

Ausschüttungspolitik börsenkotierter Schweizer Unternehmen

Masterarbeit

Institutsdirektor: Prof. Dr. Claudio Loderer

Betreuender Assistent: Jonas Zeller, M Sc Ec

Verfasser: Daniel Rickli

Thunstetten

Matrikelnummer: 03-132-438

Neustrasse 10

3368 Bleienbach

E-Mail danielrickli@bluewin.ch

Bleienbach, 07. September 2009

Disclaimer:

Die in der vorliegenden Arbeit vertretenen Ansichten sind diejenigen des Verfassers und nicht notwendigerweise die Ansichten des Instituts für Finanzmanagement. Das Institut für Finanzmanagement übernimmt keine Verantwortung für allfällige Fehler.

I. Executive Summary

Die Ausschüttungspolitik von Unternehmen ist ein häufig untersuchtes Thema, welches bis heute Rätsel aufgibt. So ist gemäss dem Dividend Irrelevance Theorem von Modigliani/Miller (1961) in perfekten Kapitalmärkten das Vermögen eines Aktionärs unabhängig davon ob und in welcher Form eine Ausschüttung stattfindet. In der Realität sind die Märkte jedoch nicht vollkommen, was dazu führt, dass die Ausschüttungspolitik von Unternehmen durchaus das Investorenvermögen beeinflussen kann.

Für die Schweiz bedeutet dies, dass Dividenden besonders *unattraktiv* sein sollten, da diese als Einkommen versteuert werden müssen. Dennoch zeigt ein Blick in den Aktienführer Schweiz, dass viele Unternehmen Dividenden zur Ausschüttung von Kapital verwenden.¹ Unter der Annahme von rationalen Investoren scheint dies unverständlich, da Aktienrückkäufe und Nennwertreduktionen die Principal-Agent Probleme zwischen dem Aktionariat und dem Management gleich gut lösen sollten wie Dividendenzahlungen, und zudem steuerlich günstiger sind.

Diese Arbeit untersucht, ob sich die Ausschüttungspolitik im Swiss Performance Index zwischen 1996-2007 verändert hat, wobei anzunehmen ist, dass die alternativen Ausschüttungsinstrumente auf Kosten von Dividendenzahlungen dazugewonnen haben, und dass sich der Anteil der Gesamtausschüttungen als Ganzes zu Gunsten von Kapitalgewinnen verringert hat. Weiter werden noch die Determinanten der verschiedenen Ausschüttungen untersucht.

Die Analyse erfolgt in zwei Teilen. Zuerst werden die Ausschüttungen und deren Determinanten deskriptiv untersucht. Danach folgt die Analyse der Ausschüttungspolitik mit Hilfe von Logit-Regressionen, wie dies Fama/French (2001) für den US-Markt getan haben.

Die Untersuchung zeigt, dass seit Anfang des neuen Jahrtausends Nennwertreduktionen populärer werden, während Dividenden weniger häufig auftreten, als das Modell erwarten lässt. Dies ist ein Indiz für verbesserte Corporate Governance innerhalb der Unternehmen und für ein aktiveres Aktionariat, welches sich den steuerlichen Konsequenzen von Ausschüttungen bewusst ist. Es muss jedoch festgestellt werden, dass im Jahr 2007 immer noch über 61% der Unternehmen Dividenden nutzen, was die Aussage wieder etwas relativiert. Weiter zeigt die Datenlage eine Abnahme der Gesamtausschüttungen, was auf weniger Principal-Agent Probleme bzw. höheren Nutzen von Kapitalgewinnen hindeuten kann.

¹ Der Aktienführer Schweiz ist ein vom Verlag Finanz und Wirtschaft AG herausgegebenes Buch mit Bilanz- und Aktiendaten zu börsenkotierten Schweizer Unternehmen.