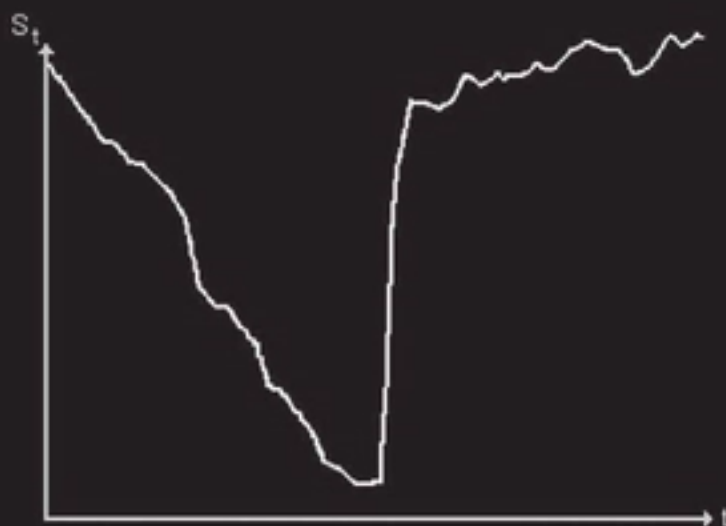


Kai Nekat

Ausgewählte Aspekte des Rückkaufs eigener Aktien in Deutschland



Eine modelltheoretische Analyse von Aktienrückkäufen
bei preiselastischer Marktnachfrage



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XV
Symbolverzeichnis.....	XVII
Abbildungsverzeichnis	XXV
Tabellenverzeichnis	XXVII
1 Einleitung.....	1
1.1 Einführung	1
1.2 Untersuchungsgegenstand und Zielsetzung	3
1.3 Gang der Arbeit	4
2 Grundlagen des Rückkaufs eigener Aktien.....	7
2.1 Begriffsbestimmung und Einordnung	7
2.2 Die historische Entwicklung von Aktienrückkäufen in Deutschland	8
2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen von Aktienrückkäufen	9
2.3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland	9
2.3.1.1 <i>Grundlegende Bestimmungen des AktG</i>	9
2.3.1.2 <i>Gesetzliche Restriktionen des Aktienrückkaufs nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG</i>	11
2.3.1.3 <i>Allgemeine Publizitätspflichten im Rahmen des Aktienrückkaufs nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG</i>	14
2.3.1.4 <i>Verwendung der erworbenen eigenen Aktien</i>	16
2.3.1.5 <i>Die Bilanzierung eigener Aktien und deren Folgewirkungen nach HGB</i>	16
2.3.1.6 <i>Steuerliche Behandlung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland</i>	21
2.3.2 Überblick über die rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA.....	25
2.4 Fazit zu den Grundlagen des Aktienrückkaufs.....	28

3	Motive für die Durchführung von Aktienrückkäufen	31
3.1	Überblick über die verschiedenen Rückkaufmotive	31
3.2	Aktienkurssteigerung durch Ausnutzung eines Bewertungsabschlags	32
3.3	Erwerb eigener Aktien zur direkten Kursbeeinflussung	40
3.4	Signalisierung einer Unterbewertung.....	41
3.5	Gestaltung der Kapitalstruktur.....	42
3.6	Relative steuerliche Vorteilhaftigkeit von Aktienrück- käufen gegenüber Dividendenzahlungen	45
3.7	Vermögensumverteilung zu Lasten der Fremdkapitalgeber	48
3.8	Ausschüttung von Überschussliquidität zur Reduzierung von Agency-Kosten	51
3.9	Beeinflussung von Unternehmenskennzahlen	53
3.9.1	Steigerung des Gewinns je Aktie.....	53
3.9.2	Steigerung der Rentabilitätskennzahlen.....	57
3.10	Erwerb eigener Aktien zur Finanzierung von Unternehmensakquisitionen	60
3.11	Bedienung von Aktienoptionen und Ausgabe von Belegschaftsaktien	61
3.12	Verkleinerung des Aktionärskreises zur Kostenersparnis	63
3.13	Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen.....	63
3.14	Einflussnahme auf die Aktionärsstruktur und die Stimmrechtsverhältnisse.....	66
3.15	Überblick über empirische Befunde für Deutschland und die USA	66
3.15.1	Empirische Befunde aufgrund von Befragungsstudien	66
3.15.2	Empirische Befunde aufgrund von Regressionsstudien	72

3.16	Fazit zur Rückkaufmotivation.....	75
4	Motive für die Unterlassung von Aktienrückkäufen.....	79
4.1	Überblick über die verschiedenen Unterlassungsmotive	79
4.2	Vermeidung einer Unterinvestition	79
4.3	Verlust der Zugehörigkeit oder Reduktion des Gewichts in einem Aktienindex	81
4.4	Verschlechterung der Bonität durch den Aktienrückkauf	84
4.5	Verlust der Managementreputation sowie Signalisierung des Fehlens vorteilhafter Investitionsprojekte	85
4.6	Überblick über empirische Befunde für Deutschland und die USA	86
4.7	Fazit zu den Unterlassungsmotiven.....	88
5	Aktienbewertung am Kapitalmarkt.....	89
5.1	Überblick über die Aktienbewertung am Kapitalmarkt	89
5.2	Das traditionelle Bewertungsmodell	89
5.3	Arbitragebeschränkungen aufgrund fehlender Substitute.....	94
5.4	Arbitragebeschränkungen aufgrund des Noise-Trader-Risikos.....	101
5.5	Überblick über empirische Befunde für Deutschland und die USA	112
5.6	Fazit zur Aktienbewertung am Kapitalmarkt.....	115
6	Verfahrensvarianten zur Durchführung von Aktienrückkäufen.....	117

6.1	Überblick über die verschiedenen Rückkaufverfahren und die Modellanalyse.....	117
6.2	Rückkauf über die Börse.....	118
6.3	Öffentliche Rückkaufangebote.....	126
6.3.1	Grundlegende Charakteristika.....	126
6.3.2	Festpreisverfahren.....	127
6.3.3	Holländisches Auktionsverfahren.....	132
6.3.4	Ausgabe von Transferable Put Rights.....	136
6.4	Privat ausgehandelter Aktienrückkauf.....	143
6.5	Zusammenfassung der Ergebnisse und Beurteilung der Rückkaufverfahren.....	145
6.6	Einfluss von Signaling-Effekten auf die Wahl des Rückkaufverfahrens.....	148
6.7	Überblick über die empirische Relevanz der Rückkaufverfahren.....	150
6.8	Fazit zur Wahl des Rückkaufverfahrens.....	151
7	Alternative Ausschüttungsverfahren im Vergleich zum Aktienrückkauf.....	153
7.1	Überblick über die alternativen Ausschüttungsverfahren.....	153
7.2	Zahlung einer Dividende.....	153
7.3	Ordentliche Kapitalherabsetzung.....	160
7.4	Überblick über die empirische Relevanz von Aktien- rückkäufen und Dividenden in Deutschland und den USA.....	163
7.5	Fazit zum Vergleich der alternativen Ausschüttungsinstrumente.....	166
8	Einfluss der Ausschüttungspolitik auf Aktienkurse und Aktionärsvermögen.....	169

8.1	Überblick über die Modellanalyse und die angrenzende Literatur	169
8.2	Der Modellrahmen.....	171
8.2.1	Die Unternehmung.....	171
8.2.2	Der Kapitalmarkt: Anleger und Aktiennachfrage.....	172
8.3	Marktgleichgewichte verschiedener Ausschüttungs- politiken.....	174
8.3.1	Thesaurierung des Free Cashflow.....	174
8.3.2	Ausschüttung einer Dividende.....	175
8.3.3	Ausschüttung und (partielle) Reinvestition einer Dividende.....	177
8.3.4	Rückkauf eigener Aktien	180
8.3.5	Zusammenfassung der Zwischenergebnisse	183
8.4	Vermögen der Gesamtheit der Anleger	184
8.4.1	Vermögen im Ausschüttungs-/Thesaurierungszeitpunkt.....	184
8.4.1.1	<i>Thesaurierung des Free Cashflow</i>	185
8.4.1.2	<i>Ausschüttung einer Dividende</i>	185
8.4.1.3	<i>Ausschüttung und (partielle) Reinvestition einer Dividende</i>	186
8.4.1.4	<i>Rückkauf eigener Aktien</i>	188
8.4.2	Erwartetes Periodenendvermögen	189
8.4.2.1	<i>Thesaurierung des Free Cashflow</i>	189
8.4.2.2	<i>Ausschüttung einer Dividende</i>	190
8.4.2.3	<i>Ausschüttung und (partielle) Reinvestition einer Dividende</i>	190
8.4.2.4	<i>Rückkauf eigener Aktien</i>	191
8.4.3	Zusammenfassung der Zwischenergebnisse	192
8.5	Vermögenstransfers zwischen den Anlegergruppen	193
8.5.1	Vermögenstransfer im Ausschüttungs-/Thesaurierungs- zeitpunkt.....	193
8.5.1.1	<i>Ausschüttung einer Dividende mit und ohne Reinvestition</i>	194
8.5.1.2	<i>Rückkauf eigener Aktien</i>	195

8.5.2	Erwarteter Transfer des Periodenendvermögens	195
8.5.2.1	<i>Ausschüttung einer Dividende mit und ohne Reinvestition.....</i>	196
8.5.2.2	<i>Rückkauf eigener Aktien</i>	198
8.5.3	Zusammenfassung der Zwischenergebnisse	200
8.6	Überblick über empirische Befunde zu den Aktien- kurseffekten	202
8.7	Fazit zum Einfluss der Ausschüttungspolitik auf Aktienkurse und Aktionärsvermögen	203
9	Aktienkurse bei asymmetrischer Informa- tionsverteilung und optimaler Rückkauf- mengenwahl.....	207
9.1	Überblick über die Modellanalyse und die relevante Literatur	207
9.2	Der Modellrahmen.....	211
9.2.1	Die Unternehmung: Informationsverteilung und Handlungsablauf	211
9.2.2	Der Kapitalmarkt: Anleger und Aktiennachfrage.....	215
9.3	Aktienkurse im Marktgleichgewicht.....	219
9.4	Wahl der optimalen Rückkaufmenge.....	224
9.5	Aktienkursrealisationen bei optimaler Rückkaufmenge	227
9.6	"Kurz-" und "langfristige" Aktienkursreaktionen.....	228
9.7	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	231
9.8	Überblick über empirische Befunde für Deutschland und die USA	232
9.9	Fazit zu den Aktienkursen bei asymmetrischer Informationsverteilung und optimaler Rückkauf- mengenwahl.....	235
10	Schlussbemerkungen	239

A	Anhang	249
A.1	Dividendenzahlungen der DAX-30-Unternehmen zwischen 1999 und 2007	249
A.2	Aktienrückkaufvolumen der DAX-30-Unternehmen zwischen 1999 und 2007	250
A.3	Rückkaufankündigungen zwischen 1998 und 2007	252
	Literaturverzeichnis	261