



Sechs Antworten auf Richter

Von Lutz Kruschwitz und Andreas Löffler

Überblick

- Die von Richter vorgetragene Überlegung ist nicht stichhaltig. Sie werden entkräftet.

Eingegangen: 09. September 2005

Prof. Dr. Lutz Kruschwitz, Professor für Bank- und Finanzwirtschaft,
Freie Universität Berlin.

Prof. Dr. Andreas Löffler, Professor für Banken und Finanzierung, Uni-
versität Hannover.

ZfB
ZEITSCHRIFT FÜR
BETRIEBSWIRTSCHAFT
© Gabler-Verlag 2006

Die beiden Klarstellungen Richters enthalten nach unserer Wahrnehmung sechs Aspekte, auf die wir im Folgenden eingehen:

1. Richter behauptet, dass in unserer Arbeit die „Kapitalkosten nicht präzise definiert werden“, sondern einfach „als gegeben unterstellt“ werden. Das ist nur vordergründig richtig, denn wir verweisen in unserer Arbeit ausführlich (siehe beispielsweise die Fußnoten 5 und 6) auf die – teilweise von uns selbst verfasste – Literatur und erläutern dort sehr deutlich, was wir unter Kapitalkosten verstehen.
2. Anschließend zeigt Richter, dass die von uns im Detail hergeleitete Gleichung

$$\frac{u^1 - u^2}{1 + r_f(1 - \tau)} + \frac{u^2 \cdot k^1}{1 + k^1(1 - \tau)} = \frac{u^1}{1 + k^2(1 - \tau)}$$

mit den in seiner (!) Arbeit genannten Annahmen zu $u^1 = u^2$ führt und folglich keinen Widerspruch impliziert. Diese Erkenntnis ist zutreffend und veranlasst uns, unsere Aussage zu präzisieren. Wenn man die Relation

$$\text{Rendite}^{\text{Nachsteuer}} = \text{Kursgewinnrendite}^{\text{Vorsteuer}} (1 - \tau) + \text{Dividendenrendite}$$

auf Wertpapiere beschränkt, die dieselbe Wachstumsrate wie das Marktportfolio besitzen, hat Richter Recht. Dann muss aber in Bezug auf die meisten Wertpapiere unklar bleiben, welche Wirkung eine Einkommensteuer auf deren Wert hat. Wendet man unsere Gleichung auf alle denkbaren Wertpapiere an, um die Wirkung der Einkommensteuer doch noch diskutieren zu können, dann sind die von uns beschriebenen Arbitragegelegenheiten replizierbar.

3. Richter wirft uns Unaufrichtigkeit vor. Seiner Ansicht nach würden wir die Voraussetzung eines von Steuersätzen unabhängigen risikolosen Wahrscheinlichkeitsmaßes Q in unserer Arbeit herunterspielen. Tatsächlich haben wir in unserer Arbeit folgendes geschrieben: „Die einfachste Annahme besteht sicherlich darin [Q konstant zu lassen – Die Autoren.]... Wir wollen keinesfalls behaupten, dass es sich hier um eine ökonomisch besonders realistische Annahme handelt. Vielmehr dient uns die Annahme als erster Versuch, einer Antwort auf diese komplizierte Frage mit einfachen Mitteln näher zu kommen.“ Ob das unaufrichtig ist oder nicht, mag jeder Leser selbst entscheiden.
4. Die Behauptung Richters, dass wir uns in einen Widerspruch verwickeln, lässt sich leicht klären: Richter scheint den Unterschied von Finanz- und Realinvestitionen im Modell nicht zu bemerken. Mit der Invarianz von Q unterstellen wir, dass die Einkommensteuer keinen Einfluss auf *Finanzinvestitionen* ausübt. *Realinvestitionen* dagegen, deren Wert sich durch Duplikation ergibt, weisen durchaus eine Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom Steuersatz auf. Das ist kein Widerspruch.
5. Richter zeigt, dass Unabhängigkeit der Wertpapiere vom Steuersatz nur bei einer Besteuerung des ökonomischen Gewinns gegeben sei. Er beweist dies im Rahmen des Binomialmodells. Im Gegensatz zu Richter können wir hierin allerdings keinen Widerspruch zu unseren eigenen Ausführungen entdecken.
6. Richter geht zuletzt auf die Arbeit von Günther ein, die uns im Übrigen erst durch Günther selbst zur Kenntnis gebracht wurde. Vergleicht man Günthers und unsere Ausführungen sorgfältig miteinander, so wird schnell deutlich, dass wir modelltheoretisch argumentieren, während Günther die Verlautbarungen des IdW in Gleichungen umsetzen will.