Nach den Nobelpreisträgern Modigliani und Miller lässt sich der Unternehmenswert, d. h. die Summe aus Eigen- und Fremdkapital, in Abhängigkeit von den Steuersätzen für die Körperschaftsteuer sowie jenen für die Einkommensteuer auf Dividenden, Kursgewinne und Zinserträge bestimmen. In einem vollkommenen Kapitalmarkt bei steuerlicher Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen auf Unternehmensebene ergibt sich ein Steuervorteil der Verschuldung, vorausgesetzt, die marginalen Einkommensteuersätze auf Zinserträge stimmen mit denen auf Dividenden und Kursgewinne überein. Folglich steigt in diesem Falle der Marktwert eines Unternehmens bei Substitution von Eigen- durch Fremdkapital.

Wirkung auf Kapitalkosten

In ähnlicher Weise ergibt sich eine Aussage zu den Kapitalkosten. Die Kapitalkosten, d. h. die erwartete Rendite der Aktie des betrachteten Unternehmens, steigen mit wachsendem Verschuldungsgrad. Liegt jedoch der marginale Einkommensteuersatz auf Dividenden und Kursgewinne unter jenem für Zinserträge, so wird der Steuervorteil der Verschuldung abgeschwächt und kann sogar bei geeigneter Kombination der Steuersätze vollständig verschwinden.

Hohe persönliche Steuersätze auf Zinserträge im Vergleich zu jenen auf Dividenden und Kursgewinne wirken wie ein Verschuldungshemmnis. Untersuchungen zur US-Steuerreform von 1986 stützen die Aussagen von Modigliani und Miller. Die Wissenschaftler Gordon und MacKie-Mason stellten eine Erhöhung des Verschuldungsgrades infolge der Reform fest. Campello fand heraus, dass Unternehmen, die keine Dividenden ausschütteten, infolge der Reform ihren Verschuldungsgrad erhöhten. Dies steht in Einklang mit der Tatsache,

dass jene Unternehmen vor allem Anleger mit hohen persönlichen Steuersätzen haben, welche durch die Reform besonders entlastet wurden. In analoger Weise reduzierten Unternehmen mit Dividendenausschüttungen, welche in der Regel von Anlegern mit niedrigeren persönlichen Steuersätzen gewählt würden, ihren Verschuldungsgrad.

Effekte auf die Dividenden

Für die Frage nach den Auswirkungen der Einführung einer Abgeltungssteuer auf Zinserträge, Dividenden und private Veräußerungsgewinne ist es nicht erforderlich, eine Ausweitung auf unterschiedliche persönliche Steuersätze vorzunehmen, wie dies Miller in dem nach ihm benannten Gleichgewicht tat. Vielmehr lassen bereits die vorliegenden Erkenntnisse erwarten, dass bei einem Einkommensteuersatz auf Dividenden und Kursgewinne unterhalb desjenigen für Zinserträge der Steuervorteil der Verschuldung abgeschwächt wird bis hin zum vollständigen Verschwinden. Dies ist zum Beispiel im Falle der Gleichheit von Körperschaftsteuersatz und Zinsertragsteuersatz bei Steuerfreiheit von Dividenden und privaten Veräußerungsgewinnen der Fall.

Kursreaktionen im Visier

Welche Auswirkungen sind von der Einführung einer moderaten Abgeltungssteuer auf Dividenden zu erwarten? Wird die Dividendenpolitik einer Unternehmung tangiert werden? Zunächst ist festzuhalten, dass bei einer geringeren Dividendenbesteuerung eine geringere Dividendenzahlung nötig ist, um Anlegern die erforderliche Rendite nach Steuern zu zahlen. Für präzisere Aussagen ist jedoch die Beziehung zwischen den Steuersätzen auf Dividenden und Kursgewinne zu beachten.

Aktienkursreaktionen treten auf, wenn Dividenden mit einer höheren

Einkommensteuer belegt werden als Kursgewinne. Dies lässt sich einfach verdeutlichen an einer Unternehmung mit unterschiedlichen Ausschüttungspolitiken. Aus Arbitrageüberlegungen wird eine Unternehmung, die Dividenden ausschüttet, einen geringeren Aktienkurs aufweisen als jene ansonsten identische Unternehmung ohne Dividendenzahlungen. Da Anleger für beide Unternehmen die gleichen erwarteten Renditen nach Steuern fordern, folgt dies unmittelbar aus den vergleichsweise höheren zu entrichtenden Steuern auf Dividenden.

Dieser Aussage stehen jedoch Theoriesätze entgegen, die Dividendenzahlungen vor allem als positive Signale für die Zukunftsaussichten der Unternehmung interpretieren. Eine



Prof. Dr. Sigrig Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

höhere (niedrigere) Dividendenzahlung führt danach zum Steigen (Fallen) des Aktienkurses. Vor diesen Szenarien ergeben sich nun zwei gegenläufige Effekte einer Steuersenkung auf Dividendenzahlungen. Zunächst ist eine geringere Dividende nötig, um die erforderliche Rendite nach Steuern zu zahlen. Eine geringere Dividendenzahlung kann allerdings als

negatives Signal für die künftige Entwicklung der Unternehmung interpretiert werden. Um eine entsprechende Aktienkursreaktion zu vermeiden, werden Dividenden möglicherweise nicht in dem Umfang gesenkt, wie dies theoretisch möglich wäre.

Dies wird auch durch empirische Untersuchungen untermauert. Peres-Gonzales stellte sogar fest, dass aus relativen Steuersenkungen auf Dividenden (in Bezug auf den Kursgewinn) höhere Dividendenzahlungen resultieren können. Einen ähnlichen Befund liefert die Untersuchung der Steuergesetzgebung 2003 in den USA durch Bluin, Ready und Shackelford. Der „The Jobs and Growth Relief Reconciliation Act“ reduzierte unter anderem den Steuersatz auf Dividenden von 38,1% auf 15%.

Die Auswirkungen einer moderaten Abgeltungssteuer auf Aktienkurse lassen sich schwer fassen. Obwohl im Allgemeinen niedrige (höhere) Einkommensteuersätze mit höheren (niedrigeren) Aktienkursen in Verbindung gebracht werden, liefert die wissenschaftliche Forschung ein ganzes Spektrum an Aussagen von der Irrelevanz (Miller und Scholes) bis zur Relevanz für einzelne Länder (Harris, Hubbard und Kemsley). Dabei sind indirekte Effekte wie jene der bereits geschilderten Dividendenpolitik zu beachten. Auch ist von Wirkungen einer moderaten Abgeltungssteuer auf das Handelsvolumen auszugehen. Diese tangieren wiederum die Aktienkurse.

Aktuelles Recht unzureichend

Die derzeitige Besteuerung von Kapitalerträgen ist mit Blick auf die Akzeptanz der Anleger, die internationalen Standards sowie die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandortes Deutschland unzureichend. Die Alternativen hierzu sind zahlreich. Sie reichen von (teilweiser) Steuerfreiheit über die Besteuerung zu einem ermäßigten Steuersatz im Vergleich zum

allgemeinen Einkommensteuertarif (duale Einkommensteuer) bis hin zu einer einheitlichen Besteuerung von Kapitalerträgen nach dem allgemeinen Einkommensteuertarif bei deutlich verringerten Sätzen. Auch Modelle einer zinsbereinigten Einkommensteuer, bei der neben Zinsen auf Un-

Die bisherigen Serienbeiträge finden Sie unter <http://www.bzwpi.de> (passwortgeschützter Zugang für Abonnenten)

ternehmensebene eine fiktive Eigenkapitalverzinsung steuerfrei ist, werden diskutiert.

Sorgfalt bei den Steuersätzen

Bei der Vielzahl der Möglichkeiten besticht eine Abgeltungssteuer auf Zinserträge durch ihre Einfachheit sowie die Akzeptanz im internationalen Bereich. Eine moderate Abgeltungssteuer, die neben Zinsen auch Dividenden und private Veräußerungsgewinne einbezieht, müsste in ihren Bemessungsgrundlagen wiederum so ausgestaltet sein, dass größere Unterschiede bei der Steuerbelastung der Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung vermieden werden. Insbesondere erfordert die Festlegung der Steuersätze besondere Sorgfalt.

Bisher erschienen:

- Teil 5: Im Ausland ruft deutsche Steuerpolitik nur Kopfschütteln hervor (28. Mai)
- Teil 4: Ein Vorschlag zur Lösung der Besteuerungsprobleme (26. Mai)
- Teil 3: Chaos bei der Besteuerung von Kapitalanlagen (22. Mai)
- Teil 2: Deutschland verliert den Steuerwettbewerb (21. Mai)
- Teil 1: Hoffnungen auf Abgeltungssteuer schwinden (12. Mai)