



# Die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG – Eine ökonomische Analyse potentieller Ausweichreaktionen

David Eberhardt · Nils Linnemann · Martin Thomsen

Eingegangen: 30. November 2018 / Angenommen: 18. Juli 2019 / Online publiziert: 1. August 2019  
© Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2019

**Zusammenfassung** Seit der Einführung des § 8b Abs. 4 KStG im Jahr 2013 unterliegen Streubesitzdividenden in Deutschland in vollem Umfang der Körperschaftsteuer. Die vorliegende Studie quantifiziert die mit der Rechtsänderung einhergehenden steuerlichen Mehrbelastungen beim originären Dividendenempfänger und untersucht potentielle Ausweichreaktionen auf die Gesetzesänderung. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung zeigen, dass der Streubesitz deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften seit 2013, trotz einer Mehrbelastung in Milliardenhöhe, nahezu konstant geblieben ist. Die Gesetzesänderung scheint daher keine Ausweichreaktionen der betroffenen Steuerpflichtigen hervorgerufen zu haben.

**Schlüsselwörter** Dividendenbesteuerung · Doppelbesteuerung · Streubesitz · Ausweichreaktionen

**JEL-Classification** H20 · H25 · K34

## The Introduction of Sec. 8b (4) Corporate Income Tax Act—An Economic Analysis of Potential Avoidance Reactions

**Abstract** Since the introduction of Section 8b (4) Corporate Income Tax Act in 2013, free float dividends are fully subject to corporate income tax in Germany. This study sheds light on the additional tax burdens the reform imposes on the recipients of dividends and examines potential avoidance reactions as a result of the change in tax law. The empirical results show that the free float of domestic corporations

---

D. Eberhardt · N. Linnemann · M. Thomsen (✉)  
Institut für Unternehmensrechnung und -besteuerung, Westfälische Wilhelms-Universität Münster,  
Universitätsstraße 14–16, 48143 Münster, Deutschland  
E-Mail: Martin.Thomsen@wiwi.uni-muenster.de

in the largest other German corporations has remained almost constant since 2013, despite a total additional tax burden of billions. Apparently, the change in tax law does not seem to have caused any reaction by means of tax planning activities.

**Keywords** Taxation of dividends · double taxation · free float · avoidance reactions

## 1 Problemstellung

Aufgrund einer erfolgreichen Vertragsverletzungsklage der Europäischen Kommission vor dem Europäischen Gerichtshof war der deutsche Gesetzgeber gezwungen, einer unionsrechtswidrigen Ungleichbehandlung aufgrund des Zusammenspiels des deutschen Kapitalertragsteuersystems, der Mutter-Tochter-Richtlinie und § 8b KStG Abhilfe zu schaffen.<sup>1</sup> Aus fiskalpolitischen Gründen entschied sich der Gesetzgeber anstelle einer Entlastung beschränkt steuerpflichtiger Kapitalgesellschaften von der Kapitalertragsteuer (mit einhergehenden Steuermindereinnahmen in Milliardenhöhe)<sup>2</sup> jedoch für die Einführung einer Steuerpflicht von Streubesitzdividenden (auch) in Inlandsfällen. Die bislang gewährte Steuerbefreiung des § 8b KStG wurde somit durch das Gesetz zur Umsetzung des EuGH-Urteils vom 20.10.2011 in der Rechtssache C-284/09<sup>3</sup> wesentlich eingeschränkt.<sup>4</sup>

In der wissenschaftlichen Literatur ist bisher unklar, inwiefern die Neukonzeption des § 8b Abs. 4 KStG und damit die Einführung einer Steuerpflicht von Streubesitzanteilen für Inlandsfälle zu einer Änderung der Anteilseignerstruktur inländischer Kapitalgesellschaften geführt hat. Ziel des vorliegenden Beitrags ist es daher, diese Forschungslücke durch eine umfangreiche Analyse der Beteiligungsstrukturen aller im DAX, MDAX und SDAX notierten deutschen Unternehmen zu schließen. Insbesondere werden in dieser Studie die potentiellen Ausweichreaktionen solcher inländischen Kapitalgesellschaften untersucht, die Anteile an anderen inländischen Kapitalgesellschaften halten und deshalb grundsätzlich die Begünstigung des § 8b KStG in Anspruch nehmen können. Banken und Finanzdienstleistungsinstitute sind demzufolge nicht in der Untersuchung enthalten, da für diese Anteilseigner die Begünstigung des § 8b KStG nicht einschlägig ist.<sup>5</sup>

Sofern die Beteiligungshöhe einer deutschen Kapitalgesellschaft an einer anderen inländischen Kapitalgesellschaft weniger als 10 % beträgt, führen Dividendenbezüge nach dem 28.02.2013 auf Ebene dieses Anteilseigners zu einer deutlich höheren Steuerbelastung. Demnach könnte die Integration von Steuern in die einzelwirtschaftlichen Kalküle der Anteilseigner dazu geführt haben, dass diese Anteilseigner entweder (1) zusätzliche Anteile erworben haben, um die Mindestbeteiligungsquote des § 8b Abs. 4 KStG zu erfüllen und damit weiterhin eine weitgehende Steuerbefreiung zu erhalten, (2) die bisherigen Streubesitzanteile veräußert haben oder

<sup>1</sup> Vgl. Europäischer Gerichtshof (2011).

<sup>2</sup> Vgl. CDU/CSU und FDP-Fraktion (2012).

<sup>3</sup> Vgl. Gesetz zur Umsetzung des EuGH-Urteils (2013).

<sup>4</sup> Vgl. Grefe (2013); Benz und Jetter (2013); Wiese und Lay (2013).

<sup>5</sup> Privatpersonen und ausländische Investoren sind folglich ebenfalls nicht inbegriffen.

(3) keine Reaktion auf die Rechtsänderung gezeigt und die Mehrbelastung in Kauf genommen haben.

Um der aufgeworfenen Forschungsfrage nachzugehen, werden die Streubesitz- und Schachtelbeteiligungsquoten deutscher Kapitalgesellschaften an DAX, MDAX und SDAX notierten Unternehmen mittels einer Difference-in-Difference (DiD) Analyse im Zeitablauf untersucht. Die Ergebnisse dieser Studie weisen darauf hin, dass deutsche Anteilseigner in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft auf die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG weder mit einer sichtbaren Reduzierung von Streubesitz- noch mit einer Zunahme von Schachtelbeteiligungen reagiert haben. Die Beteiligungsstrukturen in Deutschland scheinen sich durch die Reform demnach nicht nachhaltig verändert zu haben.

Der Beitrag soll dazu dienen, das Verständnis für das Zusammenspiel zwischen Gesetzesänderungen und ökonomischen Wirkungen zu vertiefen, (potentielle) Ausweichreaktionen der Steuerpflichtigen auf Gesetzesänderungen zu beleuchten und soll zu einem besseren Verständnis der maßgebenden einzelwirtschaftlichen Kalküle beitragen. Es wird ersichtlich, dass eine aus Investorensicht nachteilige Gesetzesänderung, die zu einer wesentlichen Steuermehrbelastung der Dividendenbezüge geführt hat, nicht zwingend Ausweichreaktionen zur Folge hat. Dieses Ergebnis verdeutlicht, dass Investitions- bzw. Desinvestitionsentscheidungen am Kapitalmarkt nicht ausschließlich steuerlich motiviert sind und hebt die Notwendigkeit einer ganzheitlichen Betrachtung von Investitionsentscheidungen im Rahmen der empirischen Steuerforschung hervor. Neben dem wissenschaftlichen Adressatenkreis sind die Erkenntnisse dieser Studie auch für den Gesetzgeber, insbesondere für die Ausgestaltung zukünftiger Steuerreformen, relevant, da die Ergebnisse zeigen, dass sich Steuerreformen bei Einbezug ökonomischer Kalküle so gestalten lassen, dass auf Steuererhöhungen nicht zwingend Ausweichreaktionen folgen.

Nach der Beschreibung der neuen gesetzlichen Rahmenbedingungen und der Darlegung der bisherigen Literatur zum Einfluss von Dividendensteuern auf die Anteilseignerstruktur (Abschn. 2), werden im Rahmen einer DiD-Analyse Veränderungen in der Anteilseignerstruktur untersucht (Abschn. 3). Unter Berücksichtigung dieser Ergebnisse wird eine Abschätzung der steuerlichen Mehrbelastung getroffen. Die Ergebnisse werden unter Einbezug rationaler Investitionskalküle in Abschn. 4 gewürdigt und interpretiert. Das Fazit folgt in Abschn. 5.

## **2 Reform der Dividendenbesteuerung und Auswirkungen auf die Anteilseignerstruktur**

### **2.1 Die Veränderung der rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland**

Die ertragsteuerliche Behandlung von Beteiligungserträgen, die einer Mutterkapitalgesellschaft in Form von Dividenden ihrer Tochterkapitalgesellschaften zufließen, ist europaweit zumeist ähnlich geregelt. In aller Regel werden Beteiligungserträge auf Ebene der Mutterkapitalgesellschaft von der Besteuerung ausgenommen. De facto unterliegt das wirtschaftliche Substrat somit ausschließlich auf Ebene der Tochtergesellschaft der Besteuerung. Dies ist aus betriebswirtschaftlicher und steuersysteme-

matischer Sicht zu begrüßen, denn ohne eine solche Regelung käme es insbesondere in mehrstufigen Kapitalgesellschaftsstrukturen zu einer mehrfachen Besteuerung ein und derselben wirtschaftlichen Erträge.<sup>6</sup>

Auch das deutsche Steuerrecht orientierte sich an diesem Prinzip und sah bis zur Einführung des § 8b Abs. 4 KStG eine weitreichende Steuerbefreiung für die zwischen Körperschaften gezahlten Gewinnausschüttungen vor – gänzlich ohne Prüfung einer Mindestbeteiligungsschwelle. Dividenden blieben gemäß § 8b Abs. 1 S. 1 KStG außer Ansatz, jedoch enthielt § 8b Abs. 5 KStG eine Fiktion nicht abziehbarer Betriebsausgaben i. H. v. 5 %.<sup>7</sup> Wirtschaftlich betrachtet wurden folglich 95 % der Beteiligungserträge steuerfrei gestellt.<sup>8</sup>

Die Steuerbefreiung war ein essentieller Bestandteil der körperschaftsteuerlichen Einkommensermittlung. Zur Vermeidung systemwidriger Steuervorteile enthält § 8b Abs. 1 Satz 2–4 KStG eine korrespondierende Betrachtungsweise, die sicherstellt, dass das wirtschaftliche Substrat tatsächlich der Besteuerung unterworfen wird.<sup>9</sup> Gleichwohl ist bei fehlender steuerlicher Vorbelastung im Ausland eine Begünstigung nicht zwingend ausgeschlossen.<sup>10</sup>

Mit der Einführung des § 8b Abs. 4 KStG ist Deutschland nun zu einer Freistellung mit Mindestbeteiligungsschwelle übergegangen.<sup>11</sup> Der Bezug von Gewinnausschüttungen nach dem 28.02.2013 bleibt folglich bei der Ermittlung des Einkommens der empfangenden Körperschaft nur dann außer Ansatz, wenn die Beteiligung zu Beginn des Kalenderjahres unmittelbar<sup>12</sup> mindestens 10 % des Grund- oder Stammkapitals betragen hat.<sup>13</sup> Im Umkehrschluss sind sogenannte Streubesitzbeteiligungen (kleiner 10 %) fortan vollständig körperschaftsteuerpflichtig und es kommt zu einer betriebswirtschaftlich und steuersystematisch problematischen Doppel- oder Mehrfachbesteuerung der wirtschaftlichen Erträge.

Hintergrund der Neuregelung ist ein Vertragsverletzungsverfahren der EU-Kommission, die eine Ungleichbehandlung zwischen in- und ausländischen Steuerpflichtigen und damit einen Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit Art. 56 EG (heute:

<sup>6</sup> Vgl. Kessler und Dietrich (2012); Watermayer (2014) § 8b KStG Rz. 1, 6.

<sup>7</sup> Vgl. Gosch (2015) § 8b KStG Rz. 10; Watermayer (2014) § 8b KStG Rz. 1, 32; Bundesministerium der Finanzen (2003); Herzig (2003).

<sup>8</sup> Vgl. Watermayer (2014) § 8b KStG Rz. 38.

<sup>9</sup> Vgl. Gosch (2015) § 8b KStG Rz. 143a.

<sup>10</sup> In Auslandsfällen wird die steuerliche Vorbelastung typisierend unterstellt, vgl. Eberhardt (2017).

<sup>11</sup> § 8b Abs. 4 KStG schränkt lediglich den Anwendungsbereich des § 8b Abs. 1 KStG (Dividendenbezüge) ein, während die weitestgehende Freistellung etwaiger Veräußerungsgewinne unberührt bleibt, vgl. Watermayer (2014). Siehe Kessler und Arnold (2018) hinsichtlich steuersystematischer Überlegungen dieser asymmetrischen Besteuerung von Dividendenbezügen und Veräußerungsgewinnen. Vgl. zudem die Anwendungsvorschrift § 34 Abs. 7a Satz 2 KStG i. d. F. des Gesetzes zur Umsetzung des EuGH-Urteils vom 20.10.2011.

<sup>12</sup> Beteiligungen, die über eine Mitunternehmenshaftung gehalten werden, sind den Mitunternehmern anteilig zuzurechnen und gelten für Zwecke des § 8b Abs. 4 KStG gem. § 8b Abs. 4 S. 5 f. KStG als unmittelbare Beteiligung, sodass der strenge Wortlaut der Vorschrift teilweise abgemildert und der Anwendungsbereich verringert wird, vgl. Benz und Jetter (2013).

<sup>13</sup> Zur Neukonzipierung des § 8b Abs. 4 KStG vgl. Herlinghaus (2013). Für ausführliche Fallbeispiele zu § 8b Abs. 4 KStG n. F. siehe Schönfeld (2013).

Art. 63 AEUV) rügte und vor dem Europäischen Gerichtshof obsiegte.<sup>14</sup> Aufgrund des EuGH-Urteils war der deutsche Gesetzgeber verpflichtet, die Ungleichbehandlung von Inlands- und Auslandsdividendenempfängern zu beseitigen und ist dieser Aufforderung durch die Besteuerung von Streubesitzdividenden auch im Inlandsfall nachgekommen.<sup>15</sup> Die Einführung der Steuerpflicht von Streubesitzdividenden hat seinerzeit zu einer kontroversen Diskussion über zwei völlig gegensätzliche Reformkonzepte im Gesetzgebungsprozess geführt und noch am 14.12.2012 versagte der Bundesrat seine Zustimmung zum ursprünglichen Reformbeschluss des Bundestags.<sup>16</sup> Erst im Vermittlungsausschuss konnte zu Beginn des Jahres 2013 eine Einigung herbeigeführt werden.<sup>17</sup> Der Gesetzgeber hat schließlich durch die Einführung des § 8b Abs. 4 KStG den Bezug von Streubesitzdividenden durch inländische Körperschaften (unbeschränkt Steuerpflichtige) schlechter gestellt und auf das höhere Besteuerungsniveau ausländischer Körperschaften (beschränkt Steuerpflichtiger) angehoben. Gleichwohl bedeutet dies nicht, dass in- und ausländische Körperschaften nun einer identischen Gesamtsteuerbelastung ausgesetzt sind, denn beschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaften unterliegen neben der deutschen Besteuerung (Quellenstaat) auch der Besteuerung in ihrem Heimatstaat (Ansässigkeitsstaat). Eine vollumfängliche Besteuerung von Beteiligungserträgen gilt darüber hinaus auch für (inländische) Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute (§ 8b Abs. 7 KStG) sowie Lebens-, Krankenversicherungsunternehmen und Pensionsfonds (§ 8b Abs. 8 KStG), da diese nach wie vor vom Anwendungsbereich des § 8b Abs. 1–6 bzw. 7 KStG gänzlich ausgenommen sind.<sup>18</sup>

In den anderen europäischen Staaten wird die Dividendenfreistellung (analog zu § 8b KStG) mehrheitlich ebenfalls von dem Halten einer Mindestbeteiligung und ggf. zusätzlich einer Mindesthaltehaltungsdauer abhängig gemacht.<sup>19</sup> Eine Freistellung ohne Voraussetzung einer Mindestbeteiligung, so wie es in Deutschland bis zur Einführung von § 8b Abs. 4 KStG der Fall war, wird derzeit nur noch in Italien, Österreich und Zypern gewährt (siehe Tab. 1).<sup>20</sup>

Unabhängig davon, ob Streubesitzdividenden zuvor für Körperschaftsteuerzwecke weitestgehend außer Ansatz blieben oder nun aufgrund von § 8b Abs. 4 KStG eine umfassende Besteuerung stattfindet, ergibt sich aufgrund der bereits zuvor existierenden (strengeren) gewerbesteuerlichen Prüfschwelle des § 8 Nr. 5 GewStG von

<sup>14</sup> Vgl. Europäischer Gerichtshof (2011); Wiese und Lay (2013); Ernst (2014).

<sup>15</sup> Vgl. Wiese und Lay (2013); Ernst (2014).

<sup>16</sup> Vgl. Bundestag (2012).

<sup>17</sup> Vgl. Bundestag (2013a), (2013b).

<sup>18</sup> Vgl. Rengers (2018) § 8b KStG Rz. 433 ff., Rz. 480 ff.

<sup>19</sup> Die Höhe der Freistellung variiert dabei ebenfalls zwischen den einzelnen europäischen Ländern. Während beispielsweise Dänemark, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Schweden und Spanien eine vollständige Freistellung (100 %) gewähren, liegt die Freistellungshöhe in Belgien, Italien und Frankreich wie in Deutschland bei 95 %, vgl. Kessler und Arnold (2018) § 8 Rz. 352.

<sup>20</sup> Vgl. Kessler und Arnold (2018) § 8 Rz. 352; Jacobs et al. (2016) S. 1021. Bezüglich Österreich ist die Ungleichbehandlung in- und ausländischer Gewinnanteile gem. § 10 KStG-Österreich zu beachten. § 10 Abs. 2 KStG-Österreich sieht bei Beteiligung an ausländischen Körperschaften eine Mindesthaltehaltungsdauer von einem Jahr und eine Mindestbeteiligung i. H. v. 10 % vor.

**Tab. 1** Übersicht Beteiligungsertragsbefreiung ausgewählter EU-Mitgliedsstaaten

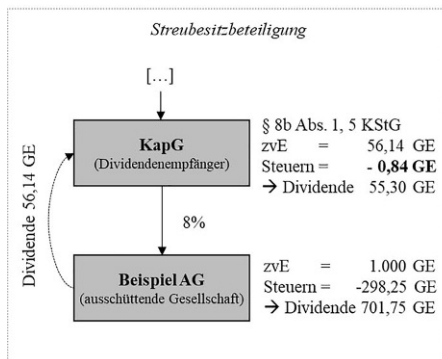
Freistellung (ohne Mindestbeteiligung)	Freistellung (Mindestbeteiligung gefordert)	Anrechnung
Deutschland (a. F.)	Belgien	Irland
Italien	Dänemark	Großbritannien
Österreich	Deutschland (n. F.)	Malta
Zypern	Frankreich	
	Luxemburg	
	Niederlande	
	Schweden	
	Schweiz	
	Spanien	

15 % Beteiligung zu Beginn des Erhebungszeitraums keine abweichende Gewerbesteuerbelastung für Dividendenbezüge aus Streubesitzanteilen.<sup>21</sup>

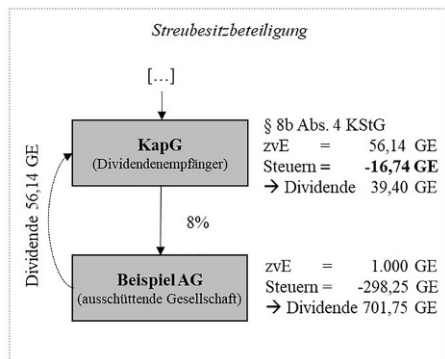
## 2.2 Steuerbelastung von Dividendenbezügen nach alter und neuer Rechtslage

Die Ertragsteuerbelastung von Kapitalgesellschaften setzt sich aus 15 % Körperschaftsteuer zzgl. 0,825 % Solidaritätszuschlag als Ergänzungsabgabe (5,5 % der Körperschaftsteuer, also  $5,5 \% \cdot 15 \% = 0,825 \%$ ) sowie 14 % Gewerbesteuer ( $400 \% \cdot 3,5 \% = 14 \%$ )<sup>22</sup> zusammen. Folglich beträgt die Steuerbelastung 29,825 % und fällt unabhängig von der konkreten Anteilseignerstruktur bereits auf Ebene der jeweiligen Kapitalgesellschaft an. Es handelt sich mithin um die erstmalige Ertragsbesteuerung der wirtschaftlichen Erträge. In Abb. 1 wird der steuerliche Gewinn

### Alte Rechtslage



### Neue Rechtslage

**Abb. 1** Vergleich der Steuerbelastung von Streubesitzdividenden nach alter und neuer Rechtslage

<sup>21</sup> Vgl. Nöcker (2016) § 8 Nr. 5 GewStG, Rz. 5 f.

<sup>22</sup> Die Gewerbesteuerbelastung ist wesentlich durch die (eingeschränkte) Hebesatzautonomie der Städte und Gemeinden geprägt; § 16 Abs. 4 GewStG. Der Hebesatz muss mindestens 200 % betragen und liegt in den großen deutschen Städten bei ca. 500 %. Für Zwecke dieser typisierten Betrachtung wird ein Hebesatz i. H. v. 400 % zugrunde gelegt und ergibt nach Multiplikation mit der Steuermesszahl die Gewerbesteuerlast.

(1000 GE) mit 29,825 % besteuert, sodass sich ein ausschüttungsfähiger Gewinn nach Steuern in Höhe von 701,75 GE ergibt. An der Beispiel AG ist unter anderem eine deutsche Kapitalgesellschaft beteiligt, die 8 % der Anteile an der Beispiel AG hält.<sup>23</sup> Unter der Annahme, dass die Beispiel AG ihren gesamten verbleibenden Gewinn (nach Steuern) als Dividende ausschüttet, entfallen grundsätzlich 56,14 GE (701,75 GE \* 8 %) auf diese deutsche Kapitalgesellschaft. Die Höhe der Besteuerung dieser Dividende beim originären Dividendenempfänger hängt nun davon ab, ob die Dividende zum Zeitpunkt der alten oder der neuen Rechtslage ausgeschüttet wird.

Nach alter Rechtslage (Abb. 1a) sah § 8b KStG eine weitreichende Steuerbefreiung für die zwischen Körperschaften gezahlten Gewinnausschüttungen vor. Ohne Prüfung einer Mindestbeteiligungsschwelle blieben (Streubesitz-)Dividenden gemäß § 8b Abs. 1 S. 1 KStG außer Ansatz, jedoch enthielt Abs. 5 eine Fiktion nicht abziehbarer Betriebsausgaben, sodass 5 % der ursprünglich außer Ansatz gebliebenen Bezüge i. S. d. § 8b Abs. 1 KStG als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben zu berücksichtigen waren (2,81 GE) und wirtschaftlich betrachtet somit lediglich 95 % der Beteiligungserträge steuerfrei gestellt wurden. Die Steuerbelastung betrug mithin lediglich 0,84 GE.

Nach neuer Rechtslage (Abb. 1b) fallen Streubesitzdividenden in den Anwendungsbereich des § 8b Abs. 4 KStG. Folglich unterliegen die gesamten Beteiligungserträge (56,14 GE) einer erneuten Körperschaft- und Gewerbesteuerbelastung von 29,825 % beim originären Dividendenempfänger, sodass sich eine Steuerbelastung von 16,74 GE ergibt. Bei mehrstufigen Kapitalgesellschaftsstrukturen setzt sich dies für alle Streubesitzanteile über sämtliche Beteiligungsstufen fort und bedeutet, dass die Ertragsteuerbelastung, die auf jeder Beteiligungsstufe erneut anfällt, jeweils den ausschüttungsfähigen Gewinn mindert und ein und derselbe wirtschaftliche Ertrag (laufender Gewinn der Beispiel AG) auf jeder Beteiligungsstufe erneut besteuert wird (Kaskadeneffekt).<sup>24</sup> Nach neuer Rechtslage können die Begünstigungen des § 8b Abs. 1 und 5 KStG nur noch dann in Anspruch genommen werden, wenn die (unmittelbare) Beteiligung zu Beginn des Kalenderjahres mindestens 10 % betragen hat.

Folglich profitieren seit dem Inkrafttreten der neuen Rechtslage nicht mehr alle deutschen Kapitalgesellschaften, die Anteile an anderen inländischen Kapitalgesellschaften halten, von der bisherigen umfangreichen Steuerfreistellung. Deutsche Kapitalgesellschaften, die die Mindestbeteiligungsquote des § 8b Abs. 4 KStG nicht

<sup>23</sup> Unter deutschen Kapitalgesellschaften werden in diesem Beitrag Kapitalgesellschaften mit Sitz in Deutschland verstanden. Dabei werden Beteiligungen kleiner 10 % als Streubesitz und Beteiligungen von mindestens 10 % als Schachtelbeteiligungen bezeichnet.

<sup>24</sup> Vgl. Schreiber (2017) sowie Eberhardt und Thomsen (o.J.) für eine Darstellung der Belastungswirkungen durch Kaskadeneffekte und deren Auswirkungen auf den Wert des Eigenkapitals. Auch nach der alten Rechtslage (bzw. neuen Rechtslage hinsichtlich Schachtelbeteiligungen) führt die Anwendung von § 8b KStG zu geringfügigen Kaskadeneffekten, denn 5 % der außer Ansatz bleibenden Dividendenbezüge sind gem. § 8b Abs. 5 KStG als nichtabzugsfähige Betriebsausgaben hinzuzurechnen und unterliegen auf Ebene der nächsthöheren Beteiligungsstufe der Besteuerung. Der Effekt ist dort jedoch ungleich kleiner, da nur 5 % und nicht die vollständigen Dividenden auf der nächsthöheren Beteiligungsstufe der Besteuerung unterworfen werden.

erreichen, scheiden folglich aus dem Kreis der begünstigten Steuerpflichtigen aus und sind infolgedessen einer wesentlich höheren Steuerbelastung ausgesetzt. Der Gesetzgeber hat damit die bisher einheitliche Anteilseignergruppe „inländische Kapitalgesellschaften“ in eine symmetrisch besteuerte (Schachtelbeteiligungen) und eine asymmetrisch besteuerte Teilgruppierung (Streubesitzbeteiligungen) aufgespalten.

### 2.3 Einfluss der Dividendenbesteuerung auf die Anteilseignerstruktur

Die Auswirkungen der Besteuerung von Dividendenbezügen auf Anteilseignerebene sind Gegenstand vielfältiger auf Bewertungsmodellen basierenden Untersuchungen, die in drei teilweise gegensätzliche Theorien unterteilt werden können: (1) Irrelevanztheorem, (2) Traditionelle Sichtweise und (3) Neue Sichtweise.

Das Modigliani-Miller-Theorem besagt, dass Dividendenpolitik unter den strengen Annahmen des vollkommenen Kapitalmarkts (u. a. keine Steuern) keine Auswirkung auf den Unternehmenswert hat.<sup>25</sup> Das (steuerliche) Irrelevanztheorem steht in Einklang mit dieser Theorie.<sup>26</sup> Es basiert auf einem steuerbefreiten oder symmetrisch besteuerten Investor als Preismaßstab und misst Änderungen der Dividendenbesteuerung konsequenterweise keine Bedeutung bei.<sup>27</sup>

Der traditionellen Sichtweise liegen zwei Annahmen zugrunde: Dividendenzahlungen sind eigenkapitalfinanziert und sie erfolgen aus außersteuerlichen Gründen, beispielsweise um die Erwartungen der Anteilseigner zu erfüllen, die Auswirkungen von Informationsasymmetrien (Agency-Kosten) zu reduzieren oder positive Ertrags- und Liquiditätsprognosen seitens des Managements zu signalisieren.<sup>28</sup> Eine erhöhte Dividendenbesteuerung würde folglich den Aktienpreis reduzieren und zugleich aufgrund gestiegener marginaler Kosten für Dividendenausschüttungen, zu verminderten Dividendenausschüttungen führen.<sup>29</sup>

Nach der neuen Sichtweise hingegen hat die Besteuerung von Dividenden zunächst keinen Einfluss auf die Investitionstätigkeit oder Ausschüttungspolitik eines Unternehmens, denn Investitionen werden annahmegemäß aus thesaurierten Gewinnen finanziert – erst danach stehen die übrigen Mittel für Dividendenausschüttungen zur Verfügung.<sup>30</sup> Eine erhöhte Dividendenbesteuerung würde folglich zwar ebenfalls den Aktienpreis reduzieren, die Investitions- und Ausschüttungspolitik jedoch unberührt lassen.<sup>31</sup>

Wenngleich die wissenschaftliche Diskussion hinsichtlich der drei dargestellten Theorien noch nicht abgeschlossen scheint, existieren bereits diverse Studien, die

---

<sup>25</sup> Vgl. Miller und Modigliani (1961).

<sup>26</sup> Vgl. Hanlon und Heitzman (2010).

<sup>27</sup> Vgl. Black und Scholes (1974); Miller und Scholes (1978), (1982).

<sup>28</sup> Vgl. Feldstein (1970); Caballero et al. (1995); McKenzie und Thompson (1996); Poterba und Summers (1985); Zodrow (1991).

<sup>29</sup> Vgl. Hanlon und Heitzman (2010).

<sup>30</sup> Vgl. King (1977); Auerbach (1979); Bradford (1981); Auerbach (2003).

<sup>31</sup> Vgl. Hanlon und Heitzman (2010).



diese Problemstellung untersuchen.<sup>32</sup> Eine aktuelle Studie von Jacob und Michaely verdeutlicht erneut die Relevanz dieser Fragestellung, denn erst jüngst konnten Anhaltspunkte dafür gefunden werden, dass die Besteuerung von Dividenden einen wesentlichen Einfluss auf die Ausschüttungspolitik der Unternehmen hat. Allerdings wird dieser Zusammenhang ebenfalls von außersteuerlichen Effekten, wie beispielsweise heterogenen Steuerpräferenzen sowie divergierenden Zielen zwischen Managern und Eigentümern, geprägt.<sup>33</sup>

In der Vergangenheit wurde bereits der Frage nachgegangen, ob die Dividendenbesteuerung einen wesentlichen Einfluss auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen hat. Ausgangspunkt dieser Untersuchungen waren erste Überlegungen von Miller und Modigliani zur asymmetrischen Besteuerung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen auf unvollkommenen Kapitalmärkten und der damit einhergehenden Investorenpräferenz zugunsten einer bestimmten (steuergünstigeren) Art der Gewinnverwendung.<sup>34</sup>

Die Verknüpfung zwischen Dividendenbesteuerung und Ausschüttungspolitik wurde auch mit besonderem Fokus auf die US-Steuerreform 2003 und der dadurch resultierenden wesentlichen Reduzierung der Dividendenbesteuerung untersucht.<sup>35</sup> Auf diesen Studien basierend resümieren Hanlon und Heitzman, dass die Besteuerung auf Ebene der Anteilseigner keinen vorrangigen Einfluss auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen hat.<sup>36</sup> In jüngeren Studien wurde diese Erkenntnis überwiegend bestätigt.<sup>37</sup> Es kann zwar gezeigt werden, dass es nach der Steuerreform zu erhöhten Dividendenausschüttungen gekommen ist, diese allerdings auch bei REIT-Gesellschaften zu beobachten sind, deren Anteilseigner gerade nicht von der verminderten Dividendenbesteuerung profitiert haben.<sup>38</sup> Zudem werden auch außersteuerliche Gründe als Begründung für die gestiegenen Dividendenzahlungen angeführt.<sup>39</sup>

Die niedrigeren Steuersätze für Gewinnausschüttungen durch die US-Steuerreform 2003 waren zunächst bis zum 31. Dezember 2010 befristet und es war erst

<sup>32</sup> Die Darstellung der drei (zum Teil gegensätzlichen) ökonomischen Theorien soll lediglich dem Verständnis dienen und nicht als Wertung zugunsten einer bestimmten Theorie interpretiert werden. Zur Übertragbarkeit der strikten modelltheoretischen Annahmen in die Realität vgl. Zodrow (1991); Sinn (1991); Sørensen (1995).

<sup>33</sup> Vgl. Jacob und Michaely (2017).

<sup>34</sup> Vgl. Miller und Modigliani (1961). Ähnliche Überlegungen stellt Brennan (1970) im Zusammenhang mit dem (after-tax) Capital Asset Pricing Model an und argumentiert, dass Investoren eine Präferenz für Dividendenbezüge oder Veräußerungsgewinne aufweisen können und ihr Portfolio entsprechend strukturieren. Einen Literaturüberblick zum Thema „(after-tax) Capital Asset Pricing Model“ bieten Dahlquist et al. (2014) sowie Allen und Michaely (2003) zur Ausschüttungspolitik im Allgemeinen.

<sup>35</sup> Vgl. Allen und Michaely (2003); Poterba (2004); Graham (2008); Kalay und Lemmon (2008); DeAngelo et al. (2008).

<sup>36</sup> Vgl. Hanlon und Heitzman (2010).

<sup>37</sup> Zu einer konträren Auffassung kommen bspw. Blouin et al. (2011) und sehen gestiegene Dividendenzahlungen und Sonderdividenden als Folge der Steuerreform an. Siehe in diesem Zusammenhang auch die Studie von Chetty und Saez (2005).

<sup>38</sup> Vgl. Edgerton (2013).

<sup>39</sup> Vgl. Edgerton (2013); Floyd et al. (2015).

spät absehbar, ob diese Regelung tatsächlich verlängert wird.<sup>40</sup> Hanlon und Hoopes haben diese unsichere Gesetzeslage untersucht und können zeigen, dass Unternehmen auf die (befürchteten) Erhöhungen der US-Dividendenbesteuerung mit vorgezogenen Dividendenausschüttungen reagiert haben und werten dies als Indiz für die Berücksichtigung von Anteilseignerinteressen im Zusammenhang mit der Ausschüttungspolitik.<sup>41</sup>

Desai und Jin untersuchen Anleger, die aufgrund steuerlich bedingter Präferenz keine Dividendenbezüge erhalten möchten. Die Studie findet basierend auf Daten der US Securities and Exchange Commission (SEC) heraus, dass diese Art von Investoren tatsächlich seltener an Unternehmen mit hohen Dividendenausschüttungen beteiligt ist. Die Autoren führen dieses Ergebnis auf zwei Effekte zurück; zunächst einmal erwerben diese Investoren gezielt Unternehmen mit von ihnen präferierter Ausschüttungspolitik und zugleich passen Unternehmen ihre Ausschüttungspolitik gezielt an die steuerlichen Präferenzen ihrer Anteilseigner an.<sup>42</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt eine frühere Untersuchung von Pérez-González, mit der Schlussfolgerung, dass Veränderungen der Dividendenbesteuerung zu einer deutlichen Veränderung des Ausschüttungsverhaltens führen können, sofern wesentlich beteiligte Anteilseigner betroffen sind.<sup>43</sup>

Der Einfluss von Steuern auf die Anteilseignerstruktur deutscher Unternehmen und damit verbundene Kapitalmarktreaktionen wurden von Edwards et al. im Zusammenhang mit der Einführung von § 8b Abs. 2 KStG (betrifft Veräußerungsgewinne) durch das Steuersenkungsgesetz 2000 untersucht. Wenngleich der Nachweis einer allgemeinen Kapitalmarktreaktion auf die damals überraschend eingeführte Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen nicht vollständig gelang, konnte diese dennoch für eine kleine Gruppe von Unternehmen mit wesentlichem Beteiligungsbesitz beobachtet werden.<sup>44</sup> Dass (auch) eine Steuerreform, die zu einer erhöhten Besteuerung von Dividendenbezügen führt, grundsätzlich Einfluss auf die Anteilseignerstruktur nehmen kann, zeigt eine Studie über den schwedischen Kapitalmarkt. In dieser Studie werden die Anpassungsreaktionen einzelner Anteilseignergruppen (Clientele-Gruppen) aufgrund asymmetrischer Besteuerung beobachtet. Die Autoren finden Anhaltspunkte dafür, dass Investoren ihr Portfolio entsprechend ihrer steuerlichen Präferenzen optimieren.<sup>45</sup> Eine aktuelle Studie von Jacob unterstützt dieses Ergebnis und zeigt auf, dass Investoren Anteile in Abhängigkeit von ihrer temporären steuerlichen Situation erwerben oder veräußern, um Steuervorteile zu erlangen.<sup>46</sup>

Bezogen auf die vorliegende Problemstellung, die Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden, ergeben sich im Wesentlichen drei Reaktionsmöglichkeiten:

---

<sup>40</sup> Vgl. Hanlon und Hoopes (2014) für einen Überblick über den damaligen Gesetzgebungsprozess.

<sup>41</sup> Vgl. Hanlon und Hoopes (2014).

<sup>42</sup> Vgl. Desai und Jin (2011).

<sup>43</sup> Vgl. Pérez-González (2003).

<sup>44</sup> Vgl. Edwards et al. (2004).

<sup>45</sup> Vgl. Dahlquist et al. (2014).

<sup>46</sup> Vgl. Jacob (2018).

1. Anteilseigner könnten zusätzliche Anteile erwerben, um die notwendige Beteiligungsschwelle des § 8b Abs. 4 KStG zu erreichen und den bisherigen status quo (alte Rechtslage/privilegierte Besteuerung nach § 8b Abs. 1 und 5 KStG) fortführen zu können.
2. Anteilseigner könnten ihre Streubesitzanteile (kl. 10 %) veräußern, da die jährlichen Dividendenbezüge nunmehr einer wesentlich höheren Steuerbelastung unterliegen und die selbstgesteckten Investitions- und Renditeziele nun nicht mehr zu erreichen sind.
3. Anteilseigner könnten keine Reaktion zeigen, da zwar zukünftige Dividenden einer höheren Steuerbelastung ausgesetzt sind, jedoch die Veräußerungsgewinne weiterhin privilegiert gem. § 8b Abs. 2 und 3 KStG besteuert werden und die selbstgesteckten Renditeziele weiterhin erreicht werden können.

Betrachtet man die im Vergleich zur früheren Rechtslage erheblich gestiegene Steuerbelastung von Streubesitzdividenden auf Ebene des Dividendenempfängers (s. hierzu im Detail Abschn. 2.2), ist zu erwarten, dass deutsche Anteilseigner in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft auf die Gesetzesänderung entschlossen und zeitnah durch zusätzliche Anteilserwerbe oder die Veräußerung von Streubesitzanteilen reagiert haben. Dies hätte in beiden Fällen einen Rückgang der Streubesitzquote deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften zur Folge.

Auf dieser Basis formulieren wir die folgenden Hypothesen:

**Hypothese 1** Die Streubesitzquote deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften ist nach der Einführung von § 8b Abs. 4 KStG gesunken.

Sofern inländische Investoren (Kapitalgesellschaften) mit Streubesitzanteilen an anderen inländischen Kapitalgesellschaften auf die Rechtsänderung in der Tat mit weiteren Anteilserwerben reagiert haben, um die Mindestbeteiligungsquote des § 8b Abs. 4 KStG zu überschreiten, müsste dies zu einer Erhöhung der Schachtelbeteiligungsquote an deutschen Kapitalgesellschaften geführt haben.

**Hypothese 2** Die Schachtelbeteiligungsquote deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften ist nach der Einführung von § 8b Abs. 4 KStG gestiegen.

### 3 Empirische Untersuchung

#### 3.1 Vorgehensweise

Die Erkenntnisse bestehender empirischer Studien zur Dividendenbesteuerung und Anteilseignerreaktion sind von Relevanz für die Problemstellung des vorliegenden Beitrags, da sich die Steuerbelastung von Dividendenbezügen seit Inkrafttreten der neuen Rechtslage wesentlich verändert hat.

Um dieser Frage nachzugehen, werden die möglichen Einflüsse der Rechtsänderung auf die Anteilseignerstruktur inländischer Kapitalgesellschaften des DAX, MDAX und SDAX empirisch untersucht.<sup>47</sup> Um potentielle Reaktionen der inländischen Kapitalgesellschaften aussagekräftig untersuchen zu können, bedarf es einer kontinuierlichen Beobachtung der Beteiligungsquoten im Zeitablauf. Dies lässt sich über die Thomson Reuters Datenbank („*Shareholders History Report*“) realisieren, die es über den gesamten Untersuchungszeitraum ermöglicht, (1) inländische und ausländische Anteilseigner zu separieren („*Country*“), (2) Kapitalgesellschaften als Anleger („*Investor Subtype*“) zu isolieren und (3) die individuelle Anteilsbesitzquote („*%Outstanding*“) einschließlich etwaiger Veränderungen im Zeitablauf festzustellen. Um die Streubesitzquote pro Tochtergesellschaft zu ermitteln, werden jeweils zum Jahresende (31.12.) die Streubesitzanteile (<10 %) aller inländischen Kapitalgesellschaften pro Tochtergesellschaft addiert. Analog werden die jährlichen Schachtelbeteiligungsquoten für jede Tochtergesellschaft ermittelt. Die Schachtelbeteiligungsquote einer Tochtergesellschaft ist folglich die Summe der Anteile aller inländischen Kapitalgesellschaften, die an dieser Tochtergesellschaft beteiligt sind und jeweils mindestens eine Beteiligungshöhe von 10 % aufweisen.<sup>48</sup> In die Berechnung der Streubesitz- bzw. Schachtelbeteiligungsquoten werden dabei nur solche Anteilseigner einbezogen, für die § 8b Abs. 4 KStG bzw. § 8b Abs. 1 und 5 KStG Anwendung findet. Demzufolge werden bspw. Banken und Versicherungen nicht berücksichtigt, da diese gemäß § 8b Abs. 7 bzw. § 8b Abs. 8 KStG vom Anwendungsbereich der Vorschrift ausgeschlossen sind.<sup>49</sup>

Die Analyse soll unter der Verwendung eines DiD-Ansatzes vorgenommen werden, da dadurch potentielle Veränderungen der Anteilseignerstruktur auf die Gesetzesänderung (Treatment) zurückzuführen sind. Als Kontrollgruppe scheinen insbesondere italienische Unternehmen geeignet, da die ertragsteuerliche Behandlung von Beteiligungserträgen in Italien über den gesamten Untersuchungszeitraum (2009–2017) den deutschen Regelungen vor Einführung von § 8b Abs. 4 KStG entsprechen (95 % Steuerfreistellung ohne Mindestbeteiligungsschwelle).

Die gewählte DiD-Methodik profitiert von der oftmals kritisierten Trägheit des deutschen Gesetzgebers, auf den internationalen Steuerwettbewerb zu reagieren. Aufgrund der Tatsache, dass die letzte große Steuerreform bereits mehr als zehn Jahre zurückliegt (Unternehmensteuerreformgesetz 2008) können Änderungen der

<sup>47</sup> Bei einer früheren Steuerreform in Deutschland konnte von Edwards et al. (2004) ein solcher Zusammenhang beobachtet werden. Der verwendete Datensatz beschränkt sich dabei auf die im DAX, MDAX und SDAX gelisteten Unternehmen, um die Identifizierung einer internationalen Vergleichsgruppe im Rahmen der DiD-Methodik zu erleichtern.

<sup>48</sup> Für weitergehende Informationen siehe auch die Variablendefinition von *STREU* bzw. *SCHACHTEL* im Anhang.

<sup>49</sup> Investmentfonds werden nicht gesondert betrachtet, da diesen die begünstigte Besteuerung gem. InvStG a.F. vor Einführung des § 8b Abs. 4 KStG ebenfalls zugänglich war, danach (wie für sonstige institutionelle Investoren auch) nicht mehr. Nur sofern Dividenden im Untersuchungszeitraum über Spezial-Investmentvermögen bezogen wurden, ist die begünstigte Anwendung von § 8b KStG unter bestimmten Voraussetzungen weiterhin möglich gewesen, vgl. Pung (2017) § 8b KStG Rz. 26a-b. Eine Identifizierung der Spezial-Investmentfonds und Prüfung der weiteren Voraussetzungen zur Anwendung von § 8b KStG ist anhand der vorliegenden Daten jedoch nicht möglich.

steuerlichen Rahmenbedingungen als potentielle Störfaktoren weitestgehend ausgeschlossen werden.<sup>50</sup>

### 3.2 Datenbasis

In Tab. 2 wird die Zusammensetzung der Datenbasis dargestellt. Um die ökonomischen Wirkungen durch Einführung der Steuerpflicht von Streubesitzdividenden in Deutschland analysieren zu können, werden die Anteilseignerstrukturen und das Ausschüttungsverhalten der größten deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften untersucht. Im Detail werden die Unternehmen der Indizes DAX, MDAX und SDAX analysiert.<sup>51</sup> Diese drei Indizes umfassen in Summe 160 börsennotierte Unternehmen und bilden, bezogen auf den Wertpapierhandel der Frankfurter Wertpapierbörse, die größten und börsenumsatzstärksten Unternehmen Deutschlands ab.<sup>52</sup> Der Beobachtungszeitraum erstreckt sich über die Jahre 2009 bis 2017, sodass vier Jahre vor Einführung der Steuerpflicht von Streubesitzdividenden (2009–2012) und fünf Jahre nach Einführung selbiger (2013–2017) im Datensatz enthalten sind.<sup>53</sup> Folglich enthält der Ausgangsdatsatz 1440 Firmenjahre (Tab. 2, Panel A).

**Tab. 2** Zusammensetzung des deutschen und italienischen Datensatzes

Beschreibung	Panel A Deutschland		Panel B Italien	
	Firmenjahre	Firmen	Firmenjahre	Firmen
Alle Firmenjahre zwischen 2009 und 2017 aus den drei größten deutschen bzw. italienischen Indizes	1440	160	1998	222
Abzgl. fehlender Informationen zur Anteilseignerstruktur (Thomson Reuters Datenbank)	(–369)	(–41)	(–441)	(–49)
Abzgl. fehlender Informationen zu den Kontrollvariablen (Compustat Global Datenbank)	1071	119	1557	173
Abzgl. aller Unternehmen, die nicht in jedem Jahr enthalten sind (Voraussetzung für DiD-Analyse)	(–36)	(–2)	(–91)	(–6)
	1035	117	1466	167
	(–36)	(–6)	(–80)	(–13)
	999	111	1386	154

Die deutschen Kapitalgesellschaften werden entweder im DAX (30), MDAX (60), oder SDAX (70) geführt  
Die italienischen Kapitalgesellschaften sind entweder im FTSE MIB (40), FTSE Italia Mid Cap (60), oder FTSE Italia Small Cap (122) enthalten

Die Zusammensetzung der italienischen Indizes unterliegt einer quartalsweisen Überprüfung im März, Juni, September und Dezember

Die Zusammensetzung der Indizes wurde am 10.02.2019 abgerufen und rückwirkend angewendet

<sup>50</sup> Vgl. exemplarisch Haas und Wünnemann (2018) sowie Hey (2018). Die deutsche Steuerpolitik der vergangenen zehn Jahre war maßgeblich durch das BEPS-Projekt der OECD geprägt, dass auf die Abwehr von Steuervermeidung durch Substanz- und Gewinnverlagerungen („Base Erosion and Profit Shifting“) abzielte. Aufgrund der OECD-weit abgestimmten Maßnahmenpakete sollten das deutsche und italienische Steuerrecht gleichermaßen betroffen sein, wenngleich hervorzuheben ist, dass die hier thematisierte Dividendenbesteuerung auf Ebene inländischer Anteilseigner keinen expliziten Schwerpunkt der BEPS-Diskussionen darstellte.

<sup>51</sup> Die Datenbasis basiert auf der Zusammensetzung der Indizes zum Stichtag 10.02.2019.

<sup>52</sup> Weiterführend: Deutsche Börse (2018).

<sup>53</sup> Die vollumfassende Körperschaftsteuerpflicht von Streubesitzdividende betrifft gem. § 34 Abs. 7a Satz 2 KStG i. d. F. des Gesetzes zur Umsetzung des EuGH-Urteils vom 20.10.2011 sämtliche Dividenden,

In einem nächsten Schritt werden für diese Unternehmen mithilfe der Thomson Reuters Datenbank die Anteilseignerstrukturen ergänzt. Konkret werden dazu die historischen Anteilsquoten („*Shareholders History Report*“) verwendet. Da für 41 Unternehmen keine Informationen hinsichtlich der historischen Entwicklung der Anteilseignerstruktur verfügbar sind, reduziert sich der deutsche Datensatz um 369 Firmenjahre. Darüber hinaus können bei 36 Firmenjahren die für die Regression notwendigen unternehmensspezifischen Kontrollvariablen aufgrund fehlender Werte in der Compustat Global Datenbank nicht berechnet werden. Zusätzlich muss die Voraussetzung der DiD-Analyse erfüllt werden, dass alle Unternehmen in jedem Jahr des Untersuchungszeitraums im Datensatz enthalten sind. Somit besteht der finale deutsche Datensatz nach Durchführung der o. g. Datenaufbereitungsschritte aus 999 Firmenjahren von 111 börsennotierten Unternehmen.

In Tab. 2, Panel B, können die identischen Datenaufbereitungsschritte für den italienischen Datensatz nachvollzogen werden. Aus Gründen der Vergleichbarkeit wird dabei auf die italienischen Unternehmen zurückgegriffen, die in den drei größten italienischen Indizes FTSE MIB („DAX“), FTSE Italia Mid Cap („MDAX“) und FTSE Italia Small Cap („SDAX“) geführt werden. Ausgehend von 222 italienischen Kapitalgesellschaften reduziert sich dieser Datensatz nach Anwendung der zuvor erläuterten Datenaufbereitungsschritte auf 1386 Firmenjahre von 154 italienischen Kapitalgesellschaften.

### 3.3 Deskriptive Auswertungen

In Tab. 3 werden zunächst die deskriptiven Statistiken für die in dieser Analyse verwendeten Variablen gezeigt. Unsere Untersuchung fokussiert sich dabei auf die Streubesitz- und Schachtelbeteiligungsquote deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften – jeweils zum Jahresende (31.12.). Die Streubesitzquote ist das Ergebnis der Addition der Anteile aller inländischen Kapitalgesellschaften mit einer Beteiligungshöhe kleiner 10 %. Die Schachtelbeteiligungsquote ist analog das Ergebnis der Addition der Anteile aller inländischen Kapitalgesellschaften mit einer Beteiligungshöhe von mindestens 10 %. Banken und Versicherungen werden in beiden Fällen nicht berücksichtigt, da diese gemäß § 8b Abs. 7 bzw. § 8b Abs. 8 KStG vom Anwendungsbereich der Vorschrift ausgeschlossen sind.

Die durchschnittliche Streubesitzquote (*STREU*) an deutschen Kapitalgesellschaften beträgt 7,4 % und liegt damit 3,9 Prozentpunkte oberhalb der durchschnittlichen italienischen Streubesitzquote. Die durchschnittliche Schachtelbeteiligungsquote (*SCHACHTEL*) deutscher Kapitalgesellschaften beträgt 9,2 %. Der Median beträgt allerdings 0 %. Dadurch wird ersichtlich, dass an der Mehrheit der deutschen Kapitalgesellschaften gar keine inländische Kapitalgesellschaft beteiligt ist, die mindestens 10 % der Anteile hält. Der Durchschnittswert wird also vielmehr

---

die nach dem 28.02.2013 zugeflossen sind. Da die politische Willensbildung hin zu einer Einführung der Steuerpflicht für Streubesitzdividenden am Stichtag 31.12.2012 noch kontrovers diskutiert wurde und zudem ausweislich des Gesetzesentwurfs der Regierungsfractionen vom 06.11.2012 (BT-Drs. 17/11314) noch kurz vor dem Jahreswechsel ein gegensätzlicher Gesetzentwurf eingebracht wurde, ordnen wir das Jahr 2012 für Zwecke der empirischen Untersuchung dem Zeitraum vor Einführung der Neuregelung zu.

**Tab. 3** Deskriptive Statistiken

Variable	Land	N	Mean	STD	p25	p50	p75	Diff
<i>STREU</i>	Gesamtdatensatz	2385	0,051	0,062	0,009	0,035	0,072	0,039***
	Deutschland	999	0,074	0,053	0,035	0,063	0,103	(15,80)
	Italien	1386	0,035	0,064	0,003	0,015	0,046	
<i>SCHACHTEL</i>	Gesamtdatensatz	2385	0,145	0,239	0,000	0,000	0,252	−0,091***
	Deutschland	999	0,092	0,169	0,000	0,000	0,155	(−9,32)
	Italien	1386	0,183	0,272	0,000	0,000	0,465	
<i>SIZE</i>	Gesamtdatensatz	2385	7,444	2,425	5,696	7,271	8,889	1,526***
	Deutschland	999	8,331	2,133	6,934	7,971	9,944	(15,95)
	Italien	1386	6,805	2,423	5,186	6,351	8,419	
<i>DIV</i>	Gesamtdatensatz	2385	0,011	0,024	0,000	0,000	0,015	0,012***
	Deutschland	999	0,018	0,029	0,000	0,011	0,023	(12,36)
	Italien	1386	0,006	0,017	0,000	0,000	0,003	
<i>ROA</i>	Gesamtdatensatz	2385	0,003	0,689	0,000	0,022	0,052	0,066**
	Deutschland	999	0,042	0,066	0,014	0,040	0,067	(2,31)
	Italien	1386	−0,024	0,901	−0,015	0,009	0,036	
<i>LEV</i>	Gesamtdatensatz	2385	0,271	0,179	0,137	0,257	0,381	−0,080***
	Deutschland	999	0,224	0,174	0,088	0,199	0,326	(−10,90)
	Italien	1386	0,304	0,176	0,183	0,297	0,405	

In der letzten Spalte (Diff.) wird der durchschnittliche Unterschied zwischen deutschen und italienischen Kapitalgesellschaften für jede Variable berechnet

Die *t*-Werte befinden sich in Klammern unterhalb der einzelnen Koeffizienten

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10 %-, 5 %- und 1 %-Niveau an

durch einige Unternehmen getrieben, die über besonders hohe Schachtelbeteiligungen verfügen. Darüber hinaus ist die durchschnittliche Schachtelbeteiligungsquote in Italien nahezu doppelt so hoch wie in Deutschland. In Bezug auf die Kontrollvariablen wird ersichtlich, dass die deutschen Kapitalgesellschaften im Durchschnitt größer (*SIZE*) und profitabler (*ROA*) sind als die italienischen Kapitalgesellschaften. Ebenso schütten deutsche Kapitalgesellschaften im Durchschnitt eine höhere Dividende (*DIV*) als italienische Kapitalgesellschaften aus. Dies ist primär darauf zurückzuführen, dass ca. 70 % der deutschen Kapitalgesellschaften eine Dividende ausschütten, während dies in Italien nur 31 % der Unternehmen tun. Darüber hinaus ist der Verschuldungsgrad (*LEV*) in Deutschland im Vergleich zu Italien leicht niedriger.<sup>54</sup>

Darüber hinaus zeigt Tab. 4 die Korrelationen der verwendeten Variablen nach Pearson (Spearman) unterhalb (oberhalb) der Diagonalen. Die höchste Korrelation nach Pearson zeigt sich zwischen *DIV* und *LEV* (−0,21), während die deutlichste Spearman-Korrelation zwischen *DIV* und *ROA* besteht (0,57). Alle weiteren Korrelationen befinden zum größten Teil deutlich unter diesen Werten.

In einem nächsten Schritt wird die Entwicklung der Streubesitzquote deutscher Kapitalgesellschaften im Zeitablauf (2009–2017) deskriptiv untersucht. Abb. 2 zeigt, dass die Streubesitzquote der inländischen Kapitalgesellschaften im Zeitablauf kei-

<sup>54</sup> Die genaue Definition und Berechnung sämtlicher Variablen kann dem Anhang entnommen werden.

**Tab. 4** Korrelationsmatrix

–	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) <i>STREU</i>	–	–0,027	0,253***	0,214***	0,212***	–0,073***
(2) <i>SCHACHTEL</i>	–0,037*	–	–0,053***	–0,017	–0,024	0,087***
(3) <i>SIZE</i>	0,188***	–0,090***	–	0,247***	0,068***	0,113***
(4) <i>DIV</i>	0,044**	–0,016	–0,013	–	0,568***	–0,188***
(5) <i>ROA</i>	0,026	–0,003	0,106***	0,064***	–	–0,311***
(6) <i>LEV</i>	–0,055***	0,074***	0,072***	–0,209***	–0,006	–

Unterhalb der Diagonalen sind die Korrelationen nach Pearson angegeben, oberhalb der Diagonalen befinden sich die Korrelationen nach Spearman

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10 %-, 5 %- und 1 %-Niveau an

ner großen Schwankung unterliegt. Es lässt sich erkennen, dass im Jahr 2009 die durchschnittliche Streubesitzquote inländischer Kapitalgesellschaften 7,7 % betragen hat. Neun Jahre später, im Jahr 2017, ist die durchschnittliche Streubesitzquote nahezu unverändert und beträgt 7,8 %.<sup>55</sup> Selbst in dem Zeitfenster um die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG (2012–2014) schwankt die durchschnittliche Streubesitzquote lediglich um 0,5 Prozentpunkte. Betrachtet man die einzelnen deutschen Indizes separat (Abb. 3) zeigt sich, dass auch in den einzelnen Indizes die durchschnittliche Streubesitzquote inländischer Kapitalgesellschaften im Zeitablauf relativ konstant verläuft.<sup>56</sup> Bei inländischen Kapitalgesellschaften aus dem DAX ergeben sich zwar in den Jahren um die Rechtsänderung leicht niedrigere Streubesitzquoten (bspw. 2012: 6,0 %, 2014: 5,7 %), im weiteren Verlauf pendelt sich allerdings die Streubesitzquote wieder bei 7,0 % (2017) ein und liegt damit in etwa auf der Höhe des Wertes in 2009 (7,4 %). Im MDAX und SDAX verlaufen die Streubesitzquoten nahezu unverändert.

Die Erkenntnisse aus Abb. 2 und 3 können als erstes Indiz gesehen werden, dass die deutschen Investoren in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft nicht wesentlich auf die Rechtsänderung reagiert haben. Verstärkt wird dieser Eindruck durch Abb. 4, die die Anzahl der inländischen Kapitalgesellschaften mit Streubesitzanteilen in den drei größten deutschen Indizes abbildet. Es zeigt sich, dass die Anzahl dieser Investoren deutlich ansteigt. Während beispielsweise im Jahr 2009 durchschnittlich 59 (25) deutsche Kapitalgesellschaften Streubesitzanteile an Unternehmen aus dem DAX (MDAX) gehalten haben, waren es im Jahr 2017 sogar 75 (35). Auch im SDAX ist ein Anstieg von durchschnittlich 16 auf 19 Investoren ersichtlich. Trotz Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden im Veranlagungszeitraum 2013 ergibt sich seitdem ein durchschnittlicher Zuwachs der durch inländische Kapitalgesellschaften gehaltenen Anteile von 17 % (28 %) im DAX (MDAX). Die Attraktivität von Streubesitzbeteiligungen scheint sich demnach durch die Gesetzes-

<sup>55</sup> Wenn die durchschnittliche jährliche Streubesitzquote auf den Zeittrend regressiert wird, zeigt sich kein statistisch signifikanter Rückgang der Streubesitzquote ( $t$ -Wert =  $-0,30$ ). Ebenso ist der Rückgang vom Jahr 2012 (7,3 %) zum Jahr 2014 (6,8 %) nicht signifikant ( $t$ -Wert =  $-0,72$ ).

<sup>56</sup> Auch in diesen Fällen können für die drei Indizes keine signifikanten Rückgänge der Streubesitzquoten beobachtet werden, wenn die durchschnittliche jährliche Streubesitzquote der einzelnen Indizes jeweils auf den Zeittrend regressiert werden. Auch die Rückgänge in den einzelnen Indizes zwischen 2012 und 2014 sind nicht signifikant (DAX:  $t$ -Wert =  $-0,34$ ; MDAX:  $t$ -Wert =  $-0,56$ ; SDAX:  $t$ -Wert =  $-0,35$ ).



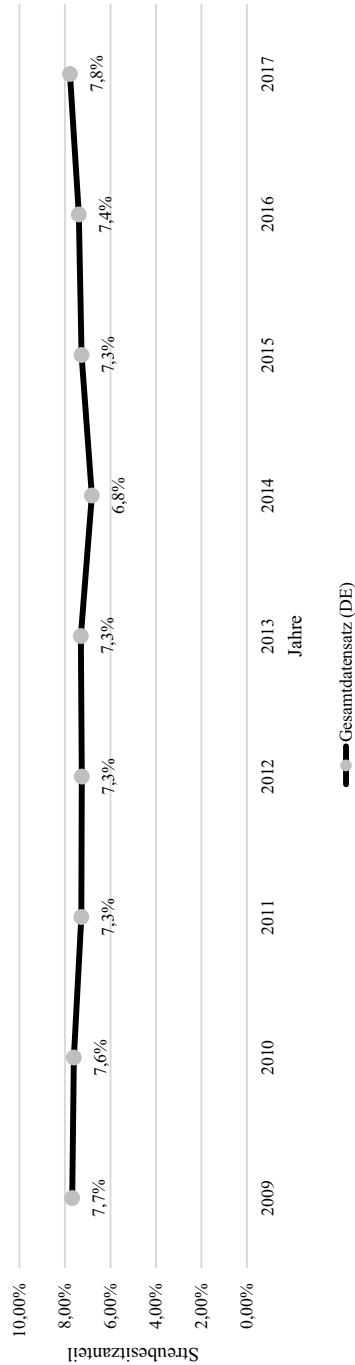
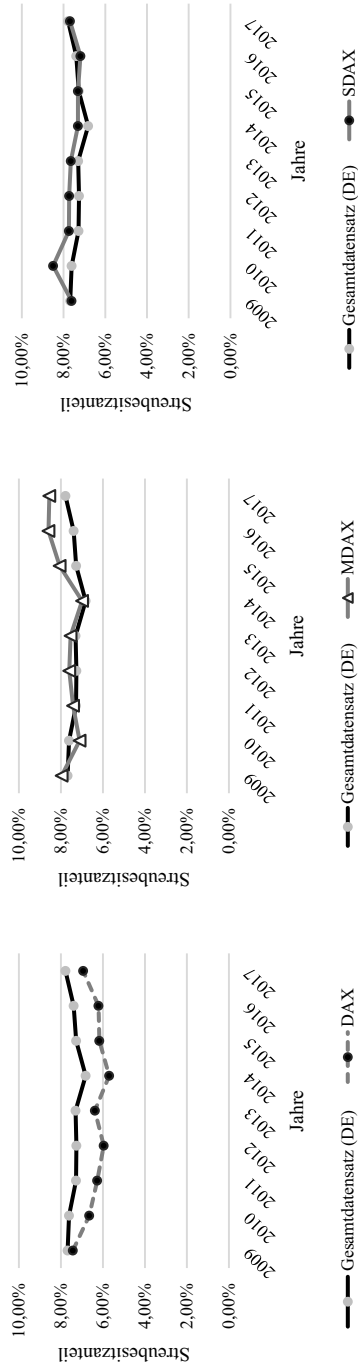
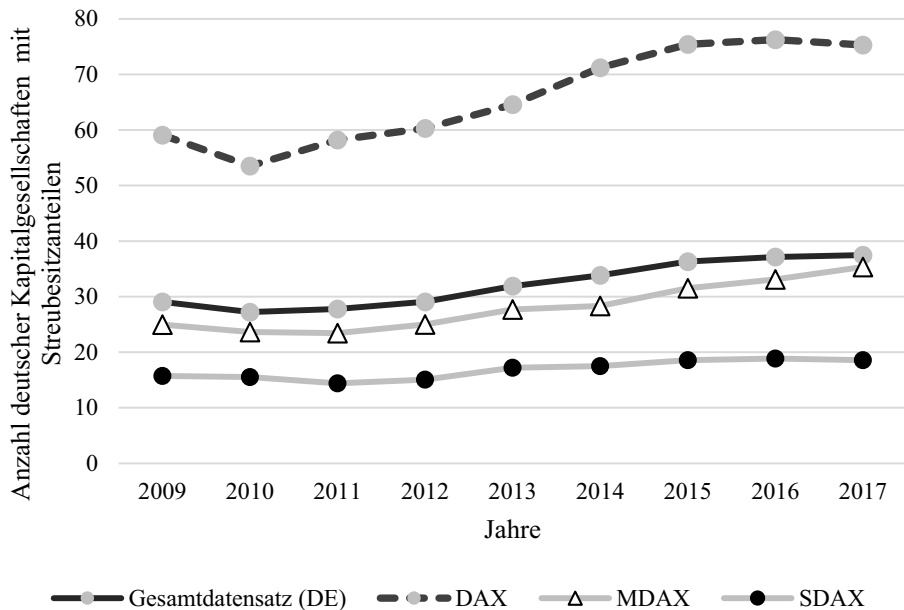


Abb. 2 Entwicklung der Streubesitzquoten deutscher Kapitalgesellschaften an anderen deutschen Unternehmen im Zeitablauf



**Abb. 3** Entwicklung der Streubesitzquoten deutscher Investoren (Kapitalgesellschaften) im DAX, MDAX, und SDAX



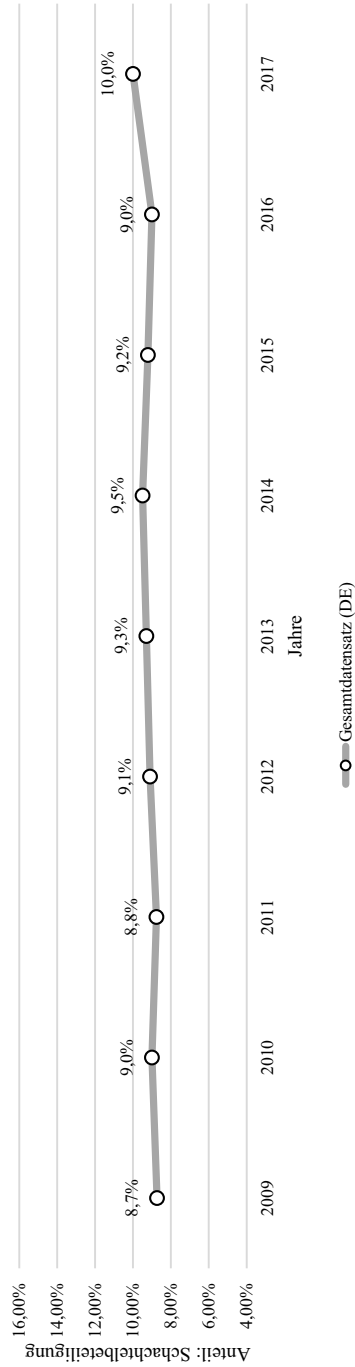
**Abb. 4** Entwicklung der Anzahl deutscher Kapitalgesellschaften mit Streubesitzanteilen

änderung nicht verändert zu haben. Es ist aufgrund der gestiegenen Investorenanzahl und der nahezu konstanten Streubesitzquote lediglich feststellbar, dass sich die Höhe der durchschnittlichen Streubesitzbeteiligung im Zeitablauf verringert hat: Während die durchschnittliche deutsche Kapitalgesellschaft im Jahr 2009 eine Streubesitzbeteiligung von 0,26 % gehalten hat, beträgt diese im Jahr 2017 nur noch 0,21 %.

Da für Schachtelbeteiligungen nach wie vor § 8b Abs. 1 und 5 KStG einschlägig ist, könnten deutsche Kapitalgesellschaften dazu geneigt sein, vermehrt Schachtelbeteiligungen zu halten. Nachfolgend wird deswegen untersucht, inwiefern sich die Schachtelbeteiligungsquote deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften im Zeitablauf verändert hat. In Abb. 5 kann allerdings gezeigt werden, dass auch die durchschnittliche Schachtelbeteiligungsquote im Zeitablauf relativ konstant verläuft. Einzig im Jahr 2017 ergibt sich im Vergleich zu den Vorjahren ein kleiner Anstieg. Durchschnittlich werden nur ca. 9 % der Anteile durch Schachtelbeteiligungen von deutschen Kapitalgesellschaften gehalten.<sup>57</sup>

In Abb. 6 wird der Zeittrend der durchschnittlichen Schachtelbeteiligungsquoten für den DAX, MDAX und SDAX separat abgezeichnet. Es wird ersichtlich, dass die durchschnittliche Schachtelbeteiligungsquote deutscher Kapitalgesellschaften an DAX-Unternehmen entgegen der Erwartung deutlich zurückgegangen ist. Wenn die

<sup>57</sup> Selbstverständlich sind an den 111 Unternehmen grundsätzlich deutlich mehr Investoren mit einem Anteil von mindestens 10 % beteiligt. Da die untersuchte Rechtsänderung lediglich deutsche Investoren in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft betrifft, wurden andere Investorengruppen (bspw. Privatpersonen, Banken oder ausländische Investoren) in der Analyse nicht berücksichtigt. Ebenfalls unberücksichtigt bleiben Anteile, die von inländischen Investoren über ausländische Holdinggesellschaften gehalten werden.



**Abb. 5** Entwicklung von Schachtelbeteiligungen deutscher Kapitalgesellschaften an anderen deutschen Kapitalgesellschaften im Zeitablauf

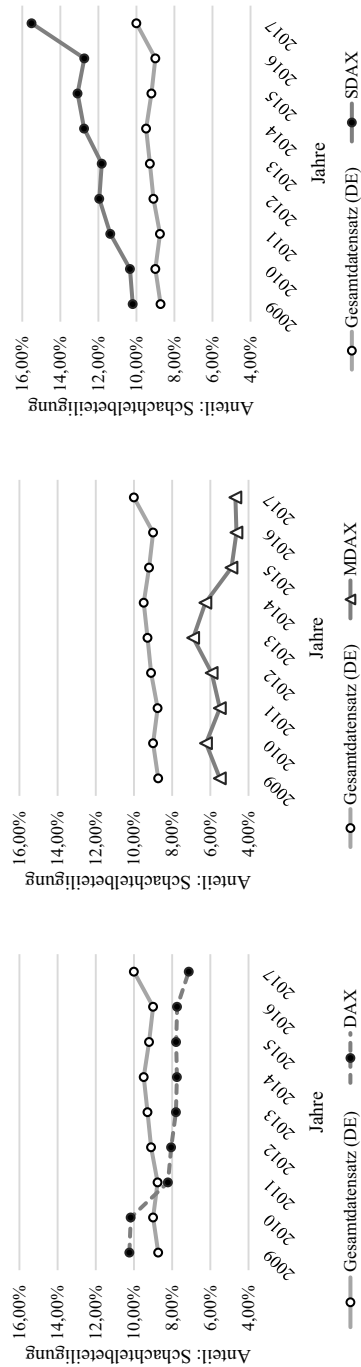


Abb. 6 Entwicklung der Schachtelbeteiligungen deutscher Investoren (Kapitalgesellschaften) im DAX, MDAX, und SDAX

durchschnittliche jährliche Schachtelbeteiligungsquote auf den Zeittrend regressiert wird, zeigt sich ein statistisch signifikanter, durchschnittlicher Rückgang der Schachtelbeteiligungsquote von 0,35 % pro Jahr über den Untersuchungszeitraum.<sup>58</sup> Im DAX ist folglich innerhalb der letzten neun Jahre ein signifikanter Abwärtstrend in den durchschnittlichen Schachtelbeteiligungsquoten erkennbar.<sup>59</sup> Im Gegensatz dazu ist für den SDAX ein signifikanter Aufwärtstrend (0,55 % pro Jahr) erkennbar.<sup>60</sup> Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Anzahl der deutschen Kapitalgesellschaften, die eine Schachtelbeteiligung halten: Während im DAX jedes dritte Unternehmen im Jahr 2009 einen Investor in Form einer inländischen Kapitalgesellschaft mit einer Beteiligung von mindestens 10 % vorweisen konnte, ist es im Jahr 2017 nur noch jedes vierte Unternehmen. Im SDAX steigt die Zahl der Investoren in Form inländischer Kapitalgesellschaften hingegen von 26 auf 50 %, sodass jedes zweite Unternehmen aus dem SDAX einen solchen Anteilseigner verzeichnen kann.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Ergebnisse dieser deskriptiven Untersuchung als überraschend eingestuft werden können. Im Durchschnitt lässt sich weder bei der Streubesitzquote noch bei der Schachtelbeteiligungsquote erkennen, dass die deutschen Kapitalgesellschaften auf die geänderte Rechtslage mit einer Anpassung der Beteiligungshöhe an anderen inländischen Kapitalgesellschaften reagiert haben.

### 3.4 Multivariate Regressionsanalyse

Die deskriptiven Ergebnisse können als erstes Indiz angesehen werden, dass deutsche Kapitalgesellschaften auf die geänderte Rechtslage nicht mit einer Reduzierung der Streubesitzquote reagiert haben. Die deskriptiven Eindrücke sollen nun im Rahmen einer multivariaten Regressionsanalyse untersucht werden. Dazu wird ein DiD-Ansatz gewählt, wodurch die Trendentwicklung zwischen zwei Gruppen (Treatment- und Kontrollgruppe) verglichen werden kann.<sup>61</sup>

Als Kontrollgruppe werden die Anteilseignerstrukturen italienischer Kapitalgesellschaften verwendet, da die ertragsteuerliche Behandlung von Beteiligungserträgen in Italien den deutschen Regelungen vor Einführung von § 8b Abs. 4 KStG sehr stark ähnelt. Sowohl die Steuerfreistellung zu 95 % als auch der Verzicht auf eine Mindestbeteiligungsquote entsprechen den deutschen Regelungen vor Einführung von § 8b Abs. 4 KStG. Wichtig ist zu betonen, dass es in Italien im gesamten Untersuchungszeitraum (2009–2017) zu keiner Änderung dieser Regelung gekommen ist.

Die zu erklärende Variable in der Regressionsgleichung (1) ist die Streubesitzquote an der Tochterkapitalgesellschaft  $i$  im Jahr  $t$ ,  $STREU_{i,t}$ .  $GER_i$  stellt die Dummy-Variable für die Treatment-Gruppe dar, die für deutsche Unternehmen den Wert 1 und

<sup>58</sup> Der  $t$ -Wert beträgt  $-4,47$ .

<sup>59</sup> Ein Großteil dieses Rückgangs ist auf Beteiligungsveräußerungen im Jahr 2011 zurückzuführen. Es handelt sich dabei zwar lediglich um vereinzelte Veräußerungsvorgänge, jedoch von großen Beteiligungen, sodass dies auf die durchschnittliche Schachtelbeteiligungsquote durchschlägt.

<sup>60</sup> Der  $t$ -Wert beträgt  $6,56$ .

<sup>61</sup> Vgl. hierzu Meyer (1995).

für italienische Unternehmen den Wert 0 annimmt. Die Variable  $POST_t$  ist ebenfalls eine Dummy-Variable, die angibt, ob die Beobachtung vor oder nach der untersuchten Reform erfolgt, wobei Beobachtungen nach der Rechtsänderung (2013–2017) den Wert 1 und Beobachtungen vor der Reform (2009–2012) den Wert 0 annehmen.  $GER_i * POST_t$  ist der Interaktionsterm der beiden genannten Dummy-Variablen, womit  $\beta_3$  die Wirkung der Einführung von § 8b Abs. 4 KStG auf die Streubesitzquoten deutscher Unternehmen angibt. Auf Basis der in Hypothese 1 geäußerten Erwartungshaltung ist ein negativer Koeffizient für  $\beta_3$  zu erwarten.

Die Regressionsgleichung enthält darüber hinaus unternehmensspezifische Kontrollvariablen, die ebenfalls die Höhe der Streubesitzquote beeinflussen könnten.<sup>62</sup> Die Variable  $SIZE_{i,t}$  kontrolliert für die Größe des Unternehmens und wird durch den natürlichen Logarithmus der Bilanzsumme abgebildet. Die Höhe der Streubesitzquote könnte auch maßgeblich davon abhängen, ob das Unternehmen eine Dividende ( $DIV_{i,t}$ ) ausschüttet oder nicht. Die Variable  $DIV_{i,t}$  berechnet sich als Quotient aus der Dividendenzahlung des Unternehmens (DVT) und der Bilanzsumme (AT). Da die Profitabilität ( $ROA_{i,t}$ ; berechnet als Quotient aus Nachsteuereinkommen und Bilanzsumme) und der Verschuldungsgrad ( $LEV_{i,t}$ ; berechnet als die Summe aus kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten skaliert mit der Bilanzsumme) eines Unternehmens ebenfalls die Anteilseignerstruktur beeinflussen könnten, wird für entsprechende Unterschiede im Rahmen des Modells kontrolliert. Je nach Modellspezifikation erfolgt zudem eine Kontrolle für industriespezifische (*IndustryFE*) Einflussfaktoren.<sup>63</sup>  $\varepsilon_{i,t}$  ist der unabhängige und identisch verteilte Störterm.

$$STREU_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GER_i + \beta_2 POST_t + \beta_3 GER_i * POST_t + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + IndustryFE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Die Ergebnisse dieser DiD-Analyse werden in Tab. 5 abgebildet. Zunächst einmal verdeutlicht der signifikant positive Koeffizient für  $\beta_1$ , dass in dem Zeitraum 2009–2012 die Streubesitzquote von deutschen Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Tochterkapitalgesellschaften im Durchschnitt höher ist als die von italienischen Kapitalgesellschaften an italienischen Tochterkapitalgesellschaften. Der Koeffizient für  $POST_t$  gibt an, wie sich die Streubesitzquote für das italienische Setting zwischen den Perioden 2009–2012 und 2013–2017 entwickelt hat. Der negative Koeffizient in den Modellen (1)–(3) bedeutet in diesem Zusammenhang, dass sich die Streubesitzquote zwischen diesen beiden Perioden leicht reduziert hat, obwohl es in Italien keine mit Deutschland vergleichbare Rechtsänderung für die Besteuerung von Streubesitzdividenden gegeben hat. Von besonderem Interesse ist allerdings der Interaktionsterm ( $GER_i * POST_t$ ). Würden deutsche Kapitalgesellschaften nach der Rechtsänderung tatsächlich die Höhe ihrer Streubesitzbeteiligungen an deutschen

<sup>62</sup> Für die Auswahl der Kontrollvariablen wurde auf die relevante Literatur zurückgegriffen. Vgl. bspw. Frank und Goyal (2007); Elayan et al. (2009); Jun et al. (2011); Feld et al. (2013) sowie Faccio und Xu (2015).

<sup>63</sup> In zusätzlichen Tests wurden alle Regressionen auch mit *FirmFE* anstelle von *IndustryFE* gerechnet. Die Erkenntnisse dieser Studie verändern sich dadurch nicht.

**Tab. 5** Vergleich der Streubesitzquoten zwischen Deutschland und Italien

	(1)	(2)	(3)
<i>KONSTANTE</i>	0,038*** (7,55)	0,021** (2,29)	–0,021** (–2,16)
<i>GER</i>	0,037*** (5,56)	0,034*** (3,72)	0,043*** (5,85)
<i>POST</i>	–0,005** (–2,45)	–0,005** (–2,55)	–0,005** (–2,45)
<i>GER * POST</i>	0,004 (0,88)	0,003 (0,78)	0,004 (1,02)
<i>SIZE</i>	–	0,003 (1,26)	–0,000 (–0,31)
<i>DIV</i>	–	–0,067 (–0,76)	–0,077 (–0,81)
<i>ROA</i>	–	0,000 (0,76)	0,001 (1,64)
<i>LEV</i>	–	–0,002 (–0,13)	0,017 (1,13)
<i>IndustryFE</i>	Nein	Nein	Ja
<i>N</i>	2385	2385	2385
Adj. R <sup>2</sup>	9,6 %	10,6 %	31,5 %

Diese Tabelle gibt die Ergebnisse der in Abschn. 3.4 beschriebenen Regressionsgleichung (1) wieder  
Die Standardfehler sind auf Firmenebene geclustert

Die *t*-Werte befinden sich in Klammern unterhalb der einzelnen Koeffizienten

Die zu erklärende Variable ist in allen drei Spezifikationen die Streubesitzquote an der Tochterkapitalgesellschaft (*STREU*)

*GER* stellt die Dummy-Variable für die Treatment-Gruppe dar, die für deutsche Unternehmen den Wert 1 und für italienische Unternehmen den Wert 0 annimmt

Die Variable *POST* ist ebenfalls eine Dummy-Variable, die angibt, ob die Beobachtung vor oder nach der untersuchten Reform erfolgt

Während Spezifikation (1) keine Kontrollvariablen beinhaltet, wird in Spezifikation (2) und (3) für die Größe des Unternehmens (*SIZE*), Dividendenausschüttungen (*DIV*), Profitabilität (*ROA*) und den Verschuldungsgrad (*LEV*) kontrolliert

Die genaue Definition der Kontrollvariablen kann dem Anhang entnommen werden

In Spezifikation (3) erfolgt zudem eine Kontrolle für industriespezifische Einflussfaktoren (*IndustryFE*)

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10%-, 5%- und 1%-Niveau an

Tochterkapitalgesellschaften reduzieren (Hypothese 1), müsste  $\beta_3$  einen statistisch signifikanten negativen Koeffizienten aufweisen. Die Ergebnisse in Tab. 5 zeigen jedoch, dass  $\beta_3$  in sämtlichen Modellvariationen (1)–(3) nicht signifikant ist, sodass die Ergebnisse der DiD-Analyse die deskriptiven Erkenntnisse aus Abschn. 3.3 bestätigen. Entgegen der ursprünglichen Erwartung (Hypothese 1), ist eine Reaktion auf die Gesetzesänderung in Deutschland nicht erkennbar.

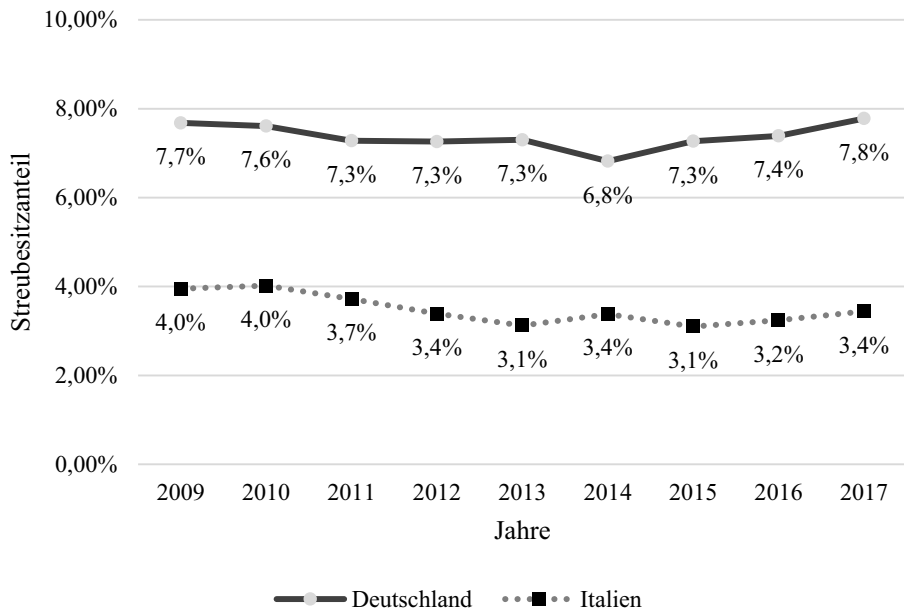
Für die Anwendung des DiD-Ansatzes muss allerdings die Voraussetzung erfüllt sein, dass die Entwicklung der Streubesitzquoten in beiden Ländern vor der Rechtsänderung in Deutschland einem ähnlichen Trend unterliegen.<sup>64</sup> Aus diesem Grund zeigt Abb. 7 die Entwicklung der Streubesitzquoten für Deutschland und Italien im Zeitablauf. Es wird ersichtlich, dass sich für die Jahre 2009 bis 2012 grundsätzlich ein sehr ähnlicher Verlauf ergibt. Die Streubesitzquoten verlaufen sehr konstant und gehen lediglich um 0,4 Prozentpunkte in Deutschland und um 0,6 Prozentpunkte in Italien zurück.

In Anlehnung an bestehende Literatur wird dies abschließend auch noch empirisch überprüft.<sup>65</sup> Dazu wird die obige Regressionsgleichung (1) derart modifiziert,

<sup>64</sup> Vgl. Roberts und Whited (2013).

<sup>65</sup> Vgl. bspw. Dyreng et al. (2016).





**Abb. 7** Vergleich der Streubesitzquoten zwischen Deutschland und Italien im Zeitablauf

dass neben jährlichen Dummy-Variablen (*YearFE*) auch für jedes Jahr Interaktions-terme gebildet werden. Die in der obigen Gleichung zusammengefassten Zeiträume vor und nach der Rechtsänderung werden folglich für jedes Jahr einzeln überprüft. Somit ergibt sich die folgende Regressionsgleichung (2):

$$\begin{aligned}
 STREU_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GER_i + \beta_2 GER_i * Yr2010_t + \beta_3 GER_i * Yr2011_t \\
 & + \beta_4 GER_i * Yr2012_t + \beta_5 GER_i * Yr2013_t \\
 & + \beta_6 GER_i * Yr2014_t + \beta_7 GER_i * Yr2015_t \\
 & + \beta_8 GER_i * Yr2016_t + \beta_9 GER_i * Yr2017_t + \beta_{10} SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_{11} DIV_{i,t} + \beta_{12} ROA_{i,t} + \beta_{13} LEV_{i,t} + YearFE \\
 & + IndustryFE + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (2)$$

In Gl. 2 sind demzufolge Interaktionsterme zwischen  $GER_i$  und den drei Jahren vor bzw. den fünf Jahren nach Einführung der Mindestbeteiligungsquote enthalten. Um die Annahme paralleler Trends vor der Rechtsänderung zu erfüllen, sollten die Koeffizienten  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ , und  $\beta_4$  (Zeitraum 2010–2012) nicht signifikant sein. Wie in Tab. 6 ersichtlich ist, ist dies in allen Modellspezifikationen gegeben. Die Koeffizienten  $\beta_5$  bis  $\beta_9$  geben darüber hinaus die Entwicklung nach der Rechtsänderung (Zeitraum 2013–2017) an. Auch für diesen Zeitraum sind alle fünf Interaktionsterme nicht signifikant ( $p$ -Wert  $> 0,10$ ). Die Rechtsänderung in Deutschland hat demzufolge – im Vergleich zu Italien – in keinem der fünf Jahre ab 2013 zu einem signifikanten Rückgang der Streubesitzquoten geführt.

**Tab. 6** Überprüfung der Voraussetzung paralleler Trends zwischen Deutschland und Italien

	(1)	(2)	(3)
<i>KONSTANTE</i>	0,039*** (9,54)	0,023** (2,11)	–0,019** (–2,06)
<i>GER</i>	0,037*** (5,40)	0,034*** (4,30)	0,043*** (5,37)
<i>GER * Yr2010</i>	–0,001 (–0,23)	–0,001 (–0,21)	–0,001 (–0,14)
<i>GER * Yr2011</i>	–0,002 (–0,25)	–0,002 (–0,21)	–0,000 (–0,05)
<i>GER * Yr2012</i>	0,001 (0,18)	0,001 (0,15)	0,003 (0,37)
<i>GER * Yr2013</i>	0,004 (0,61)	0,004 (0,56)	0,006 (0,83)
<i>GER * Yr2014</i>	–0,003 (–0,40)	–0,003 (–0,42)	–0,001 (–0,19)
<i>GER * Yr2015</i>	0,004 (0,58)	0,004 (0,48)	0,006 (0,78)
<i>GER * Yr2016</i>	0,004 (0,53)	0,004 (0,44)	0,006 (0,78)
<i>GER * Yr2017</i>	0,006 (0,74)	0,005 (0,65)	0,007 (0,80)
<i>SIZE</i>	–	0,003 (1,25)	–0,000 (–0,31)
<i>DIV</i>	–	–0,066 (–0,76)	–0,077 (–0,81)
<i>ROA</i>	–	0,000 (0,56)	0,001 (1,31)
<i>LEV</i>	–	–0,002 (–0,11)	0,017 (1,18)
<i>YearFE</i>	Ja	Ja	Ja
<i>IndustryFE</i>	Nein	Nein	Ja
<i>N</i>	2385	2385	2385
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	9,7 %	10,7 %	31,7 %

Diese Tabelle gibt die Ergebnisse der in Abschn. 3.4 beschriebenen Regressionsgleichung (2) wieder

Die Standardfehler sind auf Firmenebene geclustert

Die *t*-Werte befinden sich in Klammern unterhalb der einzelnen Koeffizienten

Die zu erklärende Variable ist in allen drei Spezifikationen die Streubesitzquote an der Tochterkapitalgesellschaft (*STREU*)

Anstelle der Indikatorvariable *POST* in Regressionsgleichung (1) werden in dieser Regression jährliche Dummy-Variablen verwendet (*YearFE*) und Interaktionsterme (*GER \* Yr*) gebildet, um die Annahme paralleler Trends zu testen

Während Spezifikation (1) keine Kontrollvariablen beinhaltet, wird in Spezifikation (2) und (3) für die Größe des Unternehmens (*SIZE*), Dividendenausschüttungen (*DIV*), Profitabilität (*ROA*) und den Verschuldungsgrad (*LEV*) kontrolliert

Die genaue Definition der Kontrollvariablen kann dem Anhang entnommen werden

In Spezifikation (3) wird zusätzlich für industriespezifische Einflussfaktoren (*IndustryFE*) kontrolliert

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10 %-, 5 %- und 1 %-Niveau an

Abgerundet wird der Vergleich mit dem italienischen Setting durch eine Betrachtung der Schachtelbeteiligungsquoten. Durch die Rechtsänderung in Deutschland wäre es denkbar, dass es zu einer Zunahme von Schachtelbeteiligungen (Beteiligung  $\geq 10\%$ ) an deutschen Kapitalgesellschaften kommt (H2). Dazu wird die obige DiD-Analyse wiederholt und lediglich in Gl. 1 die abhängige Variable  $STREU_{i,t}$  durch  $SCHACHTEL_{i,t}$  ersetzt.  $SCHACHTEL_{i,t}$  gibt für jedes deutsche (italienische) Unternehmen aus dem DAX, MDAX oder SDAX (FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap oder FTSE Italia Small Cap) die Beteiligungsquote von allen deutschen (italienischen) Kapitalgesellschaften an, die mindestens eine Beteiligung in Höhe von 10 % halten.

Die Ergebnisse in Tab. 7 lassen zunächst erkennen, dass die Schachtelbeteiligungsquoten in Italien (1) im Zeitraum 2009–2012 deutlicher höher sind als in Deutschland ( $\beta_1 < 0$  in allen Modellen) und (2) im Zeitablauf keinen signifikanten

**Tab. 7** Vergleich der Schachtelbeteiligungsquoten von Kapitalgesellschaften zwischen Deutschland und Italien

	(1)	(2)	(3)
<i>KONSTANTE</i>	0,180*** (8,52)	0,186*** (4,49)	0,334*** (6,93)
<i>GER</i>	−0,091*** (−3,46)	−0,085*** (−3,02)	−0,070** (−2,03)
<i>POST</i>	0,005 (0,44)	0,006 (0,50)	0,005 (0,48)
<i>GER * POST</i>	0,000 (0,01)	0,001 (0,04)	0,004 (0,33)
<i>SIZE</i>	–	−0,004 (−0,76)	−0,020*** (−2,85)
<i>DIV</i>	–	0,352 (0,66)	0,410 (0,73)
<i>ROA</i>	–	0,003 (0,43)	0,005 (0,73)
<i>LEV</i>	–	0,062 (0,97)	−0,004 (−0,05)
<i>IndustryFE</i>	Nein	Nein	Ja
<i>N</i>	2385	2385	2385
Adj. R <sup>2</sup>	3,5 %	3,9 %	19,0 %

Diese Tabelle gibt die Ergebnisse der in Abschn. 3.4 beschriebenen modifizierten Regressionsgleichung (1) wieder

Anstelle der Streubesitzquote (*STREU*) stellt nun die Schachtelbeteiligungsquote (*SCHACHTEL*) die zu erklärende Variable in allen drei Spezifikationen dar

Die Standardfehler sind auf Firmenebene geclustert

Die *t*-Werte befinden sich in Klammern unterhalb der einzelnen Koeffizienten. *GER* stellt die Dummy-Variable für die Treatment-Gruppe dar, die für deutsche Unternehmen den Wert 1 und für italienische Unternehmen den Wert 0 annimmt

Die Variable *POST* ist ebenfalls eine Dummy-Variable, die angibt, ob die Beobachtung vor oder nach der untersuchten Reform erfolgt

Während Spezifikation (1) keine Kontrollvariablen beinhaltet, wird in Spezifikation (2) und (3) für die Größe des Unternehmens (*SIZE*), Dividendenausschüttungen (*DIV*), Profitabilität (*ROA*) und den Verschuldungsgrad (*LEV*) kontrolliert

Die genaue Definition der Kontrollvariablen kann dem Anhang entnommen werden

In Spezifikation (3) erfolgt zudem eine Kontrolle für industriespezifische Einflussfaktoren (*IndustryFE*)

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10 %-, 5 %- und 1 %-Niveau an

Schwankungen unterliegen ( $\beta_2$  nicht signifikant in allen Modellen). Der Koeffizient für  $\beta_3$  ist, ähnlich zur vorherigen Untersuchung der Streubesitzquoten, nicht signifikant. Folglich hat es in Deutschland keine signifikante Zunahme von Schachtelbeteiligungen gegeben.<sup>66</sup> Dieses Ergebnis steht nicht im Einklang mit der aufgestellten Hypothese 2. Zusammenfassend kann demnach festgehalten werden, dass die deutschen Kapitalgesellschaften auf die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG weder mit einer sichtbaren Reduzierung von Streubesitz-(Hypothese 1) noch mit einer Zunahme von Schachtelbeteiligungen (Hypothese 2) reagiert haben. Die Beteiligungsstrukturen in Deutschland scheinen sich durch die Reform demnach nicht nachhaltig verändert zu haben.

<sup>66</sup> Analog zum Vorgehen bei der Untersuchung der Streubesitzquoten wurde für die Analyse der Schachtelbeteiligungsquoten auch das Vorliegen eines parallelen Trends für die Jahre vor 2013 überprüft. Unter Verwendung von *SCHACHTEL*<sub>*i,t*</sub> als abhängige Variable in Regressionsgleichung (2) ergeben sich über alle Modelle ausschließlich nicht signifikante Koeffizienten  $\beta_2$  bis  $\beta_9$ . Eine signifikante Trendabweichung zwischen Deutschland und Italien gab es somit weder vor noch nach der Rechtsänderung.

### 3.5 Robustheitstests

Um die Robustheit der bisherigen Ergebnisse zu testen, eignen sich als weitere Kontrollgruppe auch Investoren innerhalb des deutschen Settings. Für inländische Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute (§ 8b Abs. 7 KStG) sowie Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen (§ 8b Abs. 8 KStG) ist § 8b Abs. 1 KStG nicht anwendbar. Diese Investorengruppen sind deshalb nicht von der Einführung des § 8b Abs. 4 KStG betroffen, sondern unterliegen hinsichtlich ihrer Dividendenbezüge für den gesamten Untersuchungszeitraum vollumfänglich der Besteuerung.

Die Regressionsgleichung (1) wird erneut geschätzt, mit der Ausnahme, dass anstelle von  $GER_i$  nun die Variable  $NO\_BANK_i$  verwendet wird. Die Dummy-Variable  $NO\_BANK_i$  nimmt den Wert 1 an, sofern es sich um Anteilseigner in Form inländischer Kapitalgesellschaften handelt und hat ansonsten den Wert 0 (d.h. bei dem Investor handelt es sich um eine inländische Bank oder Versicherung). Der Interaktionsterm  $NO\_BANK_i * POST_i$  ist erneut von besonderem Interesse, da dadurch die Wirkung der Einführung von § 8b Abs. 4 KStG auf die Streubesitzquoten erkennbar wird. In Tab. 8 werden die Ergebnisse dieser DiD-Schätzung abgetragen. Wenig überraschend ist das Ergebnis, dass der Koeffizient  $\beta_i$  stets signifikant positiv ist. Durchschnittlich halten im Zeitraum 2009–2012 demzufolge deutsche Kapitalgesellschaften mehr Streubesitzanteile an anderen inländischen Kapitalgesellschaften als

**Tab. 8** Vergleich der Streubesitzbeteiligungen: Kapitalgesellschaften vs. Banken und Versicherungen

	(1)	(2)	(3)
<i>KONSTANTE</i>	0,004*** (9,37)	0,017** (2,39)	−0,014* (−1,80)
<i>NO_BANK</i>	0,072*** (16,45)	0,072*** (16,44)	0,072*** (16,28)
<i>POST</i>	−0,002*** (−5,61)	−0,001*** (−2,93)	−0,001** (−2,48)
<i>NO_BANK * POST</i>	0,001 (0,17)	0,001 (0,17)	0,001 (0,16)
<i>SIZE</i>	–	−0,002** (−2,04)	−0,002 (−1,60)
<i>DIV</i>	–	−0,102 (−1,49)	−0,059 (−0,75)
<i>ROA</i>	–	0,023 (0,70)	0,003 (0,11)
<i>LEV</i>	–	0,004 (0,29)	0,017 (1,32)
<i>IndustryFE</i>	Nein	Nein	Ja
<i>N</i>	1998	1998	1998
Adj. R <sup>2</sup>	48,4 %	49,0 %	55,4 %

Diese Tabelle gibt die Ergebnisse der in Abschn. 3.5 beschriebenen Regression wieder

Die abhängige Variable ist in allen drei Spezifikationen die Streubesitzquote an der Tochterkapitalgesellschaft (*STREU*)

Anstelle von *GER* wird nun die Dummy-Variable *NO\_BANK* verwendet, die den Wert 1 annimmt, sofern es sich um inländische Kapitalgesellschaften handelt und ansonsten den Wert 0 hat (d.h. es handelt sich um eine inländische Bank oder Versicherung)

Während Spezifikation (1) keine Kontrollvariablen beinhaltet, wird in Spezifikation (2) und (3) für die Größe des Unternehmens (*SIZE*), Dividendenausschüttungen (*DIV*), Profitabilität (*ROA*) und den Verschuldungsgrad (*LEV*) kontrolliert

Die genaue Definition der Kontrollvariablen kann dem Anhang entnommen werden

In Spezifikation (3) erfolgt zudem eine Kontrolle für industriespezifische Einflussfaktoren (*IndustryFE*)

Die Standardfehler sind auf Firmenebene geclustert

Die *t*-Werte befinden sich in Klammern unterhalb der einzelnen Koeffizienten

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10 %-, 5 %- und 1 %-Niveau an

inländische Banken und Versicherungen. In allen drei Modellen ist der Koeffizient für  $\beta_2$  darüber hinaus signifikant negativ, sodass die Streubesitzquote von Banken und Versicherungen im Zeitablauf leicht rückläufig zu sein scheint. Der Koeffizient  $\beta_3$  ist nicht signifikant und steht damit im Einklang mit allen bisherigen Analysen. Es kann somit festgehalten werden, dass die deutschen Kapitalgesellschaften auf die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG nicht erkennbar mit einer Anpassung ihrer Beteiligung reagiert haben. Aus Gründen der Vollständigkeit sei darauf hingewiesen, dass eine Veränderung in der Schachtelbeteiligungsquote ebenfalls nicht festgestellt werden kann und die Annahme eines parallelen Trends auch bei dem Setting der Banken und Versicherungen erfüllt ist.<sup>67</sup>

Unsere bisherigen Analysen beleuchten die Problemstellung auf aggregierter Ebene. Sowohl die Streubesitz- als auch die Schachtelbeteiligungsquote fassen die Gesamtheit aller Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft entsprechend der Unterscheidung Streubesitz (kleiner 10 %) und Schachtelbeteiligung (mindestens 10 %) zusammen und werden dann mittels der DiD-Analyse auf Veränderungen im Zeitablauf untersucht. Um sicherzustellen, dass diese Vorgehensweise die tatsächliche Halte- und Veräußerungspolitik der betrachteten Kapitalgesellschaften widerspiegelt, werden in einem nächsten Schritt die Beteiligungserwerbe und -veräußerungen vor und nach der Gesetzesänderung deskriptiv untersucht. Hierbei wird ein besonderer Fokus auf solche Vorgänge gelegt, die zu einem Über- bzw. Unterschreiten der 10 % Mindestbeteiligungsschwelle i. S. d. § 8b Abs. 4 KStG geführt haben. Durch diesen Test soll ausgeschlossen werden, dass gegenläufige Effekte innerhalb des Untersuchungssamples durch die kumulierte Betrachtungsweise unberücksichtigt bleiben.

Betrachtet man zunächst die Gesamtheit aller stattgefundenen Beteiligungserwerbe, zeigt sich, dass im Zeitraum vor der Gesetzesänderung pro Jahr durchschnittlich vier Überschreitungen der 10 %-Schwelle stattgefunden haben (siehe Tab. 9). Für den Zeitraum nach der Gesetzesänderung ergibt sich nur ein leichter Rückgang (durchschnittlich 3,6 Überschreitungen pro Jahr). Die Gesamtheit aller stattgefundenen Beteiligungsveräußerungen, die zu einem Unterschreiten der 10 % Mindestbeteiligungsschwelle geführt haben, ist mit durchschnittlich drei Ereignissen vor und 2,4 Ereignissen nach der Gesetzesänderung ebenfalls nahezu konstant.

Zweifellos ist die Entscheidung, zusätzliche Anteile zu erwerben, von der Beteiligungshöhe im Zeitpunkt der Gesetzesänderung abhängig. Im untersuchten Datensatz hielten sechs Anteilseigner im Jahr 2012 Streubesitzanteile zwischen 9 und 10 %, also knapp unterhalb der Mindestbeteiligungsschwelle. Wenngleich diese Anteilseigner die privilegierte Besteuerung des § 8b Abs. 1 und 5 KStG bereits mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz hätten „erwerben“ können, nahm nur ein Anteilseigner diese Gelegenheit wahr. Zwei Anteilseigner, die bislang Streubesitzanteile i. H. v. etwa 5 % hielten, erwarben ebenfalls zusätzliche Anteile und haben die 10 %-Schwelle dadurch übertreten. Die übrigen zwei Überschreitungen im Jahr 2013

<sup>67</sup> Im Übrigen ist diese Annahme nicht erfüllt, wenn als Kontrollgruppe die Gruppe der ausländischen Kapitalgesellschaften gewählt wird. Die Streubesitzquote der ausländischen Kapitalgesellschaften ist bereits für den Zeitraum 2009 bis 2012 von 17,9 % auf 20,4 % angestiegen. Die Voraussetzung eines parallelen Trends für den Zeitraum vor 2013 zwischen Kontroll- und Treatmentgruppe ist demnach verletzt. Somit scheidet diese Gruppe als weitere Kontrollgruppe aus. Im weiteren Zeitverlauf steigt die Streubesitzquote von ausländischen Kapitalgesellschaften weiter an und beträgt im Jahr 2017 mehr als 27,2 %.

**Tab. 9** Deskriptive Auswertung eines Über-/Unterschreiten der 10 % Grenze vor und nach der Gesetzesänderung

	PRE-Zeitraum				POST-Zeitraum				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Überschreitung</i>									
DAX	1	0	0	0	0	1	0	0	0
MDAX	1	2	1	0	3	0	1	0	1
SDAX	3	1	5	2	2	3	1	3	3
Gesamt	5	3	6	2	5	4	2	3	4
<i>Unterschreitung</i>									
DAX	0	0	1	0	0	1	0	0	1
MDAX	1	0	3	1	1	1	3	1	0
SDAX	2	1	2	1	0	1	2	1	0
Gesamt	3	1	6	2	1	3	5	2	1

sind auf Neuerwerbe durch bislang nicht beteiligte Anteilseigner zurückzuführen. Die überraschend geringe Reaktion ist maßgeblich auf die hohe Marktkapitalisierung der betrachteten Kapitalgesellschaften zurückzuführen.

Unser nächster Robustheitstest, ein Verweildauermodell, betrachtet erneut die Ebene einzelner Investoren und knüpft damit an die vorangegangene deskriptive Analyse an. Das Verweildauermodell ermöglicht uns, neben tatsächlich im Beobachtungszeitraum stattgefundenen Veräußerungen auch solche Beobachtungen einzubeziehen, in denen Anteile zwar erworben wurden, aber noch keine Veräußerung stattgefunden hat. Das Modell erlaubt sodann eine Aussage darüber, ob sich die Wahrscheinlichkeit, einen Streubesitzanteil zu veräußern, durch die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG geändert hat.

Bevor die einzelnen Modelle geschätzt werden können, sind vereinzelte Datenbereinigungen durchzuführen. Der untersuchte Datensatz enthält grundsätzlich die Jahre 2009 bis 2017. Da der *POST*-Zeitraum (2013–2017) den *PRE*-Zeitraum (2009–2012) um ein Jahr übersteigt, betrachten wir im Verweildauermodell für den *POST*-Zeitraum nur die Jahre 2013–2016.<sup>68</sup> Dadurch wird gewährleistet, dass die ungleiche Länge beider Zeiträume die Ergebnisse nicht verzerrt. Darüber hinaus unterscheiden wir zwei Testspezifikationen. In der Testspezifikation (1) berücksichtigen wir alle deutschen Kapitalgesellschaften, die zu Beginn des *PRE*- bzw. *POST*-Zeitraums (demnach in den Jahren 2009 bzw. 2013) an einer anderen deutschen Kapitalgesellschaft beteiligt waren. Dies bedeutet demnach, dass diese Investoren unter Umständen bereits seit einigen Jahren an der entsprechenden Kapitalgesellschaft beteiligt sind. Da nicht auszuschließen ist, dass die grundsätzliche Haltedauer auch einen Einfluss auf die Verkaufsentscheidung haben kann, werden in der Testspezifikation (2) nur die deutschen Kapitalgesellschaften berücksichtigt, die die Anteile erst zu Beginn des *PRE*- bzw. *POST*-Zeitraums erworben haben. Folglich waren die Investoren in Testspezifikation (2) im Jahr 2008 bzw. 2012 noch nicht an der entsprechenden Kapitalgesellschaft beteiligt. Testspezifikation (2) stellt so-

<sup>68</sup> Alternativ wurde der Zeitraum 2014–2017 überprüft. Die Ergebnisse verändern sich dadurch nicht.

**Tab. 10** Ergebnisse der Verweildauermodelle

	(1) Cox	(1) Weibull	(2) Cox	(2) Weibull
<i>POST</i>	0,800** (–2,07)	0,779** (–1,99)	0,816* (–1,73)	0,778* (–1,67)
<i>UnternehmensFE</i>	Ja	Ja	Ja	Ja
<i>N</i>	6492	6492	1759	1759
Time at risk	19.720	19.720	4717	4717

Die Standardfehler sind auf Investorenebene geclustert

Die Koeffizienten geben die jeweilige Hazardrate an

Die z-Werte befinden sich in Klammern unterhalb der einzelnen Koeffizienten

Bei der abhängigen Variablen handelt es sich um eine Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, sofern ein inländischer Anteilseigner seine Beteiligung an einer anderen inländischen Kapitalgesellschaft in dem jeweiligen Jahr vollständig veräußert hat und ansonsten den Wert 0 aufweist (d. h. eine vollständige Veräußerung hat in diesem Jahr nicht stattgefunden)

In allen Modellen wurden unternehmensspezifische Fixeffekte (*UnternehmensFE*) berücksichtigt

\*, \*\*, \*\*\* gibt die Signifikanz auf dem 10 %-, 5 %- und 1 %-Niveau an

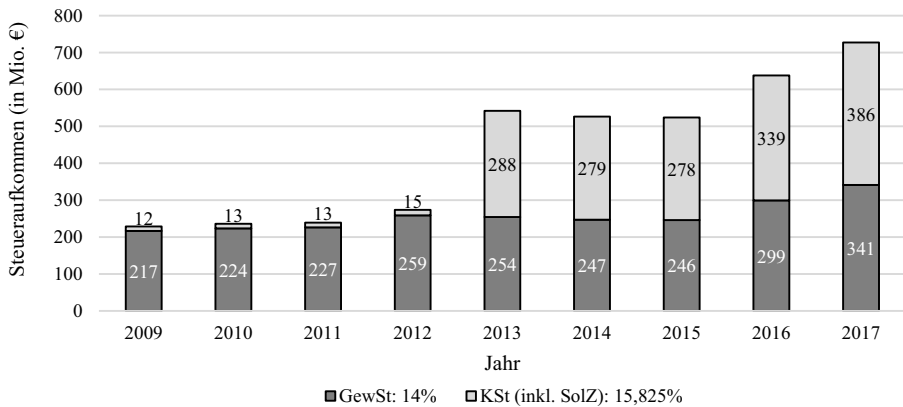
mit für beide Zeiträume gleiche Ausgangsvoraussetzungen für die Investoren dar, sodass sich lediglich die Besteuerung von Dividendenausschüttungen in den beiden Zeiträumen unterscheidet.

Für beide Testspezifikationen wird das semiparametrische Cox-Modell und das parametrische Weibull-Modell geschätzt.<sup>69</sup> In Tab. 10 wird ersichtlich, dass sich in sämtlichen Testspezifikationen für die Indikatorvariable *POST* eine signifikante Hazard rate ergibt, die stets einen Wert kleiner eins aufweist. Dies bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit einer Veräußerung im *PRE*-Zeitraum signifikant höher ist als im *POST*-Zeitraum. Dieses Ergebnis erscheint aufgrund der Steuerpflicht für Streubesitzdividenden im *POST*-Zeitraum grundsätzlich überraschend, reiht sich aber in unsere bisherigen Erkenntnisse ein. Das Investitionsverhalten der deutschen Kapitalgesellschaften scheint sich durch die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG – entgegen der ursprünglichen Erwartung – nicht verändert zu haben.

### 3.6 Entwicklung des Steueraufkommens aus Dividendenzahlungen

Basierend auf den bisherigen Erkenntnissen werden in einem letzten Schritt die fiskalischen Konsequenzen der Gesetzesänderung im Zeitablauf untersucht. Ziel ist es, das tatsächliche Steueraufkommen durch Streubesitzbeteiligungen zu ermitteln, welches durch Gewinnausschüttungen der DAX-, MDAX- und SDAX-Unternehmen an den originären Dividendenempfänger generiert wurde. Dazu werden für die 111 Unternehmen des deutschen Datensatzes (vgl. Tab. 2) die jeweiligen Dividendenzahlungen pro Jahr der Compustat Global Datenbank entnommen. Über die Thomson Reuters Datenbank werden die jährlichen Streubesitzquoten deutscher Kapitalgesellschaften an diesen Unternehmen ermittelt (s. hierzu im Detail Abschn. 3.1). Durch

<sup>69</sup> In weiteren Tests wurde auch das Gompertz-Modell und das exponentielle Modell geschätzt. Ebenso wurden in weitergehenden Analysen unterschiedliche Kontrollvariablen der Untersuchung hinzugefügt (bspw. ob im *PRE*- bzw. im *POST*-Zeitraum eine Dividende ausgeschüttet wurde). Die Aussagekraft unserer Ergebnisse ändert sich durch diese Modifikationen nicht.



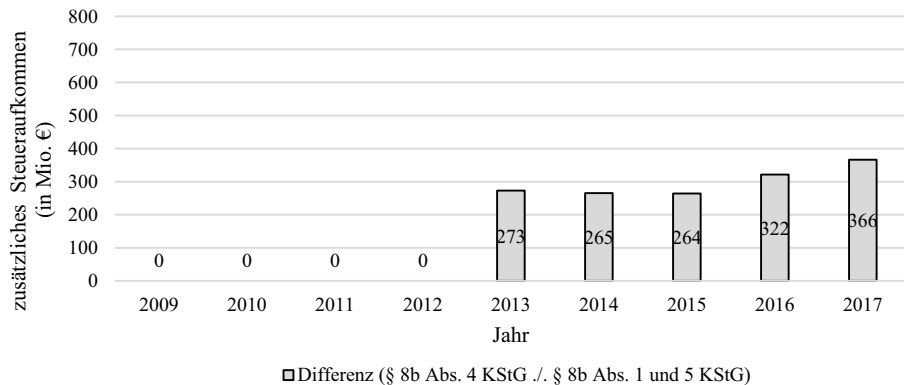
**Abb. 8** Geschätzte Entwicklung des Steueraufkommens durch Streubesitzanteile im Zeitablauf

die Verknüpfung beider Datenbanken kann für jedes Unternehmen ermittelt werden, wieviel Prozent der gesamten jährlichen Dividendenzahlung auf inländische Kapitalgesellschaften mit Streubesitzbeteiligungen entfällt. Durch diese Berechnung ergibt sich das in Abb. 8 dargestellte Steueraufkommen.

Im Jahr 2009 hat sich durch die Gewinnausschüttungen der größten deutschen Unternehmen (DAX, MDAX, SDAX) beim originären Dividendenempfänger eine Steuerbelastung von ca. 230 Mio. € ergeben. Es ist in diesem Zusammenhang wichtig hervorzuheben, dass sich diese Berechnung ausschließlich auf deutsche Kapitalgesellschaften bezieht, die Streubesitzanteile halten. Dies bedeutet, ausländische Investoren, Privataktionäre, Banken- und Kreditinstitute und deutsche Kapitalgesellschaften mit einer Beteiligung von mindestens 10 % sind in dieser Berechnung nicht enthalten. Es wird deutlich, dass durch die Gesetzesänderung das kumulierte Steueraufkommen erheblich ansteigt. Im Jahr 2013 steigt die Steuerbelastung aufgrund der Einführung von § 8b Abs. 4 KStG auf 542 Mio. €. <sup>70</sup> Im Jahr 2017 wird sogar ein Steueraufkommen durch Streubesitzanteile deutscher Kapitalgesellschaften von 727 Mio. € erreicht. Bei der Interpretation der Ergebnisse gilt es allerdings zu beachten, dass auch die Gewinnausschüttungen im Zeitablauf gestiegen sind. Im Jahr 2009 haben die im Datensatz enthaltenen deutschen Kapitalgesellschaften gemeinsam ca. 19,7 Mrd. € ausgeschüttet, während im Jahr 2017 von den gleichen Unternehmen über 36 Mrd. € Dividenden ausgeschüttet wurden. Um den sog. „Nettoeffekt“ aus der Gesetzesänderung zu ermitteln, wird aus diesem Grund das Steueraufkommen, welches in Abb. 9 dargelegt wurde, um den Betrag korrigiert, der sich ergeben hätte, wenn die Gesetzesänderung nicht in Kraft getreten wäre. In diesem Fall wäre auch für Streubesitzanteile weiterhin § 8b Abs. 1 und 5 KStG gel-

<sup>70</sup> § 8b Abs. 4 KStG gilt für alle Bezüge, die nach dem 28.02.2013 zufließen. Da im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses erst Ende Februar 2013 abschließende Klarheit bzgl. der konkreten Umsetzung herrschte, ist nicht davon auszugehen, dass Unternehmen in den Monaten Januar und Februar wesentliche (Sonder-)Dividenden ausgeschüttet haben. Aus Vereinfachungsgründen sind daher alle Dividendenbezüge des Jahres 2013 nach der neuen Rechtslage berücksichtigt worden.





**Abb. 9** Geschätzter „Nettoeffekt“ der Gesetzesänderung

tendes Recht gewesen. Diese Differenzbetrachtung zeigt den sog. „Nettoeffekt“ der Gesetzesänderung, indem für die gestiegenen Dividendenzahlungen im Zeitablauf kontrolliert wird.

Der sich ergebende „Nettoeffekt“ speist sich vollständig aus der veränderten körperschaftsteuerlichen Behandlung (inkl. SolZ). Gewerbesteuerlich ergeben sich zwischen der alten und der neuen Rechtslage keine Änderungen. Das zusätzliche Steueraufkommen ist enorm: In den ersten fünf Jahren seit Einführung von § 8b Abs. 4 KStG hat sich eine zusätzliche Steuerbelastung von ca. 1,49 Mrd. € ergeben. Da kein Rückgang der Streubesitzquote zu verzeichnen ist (siehe erneut Abb. 2), wird der Gesamteffekt ausschließlich durch zusätzliches Steueraufkommen getrieben. Es gilt zu beachten, dass sich diese Berechnungen ausschließlich auf den originären Dividendenempfänger beziehen. Weitere Beteiligungsstufen sind bei dieser Berechnung nicht berücksichtigt worden und würden den Gesamteffekt – je nach vorherrschender Streubesitzquote – verstärken.

## 4 Diskussion und Würdigung der Ergebnisse

In der Vergangenheit sind bereits vielfältige Einflüsse gesetzgeberischer Aktivität auf den deutschen Kapitalmarkt untersucht worden.<sup>71</sup> Steueränderungen, noch dazu solche, die für eine eng abgrenzbare Interessengruppe zu einer wesentlichen Erhöhung der Steuerbelastung führen, greifen nachhaltig in die wirtschaftliche Sphäre des Steuerpflichtigen ein.<sup>72</sup>

Die Vorschrift des § 8b Abs. 4 KStG wurde in das Körperschaftsteuergesetz eingeführt, um den zuvor durch den EuGH attestierten Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit durch eine Anpassung des nationalen Rechts zu beseitigen. Gleichwohl können mit jeder Gesetzesänderung schwer vorhersehbare oder gar unerwünschte

<sup>71</sup> Vgl. Hanauer et al. (2013) mit einer Aufzählung verschiedener Ereignisstudien betreffend Gesetzesänderungen in Deutschland.

<sup>72</sup> Vgl. Slemrod (2002); Edwards et al. (2004).

Ausweichreaktionen einhergehen.<sup>73</sup> Durch die drohende steuerliche Mehrbelastung war der Steuerpflichtige gut beraten, historische Investitionen erneut zu evaluieren und zu prüfen, ob die angestrebten Investitions- und Renditeziele auch auf Basis der nunmehr zu seinen Ungunsten geänderten steuerlichen Rahmenbedingungen weiterhin erreichbar sind. Auf den konkreten Sachverhalt bezogen, steht es jedem Investor frei, zu entscheiden, ob und wie er auf die Einführung der Steuerpflicht für Streubesitzdividenden reagieren möchte. Ihm wird explizit zugebilligt, neu disponieren zu dürfen, um die geringstmögliche Steuerbelastung zu realisieren.<sup>74</sup>

Unmittelbar beteiligte deutsche Kapitalgesellschaften haben auf die Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden nicht im Sinne einer Tatbestandsumgehung reagiert und ihre Beteiligungsquoten aufgestockt, um als „zukünftige Schachtelbeteiligung-Investoren“ weiterhin von der privilegierten Besteuerung nach § 8b Abs. 1, 5 KStG Gebrauch machen zu können. Sowohl die Schachtelbeteiligungsquote (Abb. 5) als auch die Streubesitzquote (Abb. 2) deutscher Kapitalgesellschaften an anderen inländischen Kapitalgesellschaften ist im Zeitablauf nahezu konstant. Selbst die Betrachtung des Zeitraums von 2012 bis 2014, der neben dem Ereignisjahr sowohl ein Jahr vor als auch ein Jahr nach der Gesetzesänderung umfasst, führt mit einer Schwankung der durchschnittlichen Streubesitzquote von lediglich 0,5 Prozentpunkten zu keinem gegenteiligen Ergebnis.

Auch lassen sich keine systematischen Veräußerungen im Rahmen der empirischen Analyse bestätigen, da die absolute Anzahl von deutschen Investoren in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft sogar einen klaren Aufwärtstrend aufweist (Abb. 4). Dies bedeutet, dass Investoren trotz tatsächlich vorhandener Mehrbelastung (Abb. 9) mitnichten im großen Stil ihre Streubesitzbeteiligungen veräußert haben, sondern lediglich geringere Beteiligungen halten. Die grundsätzliche Attraktivität von Streubesitzanteilen scheint sich trotz verminderter Rendite im Vergleich zur alten Rechtslage (vgl. Abschn. 2.2) daher nicht gravierend verändert zu haben.

Die Ergebnisse unserer empirischen Analyse legen nahe, dass die deutschen Kapitalgesellschaften auf die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG weder mit einer Reduzierung von Streubesitz-(Hypothese 1) noch mit einer Zunahme von Schachtelbeteiligungen (Hypothese 2) reagiert haben. Vielmehr kann festgehalten werden, dass sich die Beteiligungsstrukturen in Deutschland durch die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG nicht nachhaltig verändert haben. Alles deutet also darauf hin, dass die im Rahmen dieser Untersuchung betrachteten Steuerpflichtigen nicht auf die Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden reagiert haben. Folglich scheint die Attraktivität von Streubesitzanteilen – trotz der seit dem Veranlagungszeitraum 2013 erhöhten Steuerbelastung im Vergleich zur alten Rechtslage – nicht wesentlich abgenommen zu haben. Nichtsdestoweniger erreicht der Eingriff des Gesetzgebers in die wirtschaftliche Sphäre des Steuerpflichtigen ein Ausmaß, das geeignet scheint, Steuerpflichtige dazu zu veranlassen, in der Vergangenheit getroffene Investitionsentscheidungen neu zu evaluieren. Aufgrund der Tatsache, dass keine systematischen Veräußerungen von Streubesitzbeteiligungen im Rahmen der empirischen Analyse beobachtet werden konnten, ist anzunehmen, dass die Neuevaluierung der Aktien-

<sup>73</sup> Vgl. Wernsmann (2016), § 3 AO Rz. 86; Kirchhof (2018), Einleitung Rz. 16, 78.

<sup>74</sup> Vgl. Bundesverfassungsgericht (1959); Heber (2017).

investitionen auf Ebene der deutschen Kapitalgesellschaften weiterhin zu positiven Entscheidungswerten geführt hat.

Die Renditeerwartung von Aktieninvestitionen basiert im Wesentlichen auf zwei Komponenten: Dividendenrendite und Kursgewinnpotential. Nachdem die laufende Dividendenrendite beim originären Dividendenempfänger in einer Nachsteuerbetrachtung aufgrund der bereits dargestellten Mehrbelastung für Streubesitzbeteiligungen wesentlich reduziert wurde (Abb. 1), rückt dies das Kursgewinnpotential in den Fokus. Betrachtet man nun *ex post* die extrem positive Kursentwicklung im Untersuchungszeitraum (DAX +265,97 %, MDAX +464,48 %, SDAX +420,08 %)<sup>75</sup>, mag dies die ausbleibende Reaktion auf die steuerliche Mehrbelastung erklären. Das Kursgewinnpotential in Kombination mit der nach wie vor bestehenden Privilegierung von Anteilsveräußerungen gem. § 8b Abs. 2, 3 KStG (§ 8b Abs. 4 KStG ist in Veräußerungsfällen nicht anwendbar) übersteigt damit in der Realität schlichtweg die durch die neue Rechtslage gestiegene Steuerbelastung um ein Vielfaches. Demzufolge ergibt sich, im Einklang mit den Erkenntnissen der empirischen Untersuchung, keine ökonomisch-rationale Notwendigkeit zur Reaktion auf die Einführung der Steuerpflicht von Streubesitzdividenden.

Die empirische Analyse wurde bewusst auf den originären Dividendenempfänger beschränkt, da auf dieser Ebene die höchste steuerliche Mehrbelastung anfällt und die ökonomischen Wirkungen der Gesetzesänderung somit von besonderem Interesse sind. Gleichwohl darf im Rahmen einer abschließenden Gesamtbetrachtung die Ebene der ausschüttenden Gesellschaft nicht vollständig ausgeblendet werden, denn aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Verhältnisse zwischen Aktiengesellschaften und ihren Aktionären könnten sich Einflüsse der neuen Rechtslage auf das Ausschüttungsverhalten der Gesellschaften ergeben, um die Nachsteuerrendite der Anteilseigner zu maximieren. Auch wenn die empirische Evidenz in diesem Zusammenhang nicht eindeutig ist, haben frühere Untersuchungen auf dem US-Kapitalmarkt ergeben, dass Firmen auf eine kurzfristige und zeitlich begrenzte Absenkung der Besteuerung von Dividenden unmittelbar reagiert und geplante Dividenden vorgezogen haben, um die Nachsteuerrendite ihrer Anteilseigner zu maximieren.<sup>76</sup> Bezogen auf die Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden hieße dies, die Unternehmen selbst müssten ebenfalls auf die steigende Steuerbelastung reagieren und durch ein entsprechendes Timing von Dividendenausschüttungen und ggf. Sonderausschüttungen vor dem 28.02.2013 versucht haben, Dividenden noch im großen Ausmaß nach alter Rechtslage an ihre Aktionäre auszuschütten.

Das Timing steuerlich wirksamer Handlungen ist ein wesentliches und sehr wirksames Instrument der Steuerplanung.<sup>77</sup> Im Rahmen unserer empirischen Untersuchung konnten wir für das Jahr 2012 bzw. 2013 indes keine außergewöhnlich hohen Dividendenausschüttungen beobachten.<sup>78</sup> Als begründete Vermutung lässt sich an-

<sup>75</sup> Die Kursgewinne wurden auf Basis der auf Finanzen.net öffentlich verfügbaren Schlusskurse zum 30.12.2017 im Vergleich zum Eröffnungskurs am 02.01.2009 berechnet.

<sup>76</sup> Vgl. Hanlon und Hoopes (2014); Blouin et al. (2011).

<sup>77</sup> Vgl. Slemrod (2002); Slemrod et al. (1980).

<sup>78</sup> Im Durchschnitt hat sich das Gewinnausschüttungsvolumen – stets verglichen zum Vorjahr – um ca. 8,3 % pro Jahr erhöht. Im Jahr 2012 wurden durch die im Datensatz enthaltenen deutschen Unterneh-

führen, dass der deutsche Aktienmarkt spätestens mit der Euro-Einführung eine Internationalisierung des Anteilsbesitzes erfahren hat<sup>79</sup> und die Mehrheit der Investoren (ausländische Investoren), wie bereits in Abschn. 2 erläutert, von der Gesetzesänderung nicht betroffen sind. Der für die Dividendenpolitik maßgebliche Median-Investor unterlag bereits zuvor aufgrund des abgeltenden Kapitalertragsteuereinkommals einer mit der neuen Rechtslage für inländische Investoren vergleichbaren Steuerbelastung. Der Handlungsdruck auf das Management mag daher nicht sonderlich hoch gewesen sein, zumal nur eine kurze Zeitspanne zwischen politischer Entscheidungsfindung und Inkrafttreten der neuen Rechtslage gegeben war.

## 5 Fazit

Die Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden hat seinerzeit zu einer kontroversen Diskussion im Gesetzgebungsprozess geführt, die letztlich nur durch Einschaltung des Vermittlungsausschusses gelöst werden konnte. Dass die zuvor bestehende unionsrechtswidrige Ungleichbehandlung zwischen in- und ausländischen Empfängern von Streubesitzdividenden aufgehoben werden musste, war aufgrund der Judikatur des EuGH alternativlos. Allerdings hat der Gesetzgeber auf Bestreben des Bundesrats eine ausschließlich pro-fiskalisch motivierte Lösung gewählt, die betriebswirtschaftlichen und steuersystematischen Grundsätzen widerspricht, da die Gesetzesänderung zu wesentlichen Steuermehrbelastungen und Mehrfachbesteuerungen der wirtschaftlichen Erträge führt.

Die praktische Relevanz der Besteuerung von Streubesitzdividenden zeigt sich im Rahmen der durchgeführten empirischen Analyse. Im Zeitraum 2009 bis 2017 wurden die Auswirkungen der Gesetzesänderung beim originären Dividendenempfänger (deutsche Kapitalgesellschaften) von DAX, MDAX und SDAX-notierten Aktiengesellschaften untersucht. Der Nettoeffekt der Gesetzesänderung beträgt je nach betrachtetem Veranlagungszeitraum zwischen 264 und 366 Mio. € pro Jahr und erreicht seit Inkrafttreten von § 8b Abs. 4 KStG (2013–2017) eine wesentliche Mehrbelastung von ca. 1,49 Mrd. €. Im Rahmen der DiD-Analyse lassen sich jedoch überraschenderweise keine Anhaltspunkte für Steuergestaltungen in Form einer Tatbestandsumgehung (Aufstocken der Beteiligung auf mindestens 10 %) oder systematischen Veräußerungen von Streubesitzanteilen beobachten. Im Gegenteil, sowohl die durchschnittliche Streubesitz- als auch die Schachtelbeteiligungsquote verlaufen im Zeitablauf weitestgehend konstant mit nur geringen Schwankungen, selbst unmittelbar um den Zeitpunkt der Gesetzesänderung. Sogar solche Investoren, die bereits Anteile von über 9 % hielten und mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz die 10 % Mindestbeteiligung hätten erreichen können, haben dies nur in einem Fall in die Tat umgesetzt. Trotz des verringerten Renditepotentials im Vergleich zur alten Rechtslage scheint die Attraktivität von Streubesitzanteilen demnach weiter-

---

men insgesamt Dividenden im Wert von ca. 30,1 Mrd. € ausgeschüttet (in 2011: 26,0 Mrd. €), sodass sich eine Veränderung von ca. 16 % ergibt. In diesem Zusammenhang ist wichtig zu erwähnen, dass die durchschnittliche Dividendenausschüttung in 2012 nicht signifikant höher ist als im Jahr 2011 ( $t$ -Wert = 0,31).

<sup>79</sup> Vgl. Hanauer et al. (2013); Watrin et al. (2017).

hin ungebrochen und die absolute Anzahl von deutschen Kapitalgesellschaften, die Streubesitzanteile halten, nimmt im Zeitablauf sogar zu.

Die Entscheidung, einen Streubesitzanteil trotz gestiegener Steuerbelastung weiterhin zu halten, sollte vor dem Hintergrund der Gesamtrendite eines Aktieninvestments betrachtet werden. Die grundsätzlich sehr positiven Aktienkursentwicklungen innerhalb des Untersuchungszeitraums können dazu führen, dass ein potentieller Kursgewinn, der weiterhin nicht von den Einschränkungen durch § 8b Abs. 4 KStG betroffen ist, die wesentlich reduzierte Nachsteuerrendite der Streubesitzdividenden kompensiert bzw. um ein Vielfaches übersteigt. Angesichts der doch erheblichen steuerlichen Mehrbelastung, die die Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden auf Ebene deutscher Kapitalgesellschaften zur Folge hat, kann die im Gesetzgebungsprozess geäußerte Einschätzung, die Gesetzesänderung führe in der Regel nur zu geringen Mehrbelastungen inländischer Anteilseigner<sup>80</sup>, nicht bestätigt werden. Das Gegenteil ist der Fall und insbesondere bei Gesellschaftsstrukturen mit mehrstufigen Beteiligungsketten und hohen Streubesitzquoten werden steuersystematisch und betriebswirtschaftlich bedenkliche Mehrfachbesteuerungen (Kaskadeneffekte) auftreten.

Im Rahmen eines Ausblicks bleibt festzustellen, dass die aus rein pro-fiskalischen Gründen erfolgte Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden zwar bereits aktuell zu erheblichen Steuermehrbelastungen führt, aber dennoch eine Ausweitung der Regelung auf die entsprechenden Veräußerungserlöse i. S. d. § 8b Abs. 2 und 3 KStG, die derzeit noch privilegiert besteuert werden, nicht gänzlich ausgeschlossen ist. In einer Protokollerklärung der Bundesregierung im Zusammenhang mit der Einführung einer Steuerpflicht für Streubesitzdividenden aus dem Jahre 2013 heißt es, man wolle prüfen, die Anwendung von § 8b Abs. 4 KStG für Zwecke der Besteuerung von Investmentfonds auf Beteiligungsveräußerungen auszudehnen.<sup>81</sup> Nun ist die Reform des Investmentsteuergesetzes bereits beschlossen<sup>82</sup>, gleichwohl ist eine Ausdehnung der Steuerpflicht von Streubesitzanteilen im Ganzen (Dividende und Veräußerungsgewinn) in Zukunft nicht gänzlich ausgeschlossen. Dies würde zum allgemeinen politischen Stimmungsbild passen, die begünstigte Besteuerung von Kapitalerträgen (und als solche sind Anteilsveräußerungen steuersystematisch zu klassifizieren) einschränken zu wollen.<sup>83</sup>

Darüber hinaus darf die behandelte Thematik als Musterbeispiel pro-fiskalischer Reformaktivitäten betrachtet werden. Die Einführung von § 8b Abs. 4 KStG „tut scheinbar niemandem ernsthaft weh“: Es sind keine Ausweichreaktionen erkennbar und es werden dennoch wesentliche Steuermehreinnahmen generiert – der Traum eines jeden Steuergesetzgebers, er scheint doch noch in Erfüllung zu gehen.

**Interessenkonflikt** D. Eberhardt, N. Linnemann und M. Thomsen geben an, dass kein Interessenkonflikt besteht.

<sup>80</sup> Vgl. Bundesrat (2013).

<sup>81</sup> Vgl. Bundesregierung (2013).

<sup>82</sup> Vgl. Stadler und Bindl (2016); Kelterborn und Küpper (2017); Wittnebel (2018).

<sup>83</sup> Vgl. Linnemann und Weiß (2018); Bundesregierung (2018).

## Anhang

### Definition der verwendeten Variablen

In Klammern werden die Compustat Variablenbezeichnungen in Großbuchstaben angegeben.

- STREU** = Streubesitzquote; Pro Tochtergesellschaft werden jeweils zum Jahresende (31.12.) die Anteile aller deutschen Kapitalgesellschaften mit einer Beteiligungshöhe kleiner 10 % addiert. Die Informationen werden der Thomson Reuters Datenbank entnommen („*Shareholders History Report*“). Banken und Versicherungen werden nicht berücksichtigt, da diese gemäß § 8b Abs. 7 bzw. § 8b Abs. 8 KStG vom Anwendungsbereich der Vorschrift ausgeschlossen sind.
- SCHACHTEL** = Schachtelbeteiligungsquote; Pro Tochtergesellschaft werden jeweils zum Jahresende (31.12.) die Anteile aller deutschen Kapitalgesellschaften mit einer Beteiligungshöhe von mindestens 10 % addiert. Die Informationen werden der Thomson Reuters Datenbank entnommen („*Shareholders History Report*“). Banken und Versicherungen werden nicht berücksichtigt, da diese gemäß § 8b Abs. 7 bzw. § 8b Abs. 8 KStG vom Anwendungsbereich der Vorschrift ausgeschlossen sind.
- GER** = Dummy-Variable, die für deutsche Unternehmen den Wert 1 und für italienische Unternehmen den Wert 0 annimmt.
- POST** = Dummy-Variable, die angibt, ob die Beobachtung vor oder nach der untersuchten Reform erfolgt, wobei Beobachtungen nach der Rechtsänderung (2013–2017) den Wert 1 und Beobachtungen vor der Reform (2009–2012) den Wert 0 annehmen.
- SIZE** = Größe des Unternehmens; Berechnet als natürlicher Logarithmus der Bilanzsumme (AT).
- DIV** = Dividendenzahlung; Berechnet als Quotient aus Dividendenzahlung des Unternehmens (DVT) und Bilanzsumme (AT).
- ROA** = Profitabilität; Berechnet als Quotient aus Nachsteuereinkommen (NICON) und Bilanzsumme (AT).
- LEV** = Verschuldungsgrad; Berechnet als die Summe aus kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten (DLC + DLTT) skaliert mit der Bilanzsumme (AT).
- NO\_BANK** = Dummy-Variable, die für deutsche Kapitalgesellschaften als Investoren den Wert 1 und für deutsche Banken und Versicherungen den Wert 0 annimmt.

### Literatur

- Allen, Franklin, und Roni Michaely. 2003. Payout policy. In *Handbook of the Economics of Finance*, Hrsg. George M. Constantinides, Milton Harris, und René Stulz, 337–429. Amsterdam: ElsevierScience.

- Auerbach, Alan J. 1979. Share valuation and corporate equity policy. *Journal of Public Economics* 11:291–305.
- Auerbach, Alan J. 2003. Taxation and corporate financial policy. In *Handbook of public economics*, Hrsg. Alan J. Auerbach, Martin Feldstein, 1251–1292. Amsterdam: Elsevier.
- Benz, Sebastian, und Jann Jetter. 2013. Die Neuregelung zur Steuerpflicht von Streubesitzdividenden. *Deutsches Steuerrecht* 51:489–496.
- Black, Fischer, und Myron Scholes. 1974. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics* 1:1–22.
- Blouin, Jennifer, Jana S. Raedy, und Douglas A. Shackelford. 2011. Dividends, share repurchases, and tax clienteles: evidence from the 2003 reductions in shareholder taxes. *The Accounting Review* 86:887–914.
- Bradford, David F. 1981. The incidence and allocation effects of a tax on corporate distributions. *Journal of Public Economics* 15:1–22.
- Brennan, Michael J. 1970. Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal* 23:417–427.
- Bundesministerium der Finanzen. 2003. BMF-Schreiben v. 28. Apr. 2003 – IV A 2 – S 2750 a – 7/03, *Bundessteuerblatt I* 2003: 292.
- Bundesrat. 2013. *Plenarprotokoll der 907. Sitzung des Bundesrats vom 01.03.2013*. Bundesrat-Plenarprotokolle, Bd. 907, 79D–80C.
- Bundesregierung. 2013. *Protokollerklärung der Bundesregierung zu einer künftigen Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitz*. Bundestag-Plenarprotokolle, Bd. 17/225, 28160C–28160D. und *Bundesrat-Plenarprotokolle* 907: 119C–119D.
- Bundesregierung. 2018. *Antwort der Bundesregierung vom 26.09.2018 auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Markus Herbrand, Christian Dürr, Dr. Florian Toncar, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP – Drucksache 19/42262018*. Bundestag-Drucksache, Bd. 19/4541
- Bundestag. 2012. *Zustimmungsvergabung – Unterrichtung durch den Bundesrat vom 18.12.2012*. Bundestag-Drucksache, Bd. 17/11940
- Bundestag. 2013a. *Beschlussempfehlung des Vermittlungsausschusses*. Bundestag-Drucksache, Bd. 17/12465
- Bundestag. 2013b. *Abstimmung über Vermittlungsvorschlag*. Bundestag-Plenarprotokoll, Bd. 17/225
- Bundesverfassungsgericht. 1959. Beschluss vom 14. 4. 1959 – 1 BvL 23 u. 34/57. *Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts* 9:237.
- Caballero, Ricardo J., Eduardo M.R.A. Engel, und John C. Haltiwanger. 1995. Plant-level adjustment and aggregate investment dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*. <https://doi.org/10.2307/2534611>
- CDU/CSU und FDP-Fraktion. 2012. *Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP vom 06.11.2012*. Bundestag-Drucksache, Bd. 17/11314
- Chetty, Raj, und Emmanuel Saez. 2005. Dividend taxes and corporate behavior: evidence from the 2003 dividend tax cut. *Quarterly Journal of Economics* 120:791–833.
- Dahlquist, Magnus, Göran Robertsson, und Kristian Rydqvist. 2014. Direct evidence of dividend tax clienteles. *Journal of Empirical Finance* 28:1–12.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, und Douglas J. Skinner. 2008. Corporate payout policy. In *Foundation and Trends in Finance*, Bd. 3, Hrsg. George M. Constantinides, Franklin Allen, Andrew W. Lo, und René Stultz, 95–287. Boston: Now Publishers.
- Desai, Mihir A., und Li Jin. 2011. Institutional tax clienteles and payout policy. *Journal of Financial Economics* 100:68–84.
- Deutsche Börse. 2018. Deutsche Börse Spotlight. <http://deutsche-boerse.com/dbg-de/presse/deutsche-boerse-spotlights/spotlight/DAX-Index---Benchmark-und-Barometer-fuer-die-deutsche-Wirtschaft/2600408>. Zugegriffen: 28. Nov. 2018.
- Dyreng, Scott D., Jeffrey L. Hoopes, und Jaron H. Wilde. 2016. Public pressure and corporate tax behavior. *Journal of Accounting Research* 54:147–185.
- Eberhardt, David. 2017. *Körperschaft- und gewerbesteuerliche Wirkungen von Dividenden und ihnen gleichgestellten Bezügen bei in Deutschland ansässigen Kapitalgesellschaften*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Eberhardt, David, und Martin Thomsen. *Ökonomische Analyse der Steuerwirkungen der Dividendenbesteuerung durch körperschaftsteuerliche Anteilseigner im Inland. Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*
- Edgerton, Jesse. 2013. Four facts about dividend payouts and the 2003 tax cut. *International Tax and Public Finance* 20:769–784.



- Edwards, Courtney H., Mark H. Lang, Edward L. Maydew, und Douglas A. Shackelford. 2004. Germany's repeal of the corporate capital gains tax: the equity market response. *The Journal of the American Taxation Association* 26:73–97.
- Elayan, Fayez A., Jingyu Li, Maureen E. Donnelly, und Allister W. Young. 2009. Changes to income trust taxation in Canada: investor reaction and dividend clientele theory. *Journal of Business Finance & Accounting* 36:725–753.
- Ernst, Markus. 2014. Restriktives aus der Verwaltung zur Streubesitzregelung in § 8b Abs. 4 KStG. *Der Betrieb* 67:449–453.
- Europäischer Gerichtshof. 2011. Urteil vom 20.10.2011, C-284/09, Kommission/Deutschland. *Deutsches Steuerrecht* 49:2038.
- Faccio, Mara, und Jin Xu. 2015. Taxes and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50:277–300.
- Feld, Lars P., Jost H. Heckemeyer, und Michael Overesch. 2013. Capital structure choice and company taxation: A meta-study. *Journal of Banking & Finance* 37:2850–2866.
- Feldstein, Martin S. 1970. Corporate taxation and dividend behaviour. *Review of Economic Studies* 37:57–72.
- Floyd, Eric, Nan Li, und Douglas J. Skinner. 2015. Payout policy through the financial crisis: the growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics* 118:299–316.
- Frank, Murray Z., und Vidhan K. Goyal. 2007. Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management* 38:1–37.
- Gesetz zur Umsetzung des EuGH-Urteils. 2013. Gesetz zur Umsetzung des EuGH-Urteils vom 20. Oktober 2011 in der Rechtssache C-284/09. *Bundesgesetzblatt* 2013(I):561.
- Gosch, Dietmar. 2015. *Körperschaftsteuergesetz*, 3. Aufl., München: C.H. BECK.
- Graham, John R. 2008. Taxes and corporate finance. In *Handbook of corporate finance—empirical corporate finance*, Bd. 2, Hrsg. B. Espen Eckbo, 59–134. Amsterdam: Elsevier. Part III.
- Grefe, Cord. 2013. Die ertragsteuerlichen Regelungen für Streubesitzdividenden nach Einführung des § 8b Abs. 4 KStG. *Deutsche Steuer-Zeitung* 101:573–581.
- Haas, Wolfgang, und Monica Wünnemann. 2018. Steuerpolitik in der 19. Legislaturperiode – Globaler Steuerwettbewerb ist Anlass für notwendige Strukturreformen. *Deutsches Steuerrecht* 56:377–384.
- Hanauer, Matthias, Christoph Kaserer, und Marc S. Rapp. 2013. Risikofaktoren und Multifaktormodelle für den deutschen Aktienmarkt. *CEFS Working Paper* <https://doi.org/10.2139/ssrn.1960510>.
- Hanlon, Michelle, und Shane Heitzman. 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics* 50:127–178.
- Hanlon, Michelle, und Jeffrey L. Hoopes. 2014. What do firms do when dividend tax rates change? An Examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics* 114:105–124.
- Heber, Caroline. 2017. Anzeigepflicht für Steuergestaltungen – Möglichkeiten für ihre Implementierung in Deutschland. *Internationales Steuerrecht* 26:559–567.
- Herlinghaus, Andreas. 2013. Rechtsfragen zur Steuerpflicht von Streubesitzdividenden gem. § 8b Abs. 4 KStG n.F. *Finanz Rundschau* 95:529–538.
- Herzig, Norbert. 2003. Aktuelle Entwicklungen bei § 8b KStG und § 3c EStG. *Der Betrieb* 56:1459–1468.
- Hey, Johanna. 2018. Deutsche Interessen im Steuerwettbewerb – Internationale Kooperation, EU-Harmonisierung oder nationale Gesetzgebung? *Der Betrieb* 71:2951–2957.
- Jacob, Martin. 2018. Tax regimes and capital gains realizations. *European Accounting Review* 27:1–21.
- Jacob, Martin, und Roni Michaely. 2017. Taxation and dividend policy: the muting effect of agency issues and shareholder conflicts. *The Review of Financial Studies* 30(9):3176–3222.
- Jacobs, Otto H., Dieter Endres, und Christoph Spengel. 2016. Steuerplanung mit Holdinggesellschaften. In *Internationale Unternehmensbesteuerung*, 8. Aufl., Hrsg. Dieter Endres, Christoph Spengel. Köln: C.H. Beck.
- Jun, Ae Lee, David R. Gallagher, und Graham H. Partington. 2011. Institutional dividend clienteles under an imputation tax system. *Journal of Business Finance & Accounting* 38:198–224.
- Kalay, Avner, und Michael Lemmon. 2008. Payout policy. In *Handbook of corporate finance: empirical corporate finance*, Bd. 2, Hrsg. B. Espen Eckbo, 3–58. Amsterdam: Elsevier. Part III.
- Kelterborn, Lars, und Volker Küpper. 2017. Investmentsteuerreform: Praxishinweise und Erleichterungen aus dem BMF. *Betriebs Berater* 72:2263–2267.
- Kessler, Wolfgang, und Niels Arnold. 2018. § 8 Konzernstruktur und Umstrukturierung. In *Konzernsteuerrecht*, 3. Aufl., Hrsg. Wolfgang Kessler, Michael Kröner, und Stefan Köhler. Köln: C.H. Beck.
- Kessler, Wolfgang, und Marie-Louise Dietrich. 2012. Wann ist eine Beteiligung eine Schachtelbeteiligung? *Deutsches Steuerrecht* 50:2101–2106.
- King, Mervyn A. 1977. *Public policy and the corporation*. London: Chapman & Hall.



- Kirchhof, Paul. 2018. Einleitung. In *Einkommensteuergesetz*, 17. Aufl., Hrsg. Paul Kirchhof. Köln: C.H.Beck.
- Linnemann, Nils, und Falko Weiß. 2018. Die geplante Abschaffung der Abgeltungssteuer – Analyse des Entwurfs des Koalitionsvertrags zwischen CDU, CSU und SPD vom 7.2.2018. *Finanz Rundschau* 100:220–225.
- McKenzie, Kenneth J., und Aileen J. Thompson. 1996. *The economic effects of dividend taxation*. Technical committee on business taxation, working paper., 96–97. Ottawa, Ontario: Department of Finance, Canada.
- Meyer, Bruce. 1995. Natural and quasi-experiments in economics. *Journal of Business & Economics Statistics* 13:151–161.
- Miller, Merton H., und Franco Modigliani. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business* 34:411–433.
- Miller, Merton H., und Myron S. Scholes. 1978. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics* 6:333–364.
- Miller, Merton H., und Myron S. Scholes. 1982. Dividends and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy* 90:1118–1141.
- Nöcker, Gregor. 2016. § 8 Nr. 5 GewStG. In *GewStG. 116. ErgLief. Juni 2016*, Hrsg. Lenski E, Steinberg, W. Köln: Dr. Otto Schmidt.
- Pérez-González, Francisco. 2003. *Large shareholders and dividends: evidence from U.S. Tax reforms*. Working Paper (Graduate School of Business, Columbia University).
- Poterba, James. 2004. Taxation and corporate payout policy. *American Economic Review* 94:171–175.
- Poterba, James M., und Lawrence H. Summers. 1985. The economic effect of dividend taxation. In *Recent advances in corporate finance*, Hrsg. Edward Altman, Marti Subrahmanyam, 227–284. Irwin: Homewood.
- Pung, Alexandra. 2017. § 8b KStG. In *Die Körperschaftsteuer*, Hrsg. Ewald Dötsch, Alexandra Pung, und Rolf Möhlenbrock. Köln: C.H.BECK. 90. ErgLief. Juni 2017.
- Rengers, Jutta. 2018. § 8b KStG. In *Blümich EStG, KStG, GewStG Kommentar*, Hrsg. Bernd Heuermann, Peter Brandis. München: Vahlen. 143. ErgLief. August 2018.
- Roberts, Michael R., und Toni M. Whited. 2013. Endogeneity in empirical corporate finance. In *Handbook of the economics of finance*, Hrsg. George M. Constantinides, Milton Harris, und Rene M. Stulz, 493–572. Amsterdam: Elsevier.
- Schönfeld, Jens. 2013. Die Steuerpflicht von Streubesitzdividenden gemäß § 8b Abs. 4 KStG n.F. – dargestellt anhand von Fallbeispielen. *Deutsches Steuerrecht* 51:937–943.
- Schreiber, Ulrich. 2017. *Besteuerung der Unternehmen – Eine Einführung in Steuerrecht und Steuerwirkung*, 4. Aufl., Wiesbaden: Springer Gabler.
- Sinn, Hans-Werner. 1991. Taxation and the cost of capital: the “old” view, the “new” view, and another view. In *Tax policy and the economy*, Bd. 5, Hrsg. David Bradford, 25–54. Cambridge: MIT Press. Part II.
- Slemrod, Joel. 2002. Tax systems. *NBER Reporter Online* 2002:8–13.
- Slemrod, Joel, Martin Feldstein, und Shlomo S. Yitzhaki. 1980. The effects of taxation on the selling of corporate stock and the realization of capital gains. *Quarterly Journal of Economics* 114:777–791.
- Sørensen, P.B. 1995. Changing Views Of The Corporate Income Tax. *National Tax Journal* 48(2):279–294.
- Stadler, Rainer, und Elmar Bindl. 2016. Das neue InvStG – Überblick und Korrekturbedarf. *Deutsches Steuerrecht* 54:1953–1966.
- Watermayer, Heinrich J. 2014. §8b KStG. In *Herrmann/Heuer/Raupach EStG KStG Kommentar*, Hrsg. Johanna Hey, Ulrich Prinz, und Michael Wendt. Köln: Dr. Otto Schmidt. 264. ErgLief. Juni 2014.
- Watrin, Christoph, Martin Thomsen, und Alexander Brune. 2017. Der Zusammenhang zwischen Steuerplanung und institutionellen Investoren—Stand der Forschung und Erkenntnisse über deutsche Konzerne. *Finanz-Rundschau* 99:1029–1035.
- Wernsmann, Rainer. 2016. § 3 AO. In *Hübschmann/Hepp/Spitaler Kommentar zur Abgabenordnung und Finanzgerichtsordnung*, Hrsg. Hartmut Söhn, Bernd Heuermann, und Hans-Michael Wolfgang. Köln: Dr. Otto Schmidt. 237. ErgLief. März 2016.
- Wiese, Götz T., und Henrik Lay. 2013. Die Besteuerung sog. „Streubesitzdividenden“ im Körperschaftsteuerrecht. *GmbH-Rundschau* 104:404–410.
- Wittebel, Paul B. 2018. Investmentsteuerreformgesetz. *Compliance Berater* 10:12–16.
- Zodrow, George R. 1991. On the “traditional” and the “new” views of dividend taxation. *National Tax Journal* 44:497–509.