

David Müller

Die Ausschüttungspolitik europäischer Unternehmen

Eine empirische Untersuchung



Schriften zum Controlling, Finanz- und Risikomanagement



Herausgegeben von Andreas Brieden, Thomas Hartung,
Bernhard Hirsch und Andreas Schüler

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Anhangverzeichnis	XVII
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis.....	XIX
1. Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Vorgehensweise.....	6
2. Grundlagen der Ausschüttungspolitik aus Theorie und Empirie	11
2.1 Definition und Abgrenzung des Begriffes Ausschüttungspolitik	11
2.1.1 Einführung	11
2.1.2 Dividende	11
2.1.2.1 Einführung und rechtliche Rahmenbedingungen	11
2.1.2.2 Reguläre Dividende	13
2.1.2.3 Sonderdividende.....	13
2.1.3 Aktienrückkauf.....	14
2.1.3.1 Einführung und rechtliche Rahmenbedingungen	14
2.1.3.2 Rückkauf an der Börse.....	15
2.1.3.3 Öffentliches Rückkaufangebot.....	15
2.1.3.4 Verhandelter Rückkauf	17
2.1.4 Kapitalherabsetzung.....	17
2.2 Theoretische Ansätze zur Erklärung der Ausschüttungspolitik sowie deren empirische Bedeutung	18
2.2.1 Einführung	18
2.2.2 Irrelevanztheorem.....	18
2.2.3 Bird in the hand.....	20
2.2.4 Ausschüttung und Steuern	22
2.2.4.1 Inhalt.....	22
2.2.4.1.1 Einführung	22
2.2.4.1.2 Kursveränderung am Ex-Tag.....	23
2.2.4.1.3 CAPM	25

2.2.4.2	Steuerliche Rahmenbedingungen	26
2.2.4.2.1	Einführung	26
2.2.4.2.2	USA	26
2.2.4.2.3	Deutschland.....	27
2.2.4.2.4	Großbritannien.....	28
2.2.4.2.5	Frankreich.....	29
2.2.4.2.6	Italien	29
2.2.4.2.7	Spanien.....	29
2.2.4.3	Empirie	30
2.2.4.3.1	Kursveränderung am Ex-Tag.....	30
2.2.4.3.2	CAPM	33
2.2.4.3.3	Alternative Ansätze.....	34
2.2.4.4	Zusammenfassung.....	36
2.2.5	Signalling-Theorie.....	37
2.2.5.1	Inhalt.....	37
2.2.5.2	Empirie	38
2.2.5.2.1	Ankündigungseffekte der Ausschüttung.....	38
2.2.5.2.2	Signal zukünftiger Gewinne	42
2.2.5.2.3	Alternative Ansätze.....	45
2.2.5.3	Zusammenfassung.....	46
2.2.6	Agency-Theorie	46
2.2.6.1	Inhalt.....	46
2.2.6.2	Empirie	49
2.2.6.2.1	Abhängigkeit von den Investitionsmöglichkeiten	49
2.2.6.2.2	Kontrolle über Fremdkapital	54
2.2.6.2.3	Entzug überschüssiger Liquidität.....	57
2.2.6.2.4	Einfluss der Eigentümerstruktur	61
2.2.6.2.5	Alternative Ansätze.....	65
2.2.6.3	Zusammenfassung.....	66
2.3	Empirische Beobachtungen und deren Erklärung	67
2.3.1	Inhalt.....	67
2.3.2	Empirie	71
2.3.2.1	Entwicklung der Ausschüttungspolitik	71
2.3.2.2	Entwicklung der Ausschüttungspolitik – Faktoren	78
2.3.3	Zusammenfassung.....	84
2.4	Zusammenfassung.....	86
3.	Empirische Untersuchung	89
3.1	Zielsetzung	89

3.1.1	Entwicklung der Ausschüttungspolitik	89
3.1.2	Erklärung der Ausschüttungspolitik	90
3.1.2.1	Der Aktienrückkauf als Substitut der Dividende?	90
3.1.2.2	Aktienrückkauf – Ausschüttungsform aufgrund veränderter Unternehmenseigenschaften	91
3.1.3	Ist das beobachtbare Ausschüttungsverhalten eigentümerorientiert?	92
3.2	Vorgehensweise	95
3.2.1	Untersuchungsaufbau	95
3.2.2	Determinanten	96
3.2.2.1	Ausschüttungsvariablen	96
3.2.2.1.1	Absolute Ausschüttung	96
3.2.2.1.2	Ausschüttung pro Aktie	97
3.2.2.1.3	Ausschüttungsquote	97
3.2.2.1.4	Ausschüttungsrendite	98
3.2.2.2	Investitions-/Wachstumsmöglichkeiten	98
3.2.2.3	Investitionsauszahlungen	100
3.2.2.4	Profitabilität	100
3.2.2.5	Unternehmensgröße	101
3.2.2.6	Fremdkapital	102
3.2.2.7	Liquidität	102
3.2.2.7.1	Liquiditätsgrad	102
3.2.2.7.2	Verfügbarer Überschuss	103
3.2.2.8	Gewinn	103
3.2.2.9	Branchen	103
3.2.2.10	Wechselkurs	104
3.2.3	Untersuchungsumfang	106
3.2.3.1	Datenbasis	106
3.2.3.2	Datenselektion	107
3.2.3.2.1	Absolute Werte	107
3.2.3.2.2	Veränderungsgrößen	111
3.3	Empirische Entwicklung der Ausschüttungspolitik	112
3.3.1	Ausschüttungsvariablen	113
3.3.1.1	Einführung	113
3.3.1.2	Absolute Ausschüttung	114
3.3.1.3	Ausschüttung pro Aktie	116
3.3.1.4	Ausschüttungsquote	118
3.3.1.5	Ausschüttungsrendite	121
3.3.1.6	Ausschüttungsvariablen nach Ländern	123
3.3.1.7	Zusammenfassung	131

3.3.2	Veränderung der Ausschüttungsvariablen.....	133
3.3.2.1	Einführung	133
3.3.2.2	Absolute Ausschüttung	134
3.3.2.3	Ausschüttung pro Aktie	137
3.3.2.4	Ausschüttungsquote	140
3.3.2.5	Ausschüttungsrendite	142
3.3.2.6	Zusammenfassung.....	144
3.3.3	Verteilung der Ausschüttung	145
3.3.3.1	Ausschüttungsgruppen nach Beobachtungen.....	145
3.3.3.2	Ausschüttungsgruppen nach Unternehmen.....	148
3.3.3.3	Konzentration der Ausschüttung.....	151
3.3.3.4	Verteilung der Ausschüttung nach Ländern.....	156
3.3.3.5	Zusammenfassung.....	159
3.3.4	Zusammenfassung.....	159
3.4	Empirische Untersuchung des Ausschüttungsverhaltens	161
3.4.1	Einführung	161
3.4.2	Eigenschaften.....	161
3.4.2.1	Einführung	161
3.4.2.2	Eigenschaften der Beobachtungen.....	162
3.4.2.3	Eigenschaften der Unternehmen.....	169
3.4.2.4	Beobachtungseigenschaften nach Ländern.....	176
3.4.2.5	Zusammenfassung.....	180
3.4.3	Zusammenhang zwischen Ausschüttungsverhalten und Unternehmenseigenschaften.....	180
3.4.3.1	Einführung	180
3.4.3.2	Zusammenhang zwischen Ausschüttungsverhalten und Unternehmenseigenschaften anhand dem Lintner-Modell.....	181
3.4.3.3	Zusammenhang zwischen Ausschüttungsverhalten und Unternehmenseigenschaften anhand des multiplen, linearen Ausschüttungsmodells.....	184
3.4.3.4	Zusammenfassung.....	187
3.4.4	Wechsel der Ausschüttungsform.....	188
3.4.4.1	Einführung	188
3.4.4.2	Beobachtungen.....	188
3.4.4.3	Unternehmen	195
3.4.4.4	Zusammenfassung.....	200
3.4.5	Zusammenhang zwischen Volatilität der Gewinne, Volatilität der verfügbaren Überschüsse und Aktienrückkaufstätigkeit.....	200
3.4.5.1	Einführung	200
3.4.5.2	Beobachtungen.....	201

3.4.5.3	Unternehmen	204
3.4.5.4	Zusammenfassung	205
3.4.6	Zusammenfassung	206
3.5	Eigentümerorientierung der Ausschüttungspolitik in der Empirie	208
3.5.1	Einführung	208
3.5.2	Abhängigkeit von Gewinn und verfügbarem Überschuss	209
3.5.2.1	Einführung	209
3.5.2.2	Abhängigkeit vom Gewinn.....	209
3.5.2.2.1	Verteilung von Ausschüttung und Gewinn	209
3.5.2.2.2	Verteilung der Veränderung von Ausschüttung und Gewinn.....	211
3.5.2.3	Abhängigkeit vom verfügbaren Überschuss	214
3.5.2.3.1	Verteilung von Ausschüttung und verfügbarem Überschuss	214
3.5.2.3.2	Verteilung der Veränderung von Ausschüttung und verfügbarem Überschuss.....	216
3.5.2.4	Zusammenfassung	218
3.5.3	Zusammenhang zwischen Ausschüttungs-, Investitions- und Finanzierungsentscheidung – deskriptive Analyse	219
3.5.3.1	Einführung	219
3.5.3.2	Zusammenhang von Investitions- und Ausschüttungsentscheidung.....	219
3.5.3.2.1	Abhängigkeit der Ausschüttungspolitik von den Investitionsmöglichkeiten.....	219
3.5.3.2.2	Zusammenhang der Investitions- und Ausschüttungsveränderungen unter Berücksichtigung der Investitionsmöglichkeiten	221
3.5.3.3	Zusammenhang von Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidung unter Berücksichtigung der Investitionsmöglichkeiten	226
3.5.3.4	Zusammenfassung	230
3.5.4	Zusammenhang zwischen Ausschüttungs-, Investitions- und Finanzierungsentscheidung – Regressionsanalyse.....	231
3.5.4.1	Definition der Ausschüttungsmodelle	231
3.5.4.2	Einfluss der Unternehmenseigenschaften auf die Höhe der Gesamtausschüttung außerhalb des Ausschüttungsmodells	234
3.5.4.3	Einfluss der Unternehmenseigenschaften auf die Höhe der Gesamtausschüttung.....	237
3.5.4.3.1	Multiples, lineares Regressionsmodell.....	237
3.5.4.3.2	Exponential-Modell.....	242

3.5.4.4	Einfluss der Unternehmenseigenschaften auf die Ausschüttungstätigkeit.....	244
3.5.4.5	Zusammenhang zwischen Ausschüttungs-, Investitions- und Finanzierungs-entscheidung unter Berücksichtigung der Investitionsmöglichkeiten.....	247
3.5.4.5.1	Einführung	247
3.5.4.5.2	Multiples, lineares Ausschüttungsmodell unter Berücksichtigung der Investitionsmöglichkeiten.....	247
3.5.4.5.3	Zusammenhang der Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsveränderungen unter Berücksichtigung der Investitionsmöglichkeiten.....	251
3.5.4.6	Zusammenfassung.....	258
3.5.5	Zusammenfassung.....	259
3.6	Zusammenfassung.....	260
4.	Fazit.....	265
	Literaturverzeichnis	269
	Anhang	285