

Kapitel 2
Marktprozesse

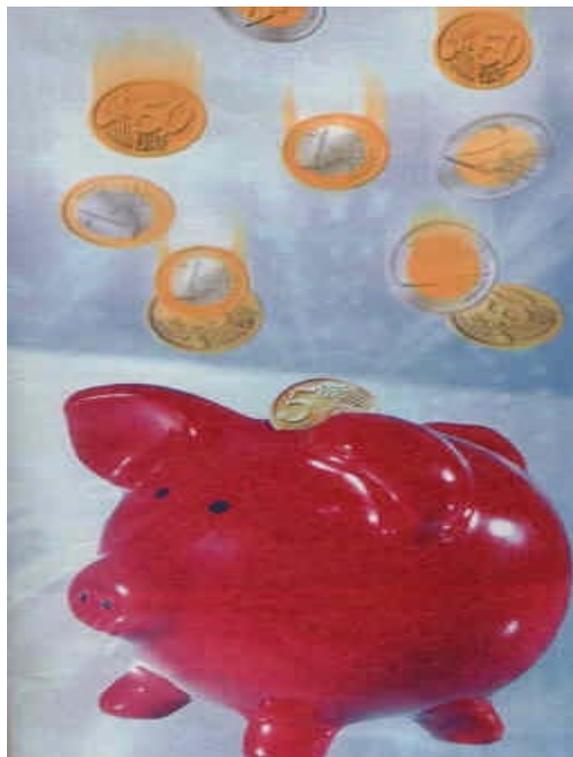
Finanzmanagement/
Finanzwirtschaft



ENTWURF

Möglichkeiten der Dividendenpolitik

- 1 Dividendenarten
- 2 Die Dividendenentscheidung in der Praxis
- 3 Dividende und Shareholder Value



Warum?

„Die Dividende ist kein Ladenhüter“ (FAZ, 26.08.2002)

„Erfreulicher sieht es aus, wenn man einen Blick auf die Dividendenzahlungen wirft 30 Prozent im Vergleich zum Vorjahr gestiegen.“ (FAZ, 28.08.2002)

„Dividenden erreichen Zinsen. Die Dividendenrenditen der Aktien sind so hoch wie selten zuvor.“ (Broschüre der Deutschen Bank, März 2003)

„Microsoft-Aktionäre erwarten Geldsegen. Die Aktionäre [...] können sich auf eine Sonderausschüttung in Höhe von 10 Milliarden Dollar freuen.“ (FAZ, 05.07.2003)

Eine Renaissance der Dividende? Eine derartige Frage stellt sich, wenn man den Unternehmen glauben schenken darf. Denn Banken werben mit Fonds, die hohe und konstante Renditen in Form von Dividenden abwerfen, und Gesellschaften kündigen Ausschüttungen bis in Milliardenhöhe an. Doch was steckt hinter dieser Unternehmenspolitik? Gerade in der momentan schwierigen wirtschaftlichen Situation haben Unternehmen mit Sicherheit nichts zu verschenken. Das wirft die Frage auf, was sich eigentlich hinter dem Begriff der Dividendenpolitik verbirgt und welche Möglichkeiten der Dividendenpolitik zur Verfügung stehen.

1 Dividendenarten

Mit dem Begriff Dividende ist im Allgemeinen eine Bardividende gemeint. Gemäß Aktiengesetz kann die Hauptversammlung auch eine Sachausschüttung beschließen, sofern die Satzung dies vorsieht.¹

„Die Alternative zur Bardividende stellt einen Vermögensvorteil unabhängig welcher Art dar, den die Gesellschaft im Rahmen der Gewinnverwendung ihren Aktionären gewährt.“²

Wertpapierdividenden			Naturaldividenden		
Zusatzaktien (Stockdividende ³)	Ausschüttung fremder Aktien	Ausschüttung von Options-scheinen ⁴	Konsumgüter	Investitions-güter	Dienstleistungen

Abbildung 1
Möglichkeiten bei Sachdividenden
(Vgl. Götz, Alternativen zu reinen Bardividende, 1997 S. 38)

Aus der Praxis... HeidelbergCement plant eine Stockdividende

Der Vorstand beabsichtigt, dem Aufsichtsrat in der bilanzfeststellenden Sitzung am 21. März 2003 anstelle einer Bardividende eine Stockdividende, d. h. eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln im Umfang der letztjährigen Dividende, im Verhältnis von rund 22 Altaktien zu 1 neuen Aktie vorzuschlagen. [...]

Die Aktionäre von HeidelbergCement geben damit dem Unternehmen die Möglichkeit, den freien Cash-flow des Jahres 2003 zu stärken.

(Quelle: Brief an die Aktionäre, Heidelberg, den 21. Februar 2003)

Eine Alternative zur Dividendenzahlung stellt der Aktienrückkauf (auch *Share-by-back-Verfahren*) dar. Er unterliegt in Deutschland strengen gesetzlichen Reglementierungen.⁵ Der Gesetzgeber hat den Rückkauf erst im Jahre 1998 erleichtert.

Aus der Praxis...

Der Aktienrückkauf der Deutschen Bank

Wenn die Aktien eingezogen werden und die Gesellschaft so das Grundkapital verringert, kann sich der Anleger freuen. Denn dann verbessern sich Kennzahlen wie der Gewinn je Aktie oder die Dividende je Aktie. Beim bereits abgeschlossenen Rückkauf der Deutschen Bank war das der Fall. Von rund 62 Millionen erworbenen Titeln hat die Gesellschaft 40 Millionen eingezogen. Voraussetzung für die Wertsteigerung der Titel ist allerdings, dass der Vorstand glaubhaft vermittelt, dass der Unternehmenswert tatsächlich gesteigert wird und dass dies nicht zu Lasten der notwendigen Investitionen geht.

Insgesamt haben in den vergangenen fünf Jahren rund 200 deutsche Unternehmen eigene Aktien zurückgekauft.

(Stand 11.09.2003. Quelle: www.faz.net)

2 Die Dividendenentscheidung in der Praxis

Im Jahr 1956 führte J. Lintner eine fundamentale Untersuchung durch. Hierbei nahm er eine direkte Befragung des Managements vor. Seine Ergebnisse lassen sich nachweislich in der heutigen Dividendenpolitik von Gesellschaften wiederfinden.⁶

Bei Lintner kristallisierte sich als Ergebnis seiner Befragungen ein zweistufiger Prozess heraus. Zunächst wurde die Entscheidung getroffen, ob die Dividende grundsätzlich verändert wird. Bei der Entscheidung über die Höhe der Dividendenänderung orientierte sich das Management am laufenden Gewinn des Unternehmens. Ihren Aussagen nach steht den Investoren ein gewisser Prozentsatz des Gewinns in Form einer Ausschüttung zu. Es wird eine Zielausschüttungsquote (*target payout ratio*) festgelegt. Anschließend werden die Dividenden in jeder Periode stufenweise an diese Zielquote angepasst (*managed-policy*).

Das Ziel ist eine konstante Dividendenpolitik; im Vordergrund steht eine Vermeidung von Dividendenkürzungen.

managed-policy
gesteuerte
Anpassungsquote führt
zur langfristigen
Zielausschüttungsquote

Aus der Praxis...

Philips zahlt kontinuierliche Dividende

Der niederländische Elektronikkonzern Philips [...] will auch bei wieder steigenden Erträgen an einer kontinuierlichen Dividendenpolitik festhalten. Firmenchef Gerard Kleisterlee sagte der Börsenzeitung, auch in den zurückliegenden beiden Jahren habe Philips die Dividendenpolitik nicht geändert und jeweils 0,36 Euro je Aktie ausgeschüttet.

(Stand: 19.05.2003. Quelle: www.welt.de)

Was sind mögliche Ursachen einer solchen gesteuerten Dividendenpolitik?

2.1 Klienteleffekt

Die Unternehmenspolitik kann auf die Bedürfnisse einer Klientel ausgerichtet werden.

Kapitalmarktinvestoren stellen sich Aktienportfolios zusammen, die ihren individuellen Bedürfnissen entsprechen. Diese Bedürfnisse entstehen aus unterschiedlichen Gründen. Ganz allgemein gesehen unterscheidet man zwischen Groß- und Kleinaktionären.

Großaktionären wird Interesse an Gewinnthesaurierung mit investiver Verwendung unterstellt.

Kleinaktionäre favorisieren je nach Ausrichtung:

- Konsum: Aktionäre wollen mit Wertpapieren ihre Konsumbedürfnisse decken; halten ein festes Portfolio und favorisieren Dividendenzahlungen.
- Steuerersparnis: Aktionäre mit hohem (niedrigem) Steuersatz favorisieren Wertpapiere mit niedriger (hoher) Dividendenquote.⁷
- Sicherheit: Aktionäre ziehen (abhängig von ihrer Risikobereitschaft) Aktien mit konstanten, sicheren Renditen, risikobehafteten Wertpapieren vor.

Klienteleffekt

Ausrichtung der Unternehmenspolitik entsprechend der Klientel

2.1.1 Steuern

Die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen können einen wichtigen Einfluss auf die Ausschüttungsentscheidungen einer Aktiengesellschaft ausüben. Dieser ergibt sich aus einer möglichen differenzierten Besteuerung bzw. einer steuerlichen Diskriminierung einzelner Alternativen.

Für Deutschland gilt: Aus Unternehmenssicht ist der nun eingeführte einheitliche Körperschaftssteuersatz von 25% (nur 2003: 26,5%) wesentlich. Dieser definitiven Belastung unterliegen sowohl thesaurierte als auch ausgeschüttete Gewinne. Bei Anteilseignern, sofern es sich um natürliche Personen handelt, werden Dividenden nach dem Halbeinkünfteverfahren (HEV) besteuert. Deshalb ist die nach Steuern verbleibende Dividende vom persönlichen Einkommenssteuersatz des Anlegers abhängig. Veräußerungsgewinne sind steuerfrei.⁸

Nettodividende abhängig vom persönlichen Steuersatz; nach einjähriger Spekulationsfrist: steuerfrei

2.1.2 Transaktionskosten

Transaktionskosten sind solche Kosten, die in Zusammenhang mit der Ausschüttung auftreten.

Aus Aktionärssicht ist durch Dividendenzahlungen ein Teil des Aktienwertes kostenlos liquidierbar. Beim Aktienverkauf hingegen fallen Gebühren (Provi-

Stabile Dividendenpolitik reduziert TAK

sion, Maklergebühr, Auslagenersatz) an. Eine stabile Dividendenpolitik kann die Transaktionskosten der Klientel minimieren, da diese ihr Portfolio (je nach Präferenz) weniger häufig umschichten müssen.

2.2 Signalwirkung

Aktionäre sehen in Dividendenänderungen bewertungsrelevante Informationen, was sich an den Kursreaktionen erkennen lässt, die in Beziehung mit (möglichen) Dividendenentscheidungen stehen.

Aus der Praxis...

DaimlerChrysler kürzt Dividende

Das Gremium wird dem Aufsichtsrat vorschlagen, in diesem Jahr nur einen Euro pro Aktie auszuschütten. In den drei vergangenen Jahren hatte die Dividende jeweils 2,35 Euro betragen. Die Hauptversammlung muss der Empfehlung noch zustimmen.

Am Aktienmarkt führte die Nachricht zu einem Sturz der DaimlerChrysler-Aktie. Das Papier brach zeitweise um sieben Prozent ein und schloss bei 42,81. Das entspricht einem Minus von 4,34 Prozent.

(Stand 07.02.2002.Quelle: www.welt.de)

DaimlerChrysler steigert die Gewinne kräftig

In den vergangenen Tagen war die Aktie um 13 Prozent gestiegen. Dazu beigetragen hatten Spekulationen um eine Erhöhung der Dividende auf bis zu 2,0 Euro je Aktie nach einer Ausschüttung von 1,0 Euro im vergangenen Jahr.

(Stand 05.02.2003.Quelle: www.welt.de)

3 Dividende und Shareholder Value

3.1 Total Shareholder Return

Das *Shareholder Value*⁹-Konzept berücksichtigt neben der Dividendenzahlung auch Börsenkursveränderungen im Jahresverlauf. Das Ziel ist eine Steigerung der Gesamtertragsrate des Aktionärs, des *Total Shareholder Returns*.¹⁰

Total Shareholder
Return = Dividende +
Kurssteigerung

Es reicht dabei nicht aus, wenn das Unternehmen mit seinen Investitionen lediglich Gewinn erwirtschaftet. Vielmehr wird eine risikoadäquate Mindestverzinsung gefordert.

risikoadäquate Mindest
verzinsung der Inves-
titionen wird gefordert

Die risikoadäquate Mindestverzinsung basiert auf zwei additiven Komponenten:

1. risikofreier Zinsfuß „quasi-sicherer“ Finanzanlagen von Emittenten unzweifelhafter Bonität (z.B. 10jährige Bundesanleihen)
2. individuelle (systematische) Risikoprämie.

3.2 Free-Cash-Flow

Bilanzgewinn und Jahresüberschuss sind nach diesem Konzept als Basis für mögliche Ausschüttungen weniger gut geeignet (manipulierbare Größen). Unter Shareholder Value Gesichtspunkten ist der Free-Cash-Flow die geeignetere Ausgangsgröße für Dividendenzahlungen.

Der Free-Cash-Flow kann verwendet werden, um Dividenden auszuschütten, Kapital herabzusetzen oder Gewinnrücklagen zu erhöhen. In jedem Fall ist er als Residualgröße zu betrachten. Entsprechend kann die Dividendenpolitik unter Shareholder Value-Gesichtspunkten als *residual-policy* verstanden werden.

residual-policy
Free-Cash-Flow als Grundlage der Dividende

3.3 Free-Cash-Flow und Agency Probleme

Da Kapitaleigner größtenteils nicht mehr alleinige Entscheidungsträger sind, haben die angestellten Manager eine hohe Entscheidungsfreiheit, womit die Einheit von Risiko, Kontrolle und Gewinn aufgehoben wird. Dadurch übernehmen die Eigentümer die Rolle des Prinzipals und die Manager die der beauftragten Agenten. Beide Parteien wollen ihren persönlichen Nutzen maximieren, was zu einer Fehlverwendung der Ressourcen führen kann. Diese Gefahr ist umso größer, je höher der *Free-Cash-Flow* der Unternehmung ist. Stehen diesem keine wertsteigernden Investitionen gegenüber, können Finanzmittel unrentabel investiert (z. B. durch Irrtümer des Managements) oder in *Fringe Benefits*¹¹ verschwendet werden.

Prinzipal-Agent-Theorie:
Agenten handeln nicht immer zum ausschließlichen Vorteil ihres Prinzipals

Dividendenzahlungen können zur Lösung dieses Konfliktes beitragen, da

- durch Kapitalabfluss potentiell unrentable Investitionen reduziert werden
- Kapitalabfluss den Fremdkapitalbedarf erhöhen kann, einhergehend mit einer stärkeren exogenen Kontrolle des Managements (z. B. durch Kreditrating).

Verringerung der Agency-Kosten durch Dividendenzahlungen

3.4 Möglichkeiten der Unternehmenswertsteigerung durch die Dividendenpolitik

3.4.1 Optimierung der Finanzen

Werden erzielte Gewinne nicht thesauriert, unterbleibt die sonst mögliche Erhöhung des Eigenkapitals. Somit kann mit der Dividendenpolitik die Kapitalstruktur eines Unternehmens gestaltet werden.

Kapitalstruktur-gestaltung durch Dividendenpolitik

3.4.2 Vergütungsanreize

Eine anreizverträgliche Vergütung soll zur Lösung der durch Trennung von Eigentum am Unternehmen und wirtschaftlicher Verfügungsgewalt entstandenen Principal-Agent-Probleme beitragen. Sinnvoll kann ein Rückkauf eige-

Vergütungsanreize durch Dividendenpolitik

ner Aktien sein, wenn diese anschließend als Belegschaftsaktien ausgegeben werden. So kann es gelingen die Belegschaft auf die Zielsetzung des Shareholder Value einzuschwören, indem sie direkt an Kurssteigerungen partizipiert.

Bei der Verwendung frei verfügbarer Mittel kann das jedoch zur Konkurrenz mit möglichen Ausschüttungen führen. Als Alternative könnte ein fremdfinanzierter Aktienrückkauf in Betracht gezogen werden. Eine Justierung der Kapitalstruktur wäre eventuell ein positiver Nebeneffekt.

3.4.3 Investor Relations

Ziel des Investor Relations ist eine Verbreiterung der Investorenkreise (einschließlich der Bindung alter Investoren), sowie eine Vergrößerung der Transparenz.

Im Gegensatz zu den Lintnerschen Ergebnissen erscheint der Free-Cash-Flow als transparentere Ausgangsbasis. Allerdings können die frei verfügbaren Mittel im Zeitablauf stärkeren Schwankungen unterworfen sein. Im Ergebnis kann das unter Umständen zu einer Reduzierung der Ausschüttung, schlimmstenfalls zu Dividendenausfällen führen. Beide Szenarien wären mit Kursabschlägen verbunden. So würde neben dem Total-Shareholder-Return auch das Vertrauen der Anleger schwinden. Solche Konsequenzen negieren die oben erwähnten Zielsetzungen.

Mitunter wird zur Lösung des Dilemmas eine variable Dividende vorgeschlagen. Diese sollte zusätzlich zur bestehenden Dividende gezahlt werden. So lässt sich auch der Unternehmenswert steigern, da die Aktionäre die höchstmögliche Rendite erhielten.¹²

Variable Dividende

Aus der Praxis...

Südzucker im Jubiläumsjahr mit neuen Höchstmarken

Die Hauptversammlung folgte dem Vorschlag von Aufsichtsrat und Vorstand, eine Bardividende von 0,34 € je Stammaktie bzw. 0,38 € je Vorzugsaktie, sowie eine gegenüber dem Vorjahr von 0,53 € auf 1,00 € je Aktie gesteigerte Sonderdividende auszuschütten.

(Stand 23.08.2001; Quelle: www.suedzucker.de)

Interessante Literatur zum Thema

Black, Andrew/Wright, Philip/Bachmann, John E.

Shareholder Value für Manager. Campus Verlag. Frankfurt/ New York 1998.

Gerke, Wolfgang/Oerke, Mark/Sentner, Arnd.

Der Informationsgehalt von Dividendenänderungen auf dem deutschen Aktienmarkt. In: Die Betriebswirtschaft (Bd. 57, Nr. 6). 1997, S. 810–822.

Kommentare

¹ Vgl. § 58 Abs. 5 AktG (2003).

² Vgl. Götz, Alternativen zur reinen Bardividende, 1997, S. 35.

³ Der Aktionär erhält Dividenden in Form von Anteilen des Unternehmens (Stockdividende).

⁴ Die Ausgabe von **Optionsscheinen** zum Bezug eigener Aktien erfolgt üblicherweise durch die Emission von Schuldverschreibungen mit Beteiligungsansprüchen. Dies räumt den Käufer ein Wahlrecht auf künftigen Aktienerwerb ein. (Götz, S. 49.)

Der **separat begebene Optionsschein**: Diese Optionsscheine werden zwar wie herkömmliche Optionsscheine im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung emittiert, jedoch ohne zugehörige Anleihe. Den Aktionären steht dabei analog zu der Emission von Optionsanleihen ein Bezugsrecht zu. (Götz, S. 49/50.)

⁵ Vgl. § 71 AktG (2003).

⁶ den Beweis hierfür lieferte König in einer empirischen Analyse 1992, in der er entsprechende Daten von über 120 deutschen Aktiengesellschaften im Zeitraum von 1970 bis 1985 untersuchte.

Vgl. Lintner, Distribution of Incomes of corporations among Dividends, 1956, S. 98–113.

Vgl. König, Dividende und Jahresüberschuss, 1991, S. 1149–1154.

⁷ **Dividendenquote**

Verhältnis von Dividendenzahlung zu Kursgewinn aus thesaurierten Gewinnen

⁸ Ausnahmen: Veräußerungsgewinne unterliegen bei natürlichen Personen, die seit mindestens 5 Jahren zu mehr als 1% (un)mittelbar an einer Kapitalgesellschaft beteiligt sind, ebenfalls dem HEV. Das gilt auch für innerhalb der Spekulationsfrist veräußerte Anteile (Einkünfte aus Spekulationsgeschäften). Hier besteht aber eine Freigrenze von 511,99 €, d. h. auch ein Gewinn von maximal 1023,99 € bleibt innerhalb der Spekulationsfrist steuerfrei.

⁹ **Shareholder Value**

bedeutet Wert des Eigenkapitals. Das Shareholder Value Konzept wurde 1986 vom Amerikaner Alfred Rappaport entwickelt. Es stellt den Shareholder, d.h. den Aktionär, in den Mittelpunkt unternehmerischen Handelns. Betriebe, die nach diesem Konzept arbeiten, versuchen unter anderem, die finanziellen Erträge (=Kursgewinne, Dividenden, Bezugsrecht) ihrer Aktionäre zu maximieren.

¹⁰ Vgl. Black/Wright/Bachman, Shareholder Value für Manager, 1998, S. 57f, 370.

¹¹ **Fringe Benefits**

Unter Fringe Benefits fallen u.a. eine nicht notwendige Zweitsekretärin, die private Nutzung von Firmenjets und -wohnungen, luxuriöse Büroausstattungen etc. an.

¹² Vgl. MacDonald, Die Zeit ist reif für eine variable Dividende, FAZ 28.07.2003.



Beyer, Horst-Tilo (Hg.): Online-Lehrbuch BWL, <http://www.online-lehrbuch-bwl.de>