

Kurseffekte durch Aktienrückkäufe

– eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt*

Wolfgang Gerke/Jörg Fleischer/Martin Langer**

- 1 Steigende Bedeutung von Aktienrückkäufen
- 2 Rückkaufmethoden
- 3 Gründe für Aktienrückkäufe
- 4 Erklärungsansätze für positive Kurseffekte
 - 4.1 Signalling-Theorie
 - 4.2 Free-Cashflow-Theorie
 - 4.3 Erhöhung der Effizienz des Managements
 - 4.4 Price-Pressure-Effekt und Imperfect-Substitutes-Hypothese
 - 4.5 Reduzierung der Gesamtkapitalkosten und Erhöhung des Gewinns je Aktie
- 5 Bisherige Studien zu Kurseffekten bei Aktienrückkäufen
- 6 Daten und deskriptive Auswertung
 - 6.1 Beschreibung der Daten
 - 6.2 Pro forma Ermächtigungen und Rückkaufgründe
 - 6.3 Effektive Rückkaufvolumina
 - 6.4 Referenzkurse für den Aktienrückkauf
- 7 Methodik der empirischen Analyse
- 8 Ergebnisse der Kursuntersuchung
 - 8.1 Gesamtstichprobe
 - 8.2 Differenzierung nach dem Rückkaufgrund
 - 8.3 Differenzierung nach Marktsegmenten
 - 8.4 Differenzierung nach Börsenphasen
- 9 Zusammenfassung

* Die Autoren danken der Reuters AG für die Bereitstellung der verwendeten Kursdaten, sowie den Teilnehmern des 56. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tages der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. am 24.09.2002 in Frankfurt für wertvolle Anregungen.

** Prof. Dr. Wolfgang Gerke, Dipl.-Kfm. Jörg Fleischer, Dipl.-Kfm. Martin Langer, Lehrstuhl für Bank- und Börsenwesen, Universität Erlangen-Nürnberg, Postfach 119140, 90101 Nürnberg.

1 Steigende Bedeutung von Aktienrückkäufen

Bereits 1884 wurde den Unternehmen in Deutschland durch die zweite Aktienrechtsnovelle die Möglichkeit eingeräumt Aktienrückkäufe durchzuführen. Aufgrund zunehmender Missbräuche während der Weltwirtschaftskrise wurde 1931 jedoch ein generelles Verbot von Aktienrückkäufen erlassen.

Weltweit hat die Bedeutung von Aktienrückkäufen in den letzten Jahren stark zugenommen. In den USA stieg die Anzahl derartiger Programme von 1985 bis 1996 von 115 auf 755 pro Jahr. Das angekündigte Rückkaufvolumen wuchs im selben Zeitraum von 15,4 auf 113 Milliarden Dollar jährlich.¹ Der Erwerb eigener Aktien wurde in den vergangenen Jahren in vielen Ländern erlaubt oder durch Deregulierung erleichtert.² In Deutschland wurde der Aktienrückkauf für Unternehmen mit der Einführung des KonTraG zum 1. Mai 1998 stark vereinfacht. Es besteht zwar weiterhin nach §§ 57 I S. 1, 71 I AktG ein grundsätzliches Verbot zum Rückerwerb eigener Anteile. Durch die Einführung des § 71 I Nr. 8 AktG ist der Rückkauf aber bereits dann möglich, wenn die Hauptversammlung diesen durch einen Ermächtigungsbeschluss genehmigt, maximal 10% des Grundkapitals erworben werden, kein Handel in den eigenen Aktien erfolgt und die Gleichbehandlung aller Aktionäre sichergestellt wird. Im Ermächtigungsbeschluss muss der Anteil am Grundkapital festgelegt sein, der maximal zurückgekauft werden kann, sowie die Dauer der Ermächtigung. Maximal zulässig ist eine Gültigkeit von 18 Monaten. Der Erwerbszweck muss nicht angegeben werden. Bei der Wahl der Rückkaufmethode ist ausdrücklich auf das Gleichbehandlungsgebot zu achten. Der Rückkauf über die Börse genügt diesem Gebot. Ist die Ermächtigung erfolgt, kann der Vorstand jederzeit beschließen, von ihr Gebrauch zu machen. Erst zu diesem Zeitpunkt ist eine Ad-hoc-Publizitätspflicht gegeben. Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung selbst wird nicht als kursrelevante Tatsache im Sinne von § 15 WpHG angesehen,³ da die Ermächtigung oft ohne konkrete Rückkaufabsicht erteilt wird.⁴ Nach dem Beschluss des Vorstands kann der tatsächliche Rückkauf jederzeit vorgenommen werden.

Durch die angeführte Gesetzesänderung hat sich der Aktienrückkauf in Deutschland innerhalb der letzten vier Jahre zu einem häufig genutzten Instrument entwickelt. Im

¹ Vgl. Jagannathan/Stephens/Weisbach (2000), S. 356.

² Vgl. Sabri (2001), S. 1, S. 9f.

³ Vgl. Schockenhoff/Wagner (1999), S. 553 – 555.

⁴ Siehe hierzu auch Kap. 6.2.

Rahmen der vorliegenden Untersuchung konnten über 150 Unternehmen identifiziert werden, die bis zum Frühjahr 2002 eigene Anteile erworben haben, wobei fast alle Rückkäufe über die Börse abgewickelt wurden. Mittels einer Kursstudie untersuchen wir für diese Art von Rückkäufen, ob deren Ankündigungen Auswirkungen auf den Aktienkurs der zurückkaufenden Unternehmen haben.

2 Rückkaufmethoden

Rückkauf über die Börse (open market repurchase)

Bei dieser Form des Aktienrückkaufs werden die Aktien über eine organisierte Wertpapierbörse im normalen Handel erworben.⁵ Der Rückkauf wird dabei meist nicht einmalig, sondern über einen längeren Zeitraum in mehreren Schritten durchgeführt. Diese in den USA⁶ und in Deutschland⁷ mit Abstand am weitesten verbreitete Methode weist mehrere Vorteile auf. So ist der Kauf der eigenen Anteile für das Unternehmen flexibel durchführbar und der Vorstand kann sehr kurzfristig auf Marktgegebenheiten reagieren und zum Beispiel im Fall eines ungerechtfertigten Kursverfalls eigene Aktien günstig zurückkaufen. Auf der anderen Seite ist es möglich, bei einem Kursanstieg das Aktienrückkaufprogramm zu stoppen und nicht so viele Aktien wie ursprünglich geplant zu erwerben.⁸ Ein weiterer Vorteil für das Unternehmen liegt in der kostengünstigen Abwicklung, da im Gegensatz zu anderen Verfahren keine Prämie, sondern nur der aktuelle Börsenkurs bezahlt werden muss. Die hohe Flexibilität beinhaltet für die Marktteilnehmer aber auch den Nachteil, dass sie nicht erkennen, ob und wann ein angekündigter Aktienrückkauf tatsächlich stattfindet.

Öffentliches Rückkaufangebot (tender offer)

Festpreisverfahren (fixed price tender offer)

Bei diesem Verfahren gibt der Vorstand ein bis zu einem bestimmten Zeitpunkt geltendes öffentliches Angebot an alle Aktionäre ab, eine bestimmte Anzahl an Aktien zu einem festen Preis zu kaufen.⁹ Die Dauer solcher Angebote beläuft sich meist auf

⁵ Vgl. Mauboussin/Hiler (1998), S. 6.

⁶ Vgl. Stephens/Weisbach (1998), S. 313.

⁷ Vgl. Kap. 6.1.

⁸ Vgl. Posner (1994), S. 316.

⁹ Vgl. Mauboussin/Hiler (1998), S. 6.

einige Wochen.¹⁰ Um eine entsprechende Resonanz auf dieses Angebot zu erhalten, muss das Unternehmen einen Aufpreis zum aktuellen Börsenkurs anbieten. Die Höhe dieser Prämie stellt dabei für das Unternehmen eine sehr wichtige Größe dar. Wird sie zu niedrig gewählt, kann die Aktiengesellschaft nicht genügend Anteilseigner finden, die bereit sind, ihre Aktien zu verkaufen. Wird die Prämie andererseits zu hoch gewählt, so wird das Angebot überzeichnet und das Unternehmen muss neben einem überbewerteten Kaufpreis entweder mehr Aktien zurückkaufen oder eine Zuteilung vornehmen, so dass die Aktionäre nicht so viele Aktien verkaufen können wie sie möchten.¹¹

Holländische Auktion (dutch auction offer)

Das holländische Auktionsverfahren ist ähnlich aufgebaut wie das Festpreisverfahren, allerdings wird hier der Rückkaufpreis nicht vorher festgelegt. Die Gesellschaft legt nur die Anzahl der Aktien fest, die zurückgekauft werden sollen. Außerdem wird eine Preisspanne bestimmt, innerhalb derer am Ende der Angebotsfrist der Auktionspreis ermittelt wird. Die Aktionäre des Unternehmens haben dann für eine gewisse Zeit die Möglichkeit der Gesellschaft mitzuteilen, wie viele Aktien sie zu welchem Mindestpreis zu verkaufen bereit sind. Nach der Auktion ermittelt das Unternehmen aufgrund der eingegangenen Angebote, zu welchem minimalen Preis innerhalb der Preisspanne es die zuvor angekündigte Anzahl an Aktien zurückkaufen kann.¹² Diesen Preis erhalten alle Aktionäre, die für ihre Aktien weniger oder genauso viel verlangt haben. Anteilseigner, die einen höheren Preis erzielen wollten, nehmen nicht an dem Aktienrückkauf teil.¹³ Daher werden die meisten Aktionäre ihr Verkaufslimit nicht zu hoch ansetzen, um einen Verkauf ihrer Aktien wahrscheinlicher zu machen. Für die Gesellschaft ergibt sich dadurch der Vorteil, dass die Prämie bei diesem Verfahren niedriger ausfällt als beim Festpreisverfahren.

Ausgabe übertragbarer Verkaufsrechte (transferable put rights)

Bei dieser Form des Aktienrückkaufs gibt die Aktiengesellschaft an alle Anteilseigner Verkaufsoptionen aus. Die Anzahl, die ein Aktionär erhält, richtet sich nach der Anzahl der von ihm gehaltenen Aktien. Diese Optionen sind dann bis zu einem bestimmten

¹⁰ Vgl. Posner (1994), S. 317.

¹¹ Ebd.

¹² Vgl. Brown (1992), S. 650.

¹³ Vgl. Barclay (1992), S. 408.

Zeitpunkt ausübbar.¹⁴ Der Aktieninhaber kann selbst entscheiden, ob er am Aktienrückkaufprogramm teilnehmen möchte oder nicht. Entscheidet er sich dagegen, kann er die ihm übertragenen Optionen an der Börse verkaufen und somit an andere Anteilseigner weitergeben, die mehr Aktien verkaufen möchten als es ihnen mit den zugeteilten Verkaufsoptionen möglich wäre.¹⁵

Rückkauf von einem Großaktionär (negotiated repurchase)

Schließlich besteht noch die Möglichkeit eines Paketerwerbs. In diesem Fall verhandelt die Aktiengesellschaft direkt mit einem Aktionär. Es handelt sich im Normalfall um einen Großaktionär, da auf diese Weise der Aufwand für das Unternehmen gering gehalten werden kann. Dieser Aktienrückkauf kann, im Gegensatz zu den anderen Verfahren, auch von der Aktionärsseite initiiert werden.¹⁶

3 Gründe für Aktienrückkäufe

Ausschüttung überschüssiger Liquidität

Kann eine Aktiengesellschaft mit Überschussliquidität diese nicht rentabel im Unternehmen investieren, sollte sie diese im Sinne des Shareholder Value-Konzeptes an ihre Anteilseigner ausschütten.¹⁷ Gewöhnlich geschieht dies in Form einer jährlichen Dividendenzahlung. Die Ausschüttung von Kapital kann aber auch mit Hilfe eines Aktienrückkaufs erfolgen. Dieses Vorgehen erweist sich in vielen Fällen als vorteilhafter. So präferieren viele Unternehmen eine stabile Dividendenpolitik, da Dividendenveränderungen eine Signalfunktion besitzen können. Der Markt interpretiert dann Erhöhungen als Zeichen für eine dauerhafte Verbesserung der Ertragskraft, während Dividendenkürzungen als negatives Signal gedeutet werden. Beides führt zu entsprechenden Kursreaktionen. Entsteht die Überschussliquidität außerordentlich, würde eine Dividendenerhöhung zunächst zu steigenden Kursen und im Jahr darauf - bei einer dann notwendigen Dividendenkürzung - zu fallenden Kursen führen. Unterstellt man, dass Unternehmen ein Interesse an einem stabilen Kursverlauf ihrer Aktien haben, so würde dieser durch eine stabile Dividendenpolitik gefördert. Eine Ausschüttung mit Hilfe eines Aktienrückkaufs wird als einmalige Ausschüttung

¹⁴ Vgl. Kale/Noe/Gay (1989), S. 141.

¹⁵ Vgl. Paefgen (1999), S. 69.

¹⁶ Vgl. Dann (1981), S. 115.

¹⁷ Vgl. Gerke/Bank (1998), S. 36.

beurteilt und weckt somit keine Erwartungen, dass sich dieser Vorgang regelmäßig wiederholt. Wenn die gesetzlichen Rahmenbedingungen es zulassen, kann ein Unternehmen durch den Verkauf der eigenen Anteile auch relativ schnell wieder die Liquidität erhöhen, was bei einer Dividendenzahlung nicht möglich ist. Außerdem spricht für einen Erwerb eigener Aktien und gegen Ausschüttung mit Hilfe von Dividenden, dass Aktienrückkäufe für die Inhaber von Aktienoptionen vorteilhaft sind. Durch eine Dividendenausschüttung würde der Aktienkurs und damit auch der Wert der Kaufoptionen fallen, während es bei Aktienrückkäufen im allgemeinen zu Kurssteigerungen kommt und so ein Buchgewinn durch die im Wert gestiegenen Optionen entsteht.¹⁸

Erwerb von Aktien als Akquisitionswährung

Übernimmt eine Aktiengesellschaft ein anderes Unternehmen, kann sie neben einer Bezahlung mit Bargeld auch mit eigenen Aktien bezahlen. Auch bei Fusionen werden häufig eigene Aktien benötigt, da sie vielfach mittels eines Aktientausches durchgeführt werden.¹⁹ In diesem Fall kann sich das Unternehmen die benötigten eigenen Aktien durch eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts oder mit Hilfe eines Aktienrückkaufs besorgen. Auf die Liquidität der Gesellschaft hat ein Aktienrückkauf dieselbe Wirkung wie eine Bezahlung mit Bargeld. Ein Aktientausch kann steuerlich aber günstiger durchgeführt werden, da der Verkäufer weniger Steuern zahlen muss, was dazu führt, dass der Kaufpreis durch die Steuerersparnis im allgemeinen gesenkt werden kann.

Veränderung der Kapitalstruktur

Mit einem Aktienrückkauf kann die Kapitalstruktur gesteuert werden, da dieser eine Senkung des Eigenkapital- zugunsten des Fremdkapitalanteils zur Folge hat.²⁰ Somit kann die optimale Mischung zwischen Eigen- und Fremdkapital, bei der die Kapitalkosten minimal sind, angestrebt werden.

¹⁸ Vgl. Weisbenner (2000), S. 2.

¹⁹ Vgl. Schmitz (2002), S. 62.

²⁰ Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 9.

Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungs- und Stock Option-Programmen

Aktienrückkäufe stellen eine effiziente Möglichkeit dar, an die Aktien zu gelangen, die für die Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungs- und Stock Option-Programmen benötigt werden. Sie verursachen zumeist niedrigere Durchführungskosten als Kapitalerhöhungen mit Ausgabe neuer Aktien. In den USA scheint die starke Zunahme von Stock Option-Programmen tatsächlich auch für die gleichzeitige starke Zunahme von Aktienrückkaufprogrammen mit verantwortlich zu sein.²¹

Abwehr feindlicher Übernahmen

Durch den Erwerb eigener Aktien können feindliche Unternehmensübernahmen erschwert werden.²² Präventiv sorgt der Rückerwerb für einen Liquiditätsabbau und eine Erhöhung des Verschuldungsgrades bei der Gesellschaft. Dadurch wird das Unternehmen für einen potenziellen Übernehmer unattraktiver, da dieser die Übernahme nicht mehr so leicht über Fremdkapital finanzieren kann, das aus den Liquiditätsreserven des übernommenen Unternehmens zurückgezahlt werden soll. Ist die feindliche Übernahme bereits im Gang, ist eine Abwehr mit Hilfe eines Aktienrückkaufs nicht mehr so wirksam. Teilweise werden Aktienpakete von verkaufswilligen Großaktionären zurückgekauft, damit diese Pakete nicht in den Besitz des Angreifers gelangen.

In Deutschland kann durch Aktienrückkäufe feindlichen Übernahmen nur wenig entgegengesetzt werden. Mit der maximal zulässigen Rückkaufmenge von zehn Prozent des Grundkapitals lässt sich nur eine begrenzte Abwehr aufbauen. Auch tritt hier wieder das bereits angesprochene Problem der Ungleichbehandlung der Aktionäre auf.²³

²¹ Vgl. Kahle (2002), S. 237.

²² Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 15.

²³ Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 16.

Verkleinerung des Aktionärskreises

Mit dem Rückkauf eigener Aktien kann auch versucht werden, die Anzahl der Aktionäre und damit die Kosten, die im Investor Relations-Bereich zum Beispiel für das Versenden von Geschäftsberichten oder für Einladungen zur Hauptversammlung und deren Durchführung anfallen, zu reduzieren. Da diese fixen Kosten unabhängig von der Anzahl der gehaltenen Aktien sind, ist insbesondere bei der Reduzierung der Anzahl der Kleinaktionäre ein Kostensenkungspotential vorhanden.²⁴

4 Erklärungsansätze für positive Kurseffekte

4.1 Signalling-Theorie

Die Signalling-Theorie stellt die in der Literatur am weitesten verbreitete und weitgehend akzeptierte Theorie zur Erklärung von Aktienkursreaktionen dar.²⁵ Nach diesem Ansatz verfügt das Management einer Gesellschaft über bessere Unternehmensinformationen als die Aktionäre. Diese Insiderinformationen sind unter Annahme einer mittelstrengen Effizienz des Kapitalmarktes nicht im Aktienkurs enthalten.²⁶ Da das Unternehmen bei einem Aktienrückkauf in seine eigenen Aktien investiert, wird davon ausgegangen, dass es über bisher unbekannt positive Informationen verfügt. Handelt es sich um keine konkreten Informationen, die durch eine Ad-hoc-Meldung verbreitet werden können, kann das Management durch eine allgemeinere Form der Signalübermittlung auf die Unterbewertung der Aktie aufmerksam machen. Lediglich ein Hinweis auf die Unterbewertung des Unternehmens wäre wenig glaubwürdig, da dieses Signal, sollte es falsch sein, mit keinen Kosten für das Unternehmen verbunden wäre.²⁷ Mit einem Aktienrückkauf wird ein glaubwürdiges Signal abgegeben, da es im Falle des Aussendens eines falschen Signals höchstwahrscheinlich zu fallenden Kursen und damit auch zu Kursverlusten für das Unternehmen kommen würde.

Aufgrund der Signalling-Theorie sollte sich ein Kurssteigerungseffekt einstellen, der bei großen Unternehmen geringer ausfällt als bei kleineren. Große Unternehmen werden vom Kapitalmarkt genauer und häufiger analysiert, wodurch weniger

²⁴ Vgl. Guthart (1967), S. 109.

²⁵ Vgl. Comment/Jarrell (1991), S. 1244.

²⁶ Vgl. Fried (2000), S. 441.

²⁷ Vgl. Fried (2000), S. 442.

Informationsasymmetrien auftreten.²⁸ Die Signalstärke hängt von der gewählten Rückkaufmethode ab. Vom Tenderverfahren gehen stärkere Signale aus als vom Rückkauf über die Börse, da beim Tenderverfahren eine Prämie auf den Börsenkurs gezahlt wird und Sicherheit bezüglich der Anzahl der zurückgekauften Aktien besteht.

4.2 Free-Cashflow-Theorie

Die neben der Signalling-Theorie am weitesten verbreitete Theorie ist die Free-Cashflow-Theorie. Sie basiert auf den Interessenkonflikten zwischen dem Management und den Anteilseignern bezüglich der Verwendung der erwirtschafteten Cashflows. Die Aktionäre bevorzugen die Ausschüttung, um über die Anlage dieses Geldes selbst entscheiden zu können. Möglicherweise können damit attraktivere Anlagemöglichkeiten gefunden werden, was die Allokationseffizienz des Kapitalmarktes steigern würde.²⁹ Das Management auf der anderen Seite neigt eher zu höherer Liquiditätshaltung und Wachstumsfinanzierung. Es handelt sich hierbei also um einen Principal-Agent-Konflikt.³⁰ Wird die Überschussliquidität durch Aktienrückkäufe an die Anteilseigner zurückgezahlt, wird dem Management die Möglichkeit zur unrentablen Verwendung genommen, was zu einer Senkung der Agency-Kosten führt.

4.3 Erhöhung der Effizienz des Managements

Bezüglich der Senkung der Agency-Kosten durch Aktienrückkäufe lassen sich weitere Ansätze anführen, die auf die Erhöhung der Effizienz des Managements abstellen. Wird der Rückkauf der eigenen Aktien nicht durch überschüssige Liquidität, sondern durch die Aufnahme von Fremdkapital durchgeführt, müssen in der Folge höhere Zinszahlungen geleistet werden. Zur Erwirtschaftung dieser Zinsen muss das Management mehr Wert auf die Generierung von neuen Umsätzen und die Senkung von Kosten legen. Außerdem ist ein sogenannter Eigentümer-Effekt zu beobachten, falls das Management selbst Aktien des Unternehmens hält und nicht am Rückkauf auf der Verkaufsseite teilnimmt, da sich dadurch sein anteiliger Besitz am Unternehmen vergrößert.³¹

²⁸ Vgl. Li/McNally (2001), S. 4.

²⁹ Vgl. Leven/Helm (1996), S. 5.

³⁰ Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 8.

³¹ Vgl. Fried (2000), S. 439.

4.4 Price-Pressure-Effekt und Imperfect-Substitutes-Hypothese

Beim Price-Pressure-Effekt wird eine unelastische kurzfristige Nachfrage nach den Aktien eines Unternehmens unterstellt. Wenn aufgrund der Ankündigung eines Aktienrückkaufs Marktteilnehmer mit steigenden Kursen rechnen und es zu einer Überschussnachfrage nach den Aktien des jeweiligen Unternehmens kommt, führt dies zu einem Kursanstieg. Da die erhöhte Nachfrage nach der Ankündigung des Aktienrückkaufs nur von vorübergehender Natur ist und die langfristige Nachfrage annahmegemäß vollkommen elastisch ist, handelt es sich nur um einen temporären Kursanstieg.³²

Bei der Imperfect-Substitutes-Hypothese wird dagegen die Annahme aufgegeben, dass alle Aktien perfekte Substitute füreinander darstellen, so dass sowohl die kurzfristige, als auch die langfristige Nachfrage nach den Aktien eines Unternehmens nicht mehr vollkommen elastisch sind. Da beim Aktienrückkauf die Aktien entweder eingezogen oder für längere Zeit vom Unternehmen gehalten werden, führt dies zu einer langfristigen Reduzierung des Angebots an Aktien, was schließlich eine dauerhafte Erhöhung des Gleichgewichtspreises bewirkt.³³

4.5 Reduzierung der Gesamtkapitalkosten und Erhöhung des Gewinns je Aktie

Durch Optimierung der Kapitalstruktur kann ein Unternehmen mit Hilfe des Leverage-Effektes die Gesamtkapitalkosten senken, indem es teures Eigenkapital durch billigeres Fremdkapital ersetzt. Damit steigt der Unternehmenswert als Summe der mit dem gewichteten Durchschnitt der Eigen- und Fremdkapitalkosten (WACC) abdiskontierten Cashflows.

Mit der Durchführung eines Aktienrückkaufs kann ein Unternehmen auch Einfluss auf den Gewinn pro Aktie nehmen. Durch den Kauf der eigenen Aktien verringert sich die Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien. Aus den zurückerworbenen Aktien erhält die Gesellschaft gemäß § 71b AktG keine Rechte. Die zurückgekauften Aktien sind also weder dividendenberechtigt noch können Stimmrechte ausgeübt werden. Der Gewinn verteilt sich demnach auf weniger Aktien, wodurch der Gewinn pro Aktie erhöht wird.³⁴

³² Vgl. Kraus/Stoll (1972).

³³ Ebd.

³⁴ Vgl. Kahle (2002), S. 241.

5 Bisherige Studien zu Kurseffekten bei Aktienrückkäufen

Da der Aktienrückkauf in den USA schon lange ein weit verbreitetes Instrument ist, sind dort bereits viele Studien zur Reaktion des Aktienkurses auf die Ankündigung oder Durchführung von Aktienrückkäufen vorgenommen worden.

MASULIS (1980) untersucht 199 öffentliche Rückkaufangebote (Festpreisverfahren) von an der NYSE und an der American Stock Exchange gehandelten Unternehmen. Er ermittelt eine Rendite von 17% am Ankündigungstag und dem darauffolgenden Tag und eine durchschnittliche Prämie von 23%. Bei überzeichneten Rückkaufangeboten liegen die Kurse bei einem Drittel der Unternehmen nach dem Rückkaufangebot sogar unter den Kursen vor der Ankündigung.

DANN (1981) analysiert ebenfalls Festpreisangebote. Seine Studie umfasst 143 öffentliche Rückkaufangebote der Jahre 1962 bis 1976. Er stellt einen durchschnittlichen Kursanstieg von 15,4% innerhalb der ersten zwei Tage nach der Ankündigung und eine durchschnittlich gezahlte Prämie von 22,5% fest. DANN erklärt den Kursanstieg vor allem mit der Signalling-Theorie. Die Steuerersparnis gegenüber Dividendenzahlungen spielt für Aktienrückkäufe eine untergeordnete Rolle. Die Absicht des Vermögenstransfers von den Fremdkapital- zu den Eigenkapitalgebern kann DANN nicht bestätigen.

COMMENT/JARRELL (1991) untersuchen die Signalwirkung von Festpreisangeboten, holländischen Auktionen und Rückkäufen über die Börse. Es werden 165 öffentliche Rückkaufangebote (davon 72 holländische Auktionsverfahren) zwischen 1984 und 1989 sowie 1197 Ankündigungen von Aktienrückkaufprogrammen über die Börse zwischen 1985 und 1988 berücksichtigt. Neben einem starken Anstieg der Rückkaufaktivität nach dem Crash von 1987 werden für alle Rückkaufmethoden signifikante positive Überrenditen festgestellt. Festpreisangebote erreichen in den drei Tagen nach der Ankündigung eine Überrendite von 11%, holländische Auktionen von 7,9% und Rückkaufprogramme über die Börse von 2,3%. Die einzelnen Verfahren weisen unterschiedliche Signalstärken auf, wobei große Aktienrückkaufprogramme (Rückkaufvolumen über 20% der ausstehenden Aktien), die über die Börse abgewickelt werden, mit 6% Überrendite fast genauso gut geeignet sind, eine Unterbewertung zu signalisieren wie holländische Auktionen. Bei Auktionsverfahren fällt die Prämie durchschnittlich ein Drittel niedriger aus als bei Festpreisangeboten. Die Signalstärke steigt, je schlechter sich der Aktienkurs vor der Rückkaufankündigung entwickelt hat.

Insgesamt stellen COMMENT/JARRELL eine starke Unterstützung der Signalling-Theorie fest.

Einen Schritt weiter gehen IKENBERRY/LAKONISHOK/VERMAELEN (1995). Sie untersuchen neben dem Effekt um den Ankündigungstag auch die langfristige Performance der Aktien. Die Studie berücksichtigt dabei nur über die Börse vorgenommene Aktienrückkäufe, die von Anfang 1980 bis Ende 1990 stattgefunden haben. Es werden Aktien, die an der NYSE, ASE und an der NASDAQ notiert sind, in die Untersuchung mit einbezogen. Die Rückkaufprogramme des vierten Quartals 1987 werden ausgeschlossen, um durch den Crash bedingte Verzerrungen zu vermeiden. In der kurzfristigen Analyse vor der Ankündigung (Tage -20 bis -3) wird eine negative Überrendite von -3,07% beobachtet. Um den Ankündigungstag herum (Tage -2 bis +2) ergibt sich eine abnormale Rendite von 3,54%. Mit steigenden angekündigten Rückkaufvolumina vergrößert sich der Effekt. Die langfristige Performance wird mit einer Buy-and-Hold-Strategie untersucht. Insgesamt entwickeln sich die Aktiengesellschaften mit Aktienrückkäufen in den vier Jahren nach der Ankündigung um 12,1% besser als der Markt. Die Autoren folgern daraus, dass der Markt auf die Ankündigung des Aktienrückkaufs kurzfristig nicht ausreichend reagiert, und dass das übermittelte Signal nur langsam in den Kurs eingearbeitet wird.³⁵

STEPHENS/WEISBACH (1998) untersuchen ebenfalls Aktienrückkäufe am offenen Markt. Für ein Drei-Tage-Fenster beginnend mit dem Tag vor der Ankündigung stellen sie eine statistisch signifikante Überrendite von 2,69% fest. Die Steigerung des Aktienkurses führen auch sie auf den Abbau von asymmetrischen Informationen durch Signalling zurück. Auf der anderen Seite sehen sie auch Argumente für die Free-Cashflow-Theorie, da es im Falle unsicherer zukünftiger Cashflows besser ist, die Ausschüttung mit Hilfe von Aktienrückkäufen zu verwirklichen. Die Autoren können ebenfalls nachweisen, dass es vor der Ankündigung des Rückkaufprogramms zu einer Underperformance des Aktienkurses kommt.

Eine Studie für den deutschen Aktienmarkt wurde von SCHREMPER (2002) für den Zeitraum vom 01.05.1998 bis 31.12.2000 durchgeführt. Der Autor konzentriert sich dabei fast ausschließlich auf die kurzfristige Marktreaktion im Dreitagesintervall um den Tag der Ankündigung des Aktienrückkaufs und stellt hoch signifikante

³⁵ Die gleichen Autoren haben im Jahr 2000 Aktienrückkäufe kanadischer Firmen untersucht. Der Effekt am Ankündigungstag beträgt 0,93%. Langfristig ergibt sich für einen Zeitraum von drei Jahren eine signifikante Überrendite von 21,4%. Vgl. Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen (2000).

Überrenditen von durchschnittlich 4% fest. Unsere Untersuchung unterscheidet sich von SCHREMPER (2002) durch einen längeren Untersuchungszeitraum, die Konzentration auf über die Börse abgewickelte Rückkäufe, die Untersuchung längerer Zeiträume vor und nach dem Ereignistag sowie die Anwendung strengerer Kriterien bei der Auswahl der Stichprobenwerte.

6 Daten und deskriptive Auswertung

6.1 Beschreibung der Daten

Untersuchungsgegenstand unserer Studie sind insgesamt 156 Ankündigungen von Aktienrückkäufen, die zwischen dem 1.5.1998 und dem 31.3.2002 in Deutschland stattgefunden haben.

Es wurden die Schlusskurse der Frankfurter Wertpapierbörse als Kursdaten verwendet. Als Ankündigungstag wurde jeweils der Tag gewählt, an dem die Marktteilnehmer zum ersten Mal auf die entsprechende Ad-hoc-Meldung³⁶ reagieren konnten.³⁷

Das jeweilige Rückkaufvolumen der getätigten Aktienrückkäufe wurde mit Hilfe der entsprechenden Geschäftsberichte festgestellt, da eine Ankündigung der Rückkaufmengen nur in Ausnahmefällen erfolgte.

Für die Kursuntersuchung konnten 120 der identifizierten 156 Aktienrückkäufe berücksichtigt werden. Für sechs Unternehmen standen dabei keine Kursdaten zur Verfügung. Um außerdem eine Verfälschung der Ergebnisse zu vermeiden, wurden diejenigen Aktienrückkäufe aus der Untersuchung ausgeschlossen, bei denen neben der Rückkaufankündigung noch weitere kursrelevante Informationen - wie zum Beispiel Geschäftszahlen oder Unternehmenskäufe - veröffentlicht wurden. Dies war bei 26 Aktienrückkäufen der Fall. Schließlich mussten noch vier Rückkaufankündigungen aus der Stichprobe entfernt werden, die nicht über die Börse abgewickelt wurden.

³⁶ Vgl. Kap. 1.

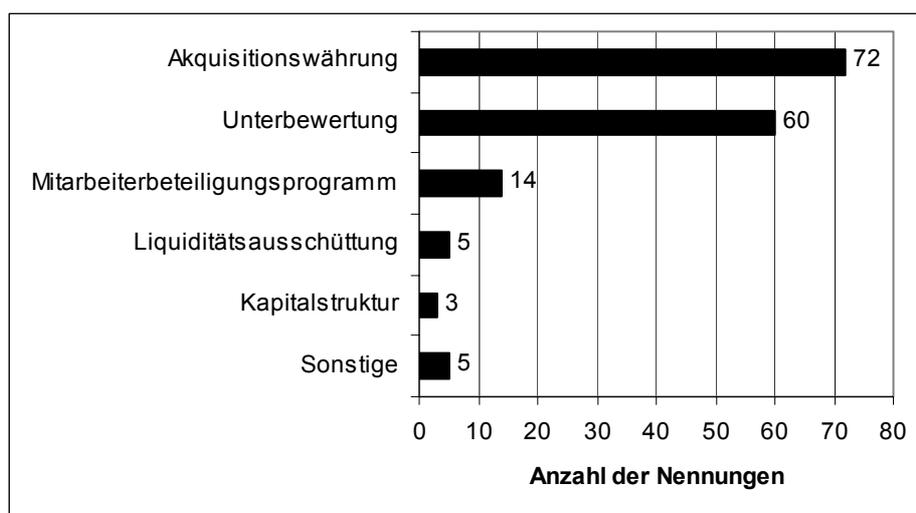
³⁷ Somit ist bei Ankündigungen, die erst nach Börsenschluss bekannt gegeben wurden, der nächste Börsentag der Ereignistag.

6.2 Pro forma Ermächtigungen und Rückkaufgründe

Von der Möglichkeit, sich einen potenziellen Aktienrückkauf von der Hauptversammlung genehmigen zu lassen, haben seit Einführung des KonTraG viele Unternehmen Gebrauch gemacht. Nach Auskunft des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, an das Ermächtigungen gemeldet werden müssen,³⁸ ließen sich 405 verschiedene Gesellschaften zwischen 1998 und 2002 587 mal die Durchführung eines Aktienrückkaufs genehmigen. Die Tatsache, dass bisher nur 156 mal Aktienrückkaufprogramme angekündigt wurden, zeigt, dass sich viele Unternehmen eine Ermächtigung nur pro forma erteilen lassen und zur Zeit der Hauptversammlung noch keinen konkreten Aktienrückkauf planen.

Es ist nicht vorgeschrieben, in der Ermächtigung beziehungsweise in der den Aktienrückkauf ankündigenden Ad-hoc-Meldung den Rückkaufgrund anzugeben. Insgesamt wurden bei 117 der 156 Rückkaufprogramme ein oder mehrere Rückkaufgründe angeführt. Am häufigsten wurde die geplante Verwendung der Aktien als Akquisitionswährung (72 mal) genannt. Fast genauso wichtig ist die Signalisierung einer Unterbewertung der Aktie (60 mal). Die weiteren Gründe sind in Abbildung 1 dargestellt. Unter die sonstigen Gründe fallen die Reduktion des Aktionärskreises (2 mal), die Verbesserung der Liquidität an der Börse (2 mal) und die Bereitstellung der Aktien für einen Designated Sponsor (1 mal).

Abbildung 1: Rückkaufgründe

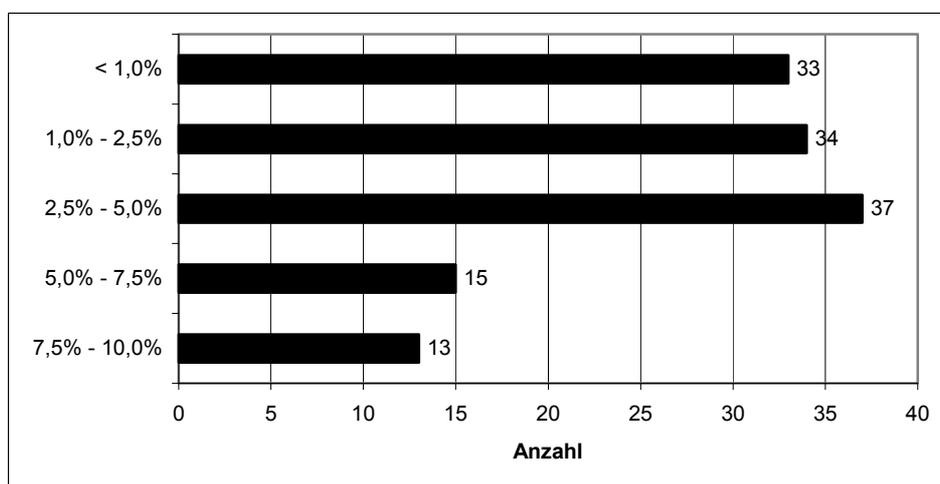


³⁸ Vgl. Wittich (1999) und § 71 III S. 3 AktG.

6.3 Effektive Rückkaufvolumina

Bei der Ermittlung des effektiven Rückkaufvolumens hat sich herausgestellt, dass die Unternehmen weit weniger Aktien zurückkaufen, als man durch die Ankündigung vermuten könnte.³⁹ Zumeist melden die Unternehmen, dass von der Ermächtigung Gebrauch gemacht werde und dabei geplant sei, bis zu zehn Prozent des Grundkapitals zurückzuerwerben. Tatsächlich wird eine durchschnittliche Rückkaufmenge von 3,19% des Grundkapitals festgestellt, wobei sich die zurückgekaufte Menge zwischen 0 und 15,7% bewegt.⁴⁰ Fünf Gesellschaften haben trotz der Ankündigung des Aktienrückkaufs keine eigenen Aktien erworben.⁴¹ Abbildung 2 zeigt die Verteilung der Rückkaufvolumina.

Abbildung 2: Rückkaufvolumen



6.4 Referenzkurse für den Aktienrückkauf

Bei der konkreten Durchführung eines Rückkaufs über die Börse muss der Kaufpreis pro Aktie innerhalb einer im Ermächtigungsbeschluss enthaltenen Spanne liegen. Diese kann mit absoluten oder relativen Kursen angegeben werden, wobei letzteres gängige Praxis ist. Als Referenzkurs wird in diesem Fall meist der durchschnittliche Börsenkurs der letzten fünf oder der letzten drei Tage vor dem Erwerb gewählt. Eine genaue Darstellung der verwendeten Referenzkurse findet sich in Tabelle 1.

³⁹ Von den 156 Rückkäufen konnten bei 23 die Rückkaufvolumina nicht festgestellt werden. Gründe hierfür sind zum Beispiel, dass zum Zeitpunkt der Untersuchung der Jahresabschluss 2001 noch nicht fertiggestellt gewesen ist, Geschäftsberichte nicht verfügbar waren oder das Unternehmen nicht mehr existiert.

⁴⁰ Der Rückkauf der AGIV AG in Höhe von 15,7% des Grundkapitals erfolgte gemäß § 71 I Nr. 6 AktG wonach die Begrenzung von 10% nicht gilt.

⁴¹ Darunter befanden sich drei Unternehmen, die noch außerhalb des Untersuchungszeitraums Aktienrückkäufe hätten vornehmen können.

Tabelle 1: Verwendeter Kurs bei Bestimmung des tiefsten und höchsten Kaufkurses

Referenzkurs	Häufigkeit
Durchschnittskurs der letzten fünf Tage vor Erwerb	48 (60,00%)
Durchschnittskurs der letzten drei Tage vor Erwerb	18 (22,50%)
Eröffnungskurs des Erwerbstages	7 (8,75%)
Durchschnittskurs der letzten zehn Tage vor Erwerb	3 (3,75%)
Schlusskurs des Tages vor dem Erwerb	3 (3,75%)
Durchschnittskurs des Tages vor dem Erwerb	1 (1,25%)

Der Kaufpreis selbst darf vom Referenzkurs um bestimmte Prozentsätze nach oben bzw. unten abweichen. Am gebräuchlichsten ist eine 10%-ige Über- bzw. Unterschreitung. Die weiteren festgestellten Preisspannen sind in Tabelle 2 angegeben.

Tabelle 2: Kursunter- und Kursobergrenzen für den Aktienrückkauf

Untergrenze	Obergrenze	Häufigkeit	Untergrenze	Obergrenze	Häufigkeit
-10%	+10%	40 (50,00%)	-25%	Höchstkurs Erwerbstag	1 (1,25%)
-5%	+5%	25 (31,25%)	-20%	+10%	1 (1,25%)
-10%	+5%	2 (2,50%)	-20%	+5%	1 (1,25%)
-15%	+15%	2 (2,50%)	-20%	+20%	1 (1,25%)
-30%	+10%	2 (2,50%)	-10%	+3%	1 (1,25%)
-25%	+25%	1 (1,25%)	-7,5%	+7,5%	1 (1,25%)
-25%	+5%	1 (1,25%)	-5%	+10%	1 (1,25%)

7 Methodik der empirischen Analyse

Um eine Aussage darüber zu treffen, ob die Ankündigung des Aktienrückkaufs den Aktienkurs der jeweiligen Gesellschaften beeinflusst, müssen die festgestellten Renditen um die modelltheoretisch erwartete Rendite bereinigt werden.⁴² Die daraus resultierende Überrendite oder abnormale Rendite wird dann mittels statistischer Verfahren untersucht. In der vorliegenden Studie wird dabei auf die Methode der *marktberinigten Rendite* zurückgegriffen. Die abnormale Rendite jeder Aktie i am Tag t ergibt sich dann wie folgt:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

mit AR_{it} = Überrendite der Aktie i am Tag t

R_{it} = Rendite der Aktie i am Tag t

R_{mt} = Rendite des Vergleichindexes am Tag t

Diese Überrenditen der individuellen Aktien stellen jedoch nur eine Zwischengröße dar. Um systematische Effekte zu identifizieren, werden die Durchschnittswerte für die einzelnen Tage betrachtet:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

mit AR_t = durchschnittliche abnormale Rendite aller Aktien zum Zeitpunkt t

N = Anzahl der Aktienrückkaufankündigungen

Sollen nicht nur einzelne Tage, sondern Zeiträume betrachtet werden, werden die durchschnittlichen Überrenditen der einzelnen Tage des konkreten Zeitraums addiert:

$$CAR_{v,w} = \sum_{t=v}^w AR_t \quad (3)$$

mit $CAR_{v,w}$ = kumulierte durchschnittliche Überrendite im Zeitraum von v bis w

Der Vorteil der hier verwendeten Marktberinigung liegt darin, dass nur Kurse in dem betrachteten Zeitfenster (Ereignisperiode) zur Verfügung stehen müssen. Bei anderen Methoden wie zum Beispiel der *Mittelwertadjustierung* oder der Verwendung des *Marktmodells* wird neben der Ereignisperiode auch eine Schätzperiode benötigt, die

⁴² Für einen Überblick über die Event Study-Methodik vgl. z.B. Brown/Warner (1980) und (1985), Bowman (1983) oder Peterson (1989).

zeitlich entweder vor oder hinter der Ereignisperiode liegen muss. Aufgrund der kurzen Historie von Aktienrückkäufen lässt sich eine Schätzperiode nach den jeweiligen Ereignisperioden in den meisten Fällen nicht ermitteln. Auch eine Verwendung von Schätzperioden vor der Ereignisperiode ist nicht sinnvoll, da bei vielen Werten - vor allem bei Aktien des Neuen Marktes - eine zu kurze Kurshistorie besteht.

Als Vergleichsindizes werden der DAX 100 für DAX- und MDAX-Werte, der NEMAX ALL SHARE für Werte des Neuen Marktes und der SDAX für Small Caps verwendet. Werden bei der Analyse Werte aus mehreren Marktsegmenten zusammen untersucht, wird die Bereinigung jeweils mit dem der Aktie zugeordneten Index vorgenommen.

Als Signifikanztests kommen ein t-Test und der Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest für den Median zur Anwendung. Die Prüfgröße für den t-Test ergibt sich dabei als:

$$t_{AR_t} = \frac{AR_t}{\frac{1}{\sqrt{N}} \cdot \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (AR_{it} - AR_t)^2}} \quad (4)$$

bzw. als:

$$t_{CAR_{v,w}} = \frac{CAR_{vw}}{\frac{1}{\sqrt{N}} \cdot \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_{i,vw} - CAR_{vw})^2}} \quad (5)$$

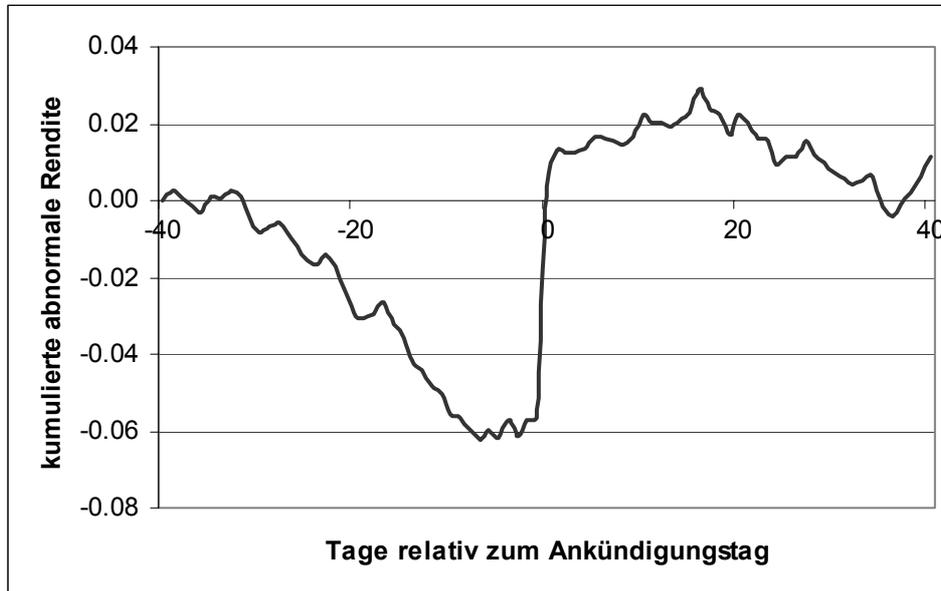
8 Ergebnisse der Kursuntersuchung

8.1 Gesamtstichprobe

Bei der Betrachtung aller durchgeführten Aktienrückkäufe kann man am Ankündigungstag eine signifikante Überrendite von relativ hohen 6,07% feststellen. Für den Tag AT+1 ergibt sich eine – allerdings nur beim Wilcoxon-Test signifikante – abnormale Rendite von 0,91% (siehe Tabelle 3). Ansonsten sind um den Ereignistag keine weiteren Signifikanzen feststellbar. In der Zeit vor der Ankündigung des Rückkaufs kommt es zu einer signifikanten Underperformance. So liegt die abnormale Rendite für den Zeitraum AT-60 bis AT-1 bei signifikanten –7,06%. Offensichtlich werden Aktienrückkäufe vermehrt nach einer schlechten Kursentwicklung der eigenen Aktie angekündigt. Vermutlich wird das Instrument des Rückkaufs häufig zur Kurspflege eingesetzt. Nach dem Ankündigungstag ergeben sich keine Zeiträume mit signifikanten Ergebnissen mehr. Der positive Kurseffekt bleibt demnach erhalten, was

an der abnormalen Rendite von 0,04% im Zeitraum AT+1 bis AT+60 besonders gut zu sehen ist.

Abbildung 3: Mittelfristige Kursentwicklung der Gesamtstichprobe (N=120)



8.2 Differenzierung nach dem Rückkaufgrund

Die Analyse der Rückkaufgründe konzentriert sich auf die Gründe *Unterbewertung* und *Akquisitionswährung*, da bei den anderen Motiven für Aktienrückkäufe die Stichproben zu klein für eine sinnvolle Untersuchung wären.⁴³ Sowohl beim Rückkaufgrund *Unterbewertung* als auch beim Rückkaufgrund *Akquisitionswährung* ergeben sich nur am Ankündigungstag selbst signifikant von Null verschiedene Überrenditen. Bei *Unterbewertung* fallen diese mit 8,90% deutlich höher aus als bei *Akquisitionswährung* mit 5,22%. Insofern scheinen die Marktteilnehmer der übermittelten Information des Unternehmens zu vertrauen. Dieses Verhalten unterstützt die Signalling-Theorie.

Vor der Ankündigung des Aktienrückkaufs sind auch hier negative Überrenditen festzustellen, allerdings ergibt sich nur im Zeitraum AT-20 bis AT-1 ein signifikantes Ergebnis.

⁴³ Vgl. Abb. 1.

Tabelle 3: Abnormale Renditen (AR) und kumulierte abnormale Renditen (CAR) für die Gesamtstichprobe und verschiedene Rückkaufgründe

Tag	Gesamtstichprobe N=120			Unterbewertung N=22			Akquisitionswährung N=31		
	AR	t	x>0	AR	t	x>0	AR	t	x>0
AT-5	-0,23%	-0,56	0,52	-0,56%	-0,61	0,41	0,14%	0,22	0,58
AT-4	0,45%	0,70	0,43	-2,24%	-1,86	0,27 ⁺	0,75%	1,32	0,61
AT-3	-0,40%	-0,89	0,45	0,51%	0,34	0,55	0,64%	0,83	0,58
AT-2	0,42%	0,77	0,40	-0,06%	-0,08	0,36	0,07%	0,09	0,45
AT-1	0,04%	0,08	0,55	-0,84%	-0,68	0,59	0,38%	0,38	0,55
AT	6,07%	7,77 ^{**}	0,82 ⁺⁺	8,90%	4,46 ^{**}	0,91 ⁺⁺	5,22%	3,61 ^{**}	0,77 ⁺⁺
AT+1	0,91%	1,85	0,59 ⁺	-0,07%	-0,06	0,55	1,14%	1,14	0,61
AT+2	-0,05%	-0,11	0,50	-0,94%	-1,00	0,50	-0,59%	-0,82	0,45
AT+3	-0,01%	-0,03	0,48	-0,01%	-0,01	0,50	-0,69%	-1,00	0,48
AT+4	0,13%	0,33	0,55	-0,76%	-0,82	0,36	1,30%	1,82	0,71 ⁺
AT+5	0,31%	0,71	0,53	0,50%	0,61	0,45	1,02%	1,30	0,61
Zeitraum	CAR	t	x>0	CAR	t	x>0	CAR	t	x>0
AT-60 – AT-1	-7,06%	-2,90 ^{**}	0,37 ⁺⁺	-8,60%	-1,26	0,36	-8,55%	-1,78	0,33
AT-40 – AT-1	-5,82%	-2,74 ^{**}	0,41 ⁺	-10,88%	-1,60	0,36	-5,67%	-1,52	0,40
AT-20 – AT-1	-3,29%	-1,92	0,38 ⁺	-10,91%	-2,40 [*]	0,32 ⁺	-0,92%	-0,36	0,45
AT+1 – AT+20	1,86%	1,19	0,53	-0,92%	-0,47	0,55	3,20%	1,05	0,55
AT+1 – AT+40	0,76%	0,44	0,51	-0,13%	-0,04	0,55	1,17%	0,32	0,55
AT+1 – AT+60	0,04%	0,02	0,56	-6,75%	-1,43	0,41	-1,23%	-0,27	0,53

x > 0: Anteil der positiven (kumulierten) abnormalen Renditen

t-Test: * Signifikanzniveau von 5%, ** Signifikanzniveau von 1% (jeweils zweiseitig)

Wilcoxon-Test: + Signifikanzniveau von 5%, ++ Signifikanzniveau von 1% (jeweils zweiseitig)

Abbildung 4: Mittelfristige Kursentwicklung der Aktienrückkäufe mit dem Rückkaufgrund Unterbewertung (N=22)

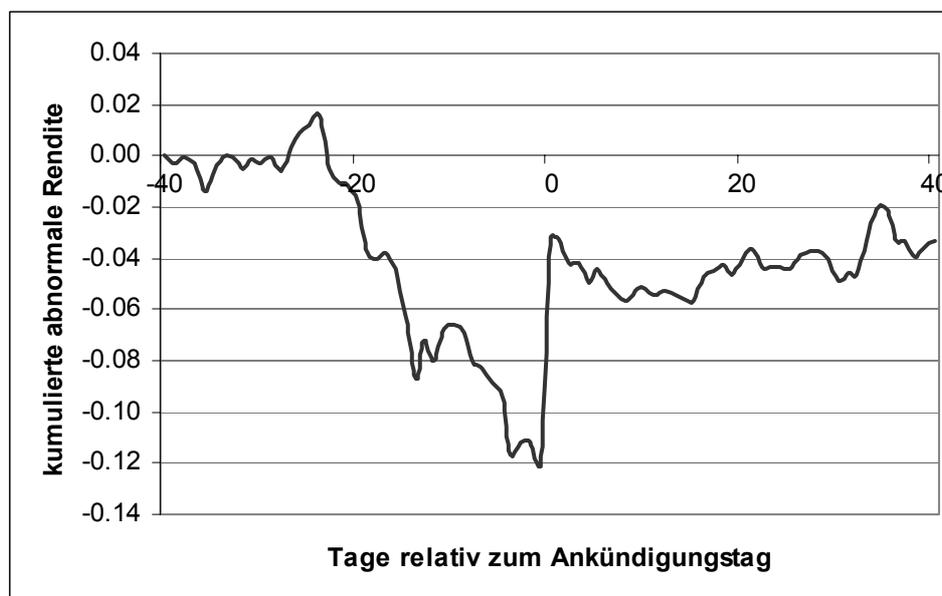
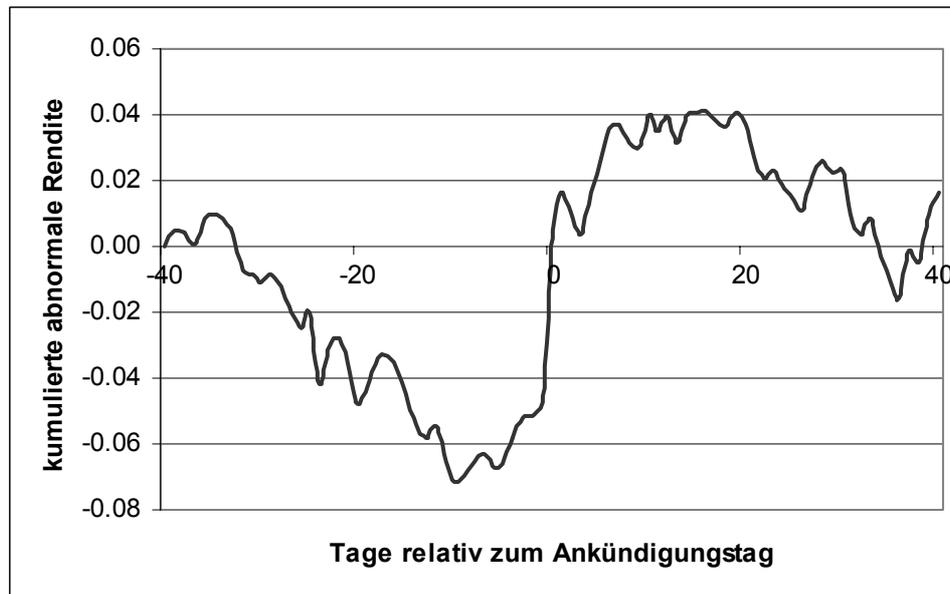


Abbildung 5: Mittelfristige Kursentwicklung der Aktienrückkäufe mit dem Rückkaufgrund Akquisitionswährung (N=31)



8.3 Differenzierung nach Marktsegmenten

Zur Feststellung der Abhängigkeit des Kurseffektes vom Marktsegment wird die Gesamtstichprobe in drei Gruppen aufgeteilt. Für Unternehmen des DAX 100 ergibt sich am Ankündigungstag eine vergleichsweise geringe abnormale Rendite von 2,66%. Bei der NEMAX-Stichprobe ist der Kurseffekt mit 9,02% erheblich höher und bei den kleineren Aktiengesellschaften kann man eine Überrendite von 4,82% feststellen. Alle drei Werte sind nach beiden verwendeten Testverfahren signifikant von Null verschieden. Auffällig ist bei den Small Caps der Tag AT+1, an dem ebenfalls noch eine signifikante abnormale Rendite von 2,39% zu erkennen ist. Der Kapitalmarkt scheint also bei kleinen Unternehmen in der Informationsverarbeitung nicht so effizient wie bei den anderen Marktsegmenten zu sein, da diese von den Marktteilnehmern nicht so intensiv beobachtet werden wie Blue Chips oder Werte des Neuen Marktes.

Bei der Betrachtung der Zeiträume vor dem Ankündigungstag kann man bei den NEMAX-Werten und den Small Caps signifikante negative kumulierte Überrenditen feststellen. Bei Unternehmen des DAX 100 ist keine Underperformance zu erkennen.

Nach dem Ankündigungstag ergeben sich keine signifikanten kumulierten abnormalen Renditen. Der positive Kurseffekt bleibt demnach erhalten.

Tabelle 4: Abnormale Renditen (AR) und kumulierte abnormale Renditen (CAR) für verschiedene Marktsegmente

Tag	DAX 100 N=32			Nemax N=52			Small Caps N=36		
	AR	t	x>0	AR	t	x>0	AR	t	x>0
AT-5	-0,01%	-0,04	0,53	-0,19%	-0,23	0,52	-0,46%	-0,82	0,50
AT-4	0,03%	0,06	0,50	1,13%	0,82	0,40	-0,15%	-0,20	0,42
AT-3	-0,06%	-0,16	0,44	-0,06%	-0,06	0,52	-1,19%	-2,55*	0,36 ⁺
AT-2	-0,18%	-0,60	0,31	1,94%	1,69	0,50	-1,25%	-2,30*	0,33 ⁺
AT-1	-0,18%	-0,35	0,59	-0,09%	-0,10	0,50	0,41%	0,66	0,58
AT	2,66%	4,80**	0,69 ⁺⁺	9,02%	6,17**	0,85 ⁺⁺	4,82%	3,99**	0,89 ⁺⁺
AT+1	0,75%	1,40	0,59	-0,02%	-0,02	0,48	2,39%	3,92**	0,75 ⁺⁺
AT+2	-0,26%	-0,67	0,53	-0,45%	-0,53	0,44	0,73%	1,00	0,56
AT+3	0,34%	0,85	0,50	-0,13%	-0,18	0,50	-0,15%	-0,20	0,44
AT+4	-0,39%	-1,25	0,50	-0,43%	-0,56	0,48	1,39%	2,50*	0,69 ⁺
AT+5	0,59%	1,67	0,69	0,20%	0,22	0,56	0,23%	0,42	0,36
Zeitraum	CAR	t	x>0	CAR	t	x>0	CAR	t	x>0
AT-60 – AT-1	0,47%	0,15	0,50	-10,20%	-2,41*	0,33 ⁺⁺	-9,17%	-2,10*	0,31 ⁺
AT-40 – AT-1	-0,50%	-0,18	0,50	-6,80%	-1,92	0,44	-9,13%	-2,16*	0,29 ⁺
AT-20 – AT-1	-2,03%	-1,15	0,34	-3,23%	-0,93	0,44	-4,49%	-1,91	0,33
AT+1 – AT+20	0,18%	0,10	0,44	0,55%	0,17	0,48	5,26%	2,75**	0,69 ⁺⁺
AT+1 – AT+40	1,14%	0,57	0,59	-1,33%	-0,39	0,43	3,43%	1,50	0,56
AT+1 – AT+60	-0,79%	-0,27	0,56	-2,75%	-0,67	0,54	4,77%	1,32	0,58

x > 0:

Anteil der positiven (kumulierten) abnormalen Renditen

t-Test:

* Signifikanzniveau von 5%, ** Signifikanzniveau von 1% (jeweils zweiseitig)

Wilcoxon-Test:

+ Signifikanzniveau von 5%, ++ Signifikanzniveau von 1% (jeweils zweiseitig)

Abbildung 6: Mittelfristige Kursentwicklung der Aktienrückkäufe von Unternehmen des DAX 100 (N=32)

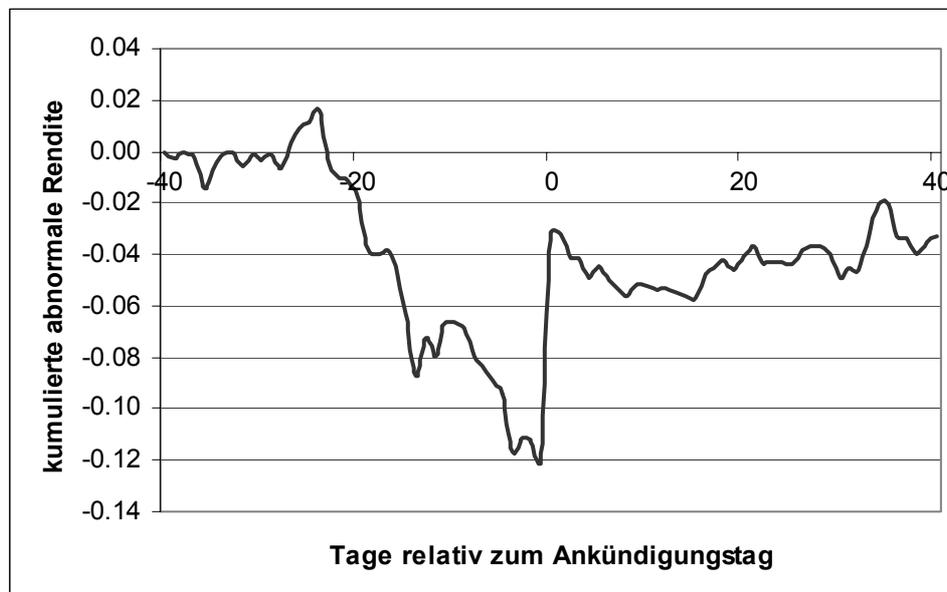


Abbildung 7: Mittelfristige Kursentwicklung der Aktienrückkäufe von Unternehmen des Neuen Marktes (N=52)

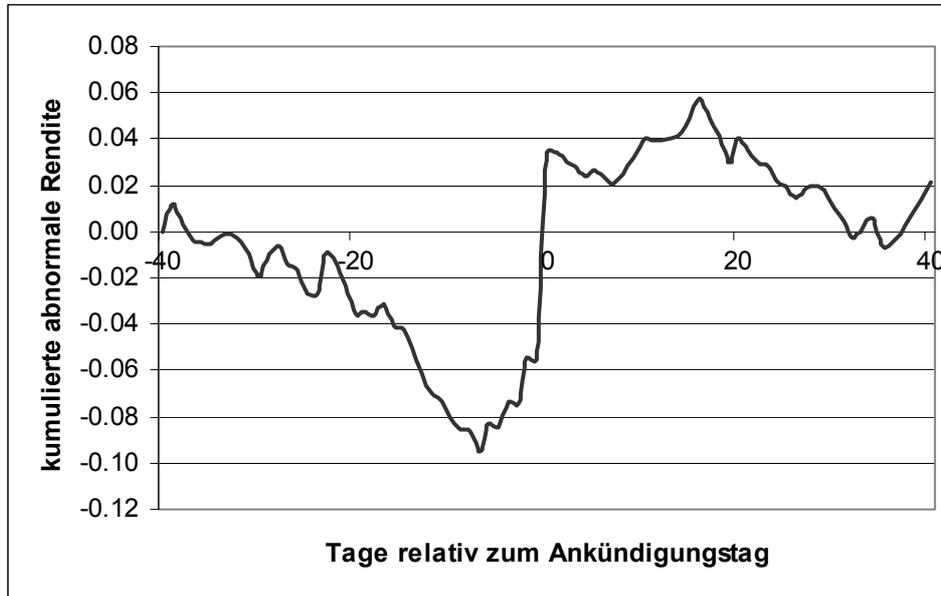
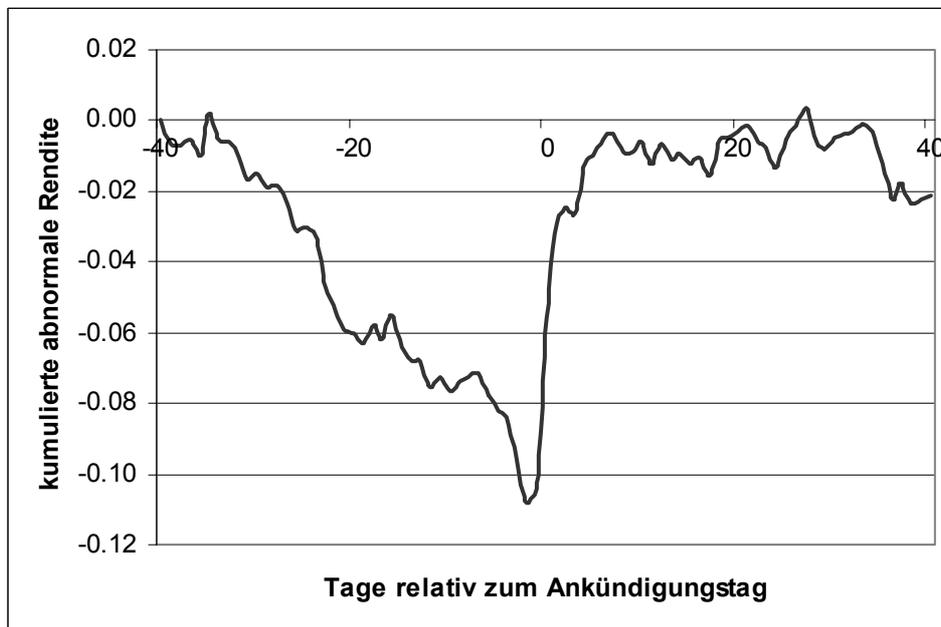


Abbildung 8: Mittelfristige Kursentwicklung der Aktienrückkäufe von Small Caps (N=36)



8.4 Differenzierung nach Börsenphasen

Schließlich werden Abhängigkeiten von der bei der Ankündigung des Aktienrückkaufs vorherrschenden Marktphase untersucht. Die Zeitspanne von der Einführung des KonTraG Mitte 1998 bis zum Februar 2000 kann als Hausse klassifiziert werden, während im Zeitraum von März 2000 bis März 2002 eine Baisse vorherrschte. Zunächst lässt sich feststellen, dass bedeutend mehr Aktienrückkäufe in Zeiten einer schlechten Börsenentwicklung durchgeführt wurden, obwohl die betrachteten Zeiträume etwa gleich lang sind. Dabei ist jedoch die kurze Historie von Aktienrückkäufen in Deutschland zu beachten. Aktienrückkäufe als Instrument der Unternehmensstrategie könnten im Laufe der Zeit gebräuchlicher geworden sein. Auf der anderen Seite ist ein Anstieg von Aktienrückkäufen während einer Baisse plausibel. Zum einen können Unternehmen eigene Aktien „günstig“ erwerben, zum anderen ist in einer schwachen Börsenphase eine wahrscheinlich kurssteigernde Maßnahme sinnvoller als in einer Hausse.

Am Ankündigungstag ergibt sich während des Kursaufschwungs eine signifikante Überrendite von 3,67%. Am Folgetag ist eine ebenfalls signifikante abnormale Rendite von 1,60% feststellbar. In der Phase fallender Kurse fällt der Kurseffekt mit 7,05% weitaus höher aus. Demnach wird die Ankündigung eines Aktienrückkaufs in einer schwachen Börsenphase stärker beachtet als in einem steigenden Markt.

Dennoch scheint der Aktienrückkauf besonders in der Hausse als Kurspflagemassnahme eingesetzt zu werden, da es bei diesen Unternehmen zu einer starken Underperformance vor dem Ankündigungstag kommt.

Tabelle 5: Abnormale Renditen (AR) und kumulierte abnormale Renditen (CAR) für verschiedene Marktphasen

Tag	Hausse (bis Februar 2000) N=35			Baisse (ab März 2000) N=85		
	AR	t	x>0	AR	t	x>0
AT-5	-0,48%	-0,96	0,51	-0,12%	-0,22	0,52
AT-4	0,31%	0,55	0,40	0,51%	0,57	0,45
AT-3	-0,51%	-1,13	0,40	-0,36%	-0,58	0,47
AT-2	-1,04%	-2,91**	0,23 ⁺⁺	1,02%	1,37	0,47
AT-1	-0,84%	-1,58	0,40	0,40%	0,67	0,61
AT	3,67%	4,34**	0,74 ⁺⁺	7,05%	6,85**	0,85 ⁺⁺
AT+1	1,60%	3,30**	0,74 ⁺⁺	0,62%	0,94	0,53
AT+2	-0,62%	-1,02	0,49	0,19%	0,33	0,51
AT+3	-1,00%	-1,99	0,40	0,40%	0,75	0,52
AT+4	0,97%	1,83	0,63	-0,22%	-0,45	0,52
AT+5	0,32%	0,65	0,54	0,31%	0,53	0,53
Zeitraum	CAR	t	x>0	CAR	t	x>0
AT-60 – AT-1	-13,34%	-3,29**	0,26 ⁺	-4,48%	-1,51	0,41
AT-40 – AT-1	-11,67%	-3,77**	0,29 ⁺⁺	-3,41%	-1,28	0,46
AT-20 – AT-1	-7,66%	-3,40**	0,23 ⁺⁺	-1,49%	-0,67	0,45
AT+1 – AT+20	-0,29%	-0,14	0,46	2,75%	1,36	0,56
AT+1 – AT+40	-3,47%	-1,38	0,46	2,50%	1,15	0,54
AT+1 – AT+60	-3,82%	-1,15	0,46	1,63%	0,58	0,60

x > 0: Anteil der positiven (kumulierten) abnormalen Renditen

t-Test: * Signifikanzniveau von 5%, ** Signifikanzniveau von 1% (jeweils zweiseitig)

Wilcoxon-Test: + Signifikanzniveau von 5%, ++ Signifikanzniveau von 1% (jeweils zweiseitig)

9 Zusammenfassung

In den letzten Jahren haben Unternehmen weltweit verstärkt von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, Aktienrückkäufe durchzuführen. Auch in Deutschland ist mit der Einführung des § 71 I Nr. 8 AktG im Rahmen des KonTraG zum 1. Mai 1998 der Rückkauf eigener Aktien stark vereinfacht worden. Bis zum Frühjahr 2002 wurde bereits über 150 mal von diesem Instrument Gebrauch gemacht. Fast alle Rückkäufe wurden dabei über die Börse abgewickelt. In Analogie zu zahlreichen US-amerikanischen Arbeiten werden für den deutschen Kapitalmarkt die Auswirkungen der Ankündigung von Aktienrückkäufen auf den Aktienkurs der zurückkaufenden Unternehmen untersucht. Am Tag der Ankündigung werden dabei statistisch hoch signifikante marktberingte Renditen von durchschnittlich sechs Prozent festgestellt. Dieser Wert liegt um ein Vielfaches über den für die USA festgestellten Überrenditen. Untergliedert man die Gesamtstichprobe hinsichtlich verschiedener Rückkaufmethoden und Marktsegmente, so beträgt die Überrendite für die Werte des Neuen Marktes sogar neun Prozent. Für Unternehmen, die den Rückkauf mit einer vorliegenden Unterbewertung des eigenen Unternehmens begründen, treten ebenfalls Überrenditen von neun Prozent auf. Die Ankündigung eines Aktienrückkaufs besitzt demnach in

Deutschland für die Kapitalmarktteilnehmer einen positiven Informationsgehalt. Meistens wird die Ankündigung eines Aktienrückkaufprogramms nach einer im Vergleich zum Markt stattgefundenen Underperformance des jeweiligen Unternehmens vorgenommen. Differenziert man die Bekanntgabe von Rückkäufen nach der Art der Börsenphase, zeigt sich, dass in einem Bear-market mehr Aktienrückkäufe bekannt gegeben werden als in einem Bull-market. Der Kurseffekt fällt außerdem höher aus.

Ist das Management davon überzeugt, dass der Markt das Unternehmen unterbewertet, lohnt sich der Aktienrückkauf in Deutschland offensichtlich ganz besonders. Dies gilt umso mehr, als die festgestellten Ergebnisse darauf hindeuten, dass die Kurssteigerungen zu einem hohen Prozentsatz längerfristiger Natur sind.

Literaturverzeichnis

Barclay, Michael J. (1992), Common Stock Repurchase, in: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, London, S. 407-409.

Bowman, Robert G. (1983), Understanding and Conducting Event Studies, in: Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 10, S. 561-584.

Brown, David T. (1992), Tender Offers, in: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, London, S. 649-650.

Brown, Stephen J., Warner, Jerold B. (1980), Measuring Security Price Performance, in: Journal of Financial Economics, Vol. 8, S. 205-258.

Brown, Stephen J., Warner, Jerold B. (1985), Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14, S. 3-31.

Comment, Robert, Jarrell, Gregg A. (1991), The relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, in: The Journal of Finance, Vol. 46, S. 1243-1271.

Dann, Larry Y. (1981), Common Stock Repurchases - An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, in: Journal of Financial Economics, Vol. 9, S. 113-138.

Fried, Jesse M. (2000), Insider Signalling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers, in: The University of Chicago Law Review, Vol. 67, S. 421-477.

Gerke, Wolfgang, Bank, Matthias (1998), Finanzierung: Grundlagen für die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen, Stuttgart.

Guthart, Leo A. (1967), Why Companies Buy Their own Stock, in: Financial Analyst Journal, Vol. 23, S. 105-112.

Ikenberry, David, Lakonishok, Josef, Vermaelen, Theo (1995), Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, in: Journal of Financial Economics, Vol. 39, S. 181-208.

Ikenberry, David, Lakonishok, Josef, Vermaelen, Theo (2000), Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading, in: The Journal of Finance, Vol. 55, S. 2373-2397.

Jagannathan, Murali, Stephens, Clifford P., Weisbach, Michael S. (2000), Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases, in: Journal of Financial Economics, Vol. 57, S. 255-384.

Kahle, Kathleen M. (2002), When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options, in: Journal of Financial Economics, Vol. 63, S. 235-261.

Kale, Jayant R., Noe, Thomas H., Gay, Gerald D. (1989), Share Repurchases through Transferable Put Rights - Theory and Case Study, in: Journal of Financial Economics, Vol. 25, S. 141-160.

Kraus, Alan, Stoll, Hans R. (1972), Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange, in: The Journal of Finance, Vol. 27, S. 569-588.

Leven, Franz-Josef, Helm, Leonhard (1996), Der Erwerb eigener Aktien - Ein notwendiges Instrument der Unternehmensfinanzierung, in: BVH-News & Aktienkultur, 3/1996, S. 5-7.

Li, Kai, McNally, William (2001), Why Do Prices Rise After Open Market Repurchase Announcements?, Working Paper, University of British Columbia.

Masulis, Ronald W. (1980), Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes, in: The Journal of Finance, Vol. 35, S. 305-321.

Mauboussin, Michael J., Hiler, Bob (1998), To Buy or Not to Buy - Issues and Considerations Surrounding Share Repurchase, Credit Suisse First Boston Research.

Paefgen, Walter G. (1999), Eigenkapitalderivate bei Aktienrückkäufen und Managementbeteiligungsmodellen, in: Die Aktiengesellschaft, 2/1999, S. 67-74.

Pellens, Bernhard, Schremper, Ralf (1999), Aktienrückkauf in Deutschland - Eine theoretische und empirische Untersuchung der Erwerbsmotive, Arbeitsbericht 76, Institut für Unternehmensführung und Unternehmensforschung, Universität Bochum.

Peterson, Pamela P. (1989), Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 28, S. 36-66.

Posner, Dirk (1994), Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis, in: Die Aktiengesellschaft, 7/1994, S. 312 - 321.

Sabri, Nidal Rashid (2001), A Treasury "Repurchase" Share as a Stabilizing Instrument in the World Stock Markets, Working Paper, Birzeit University.

Schmitz, Franz W. (2002), Die Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien durch deutsche Aktiengesellschaften, Berlin.

Schockenhoff, Martin, Wagner, Eike (1999), Ad-hoc-Publizität beim Aktienrückkauf, in: Die Aktiengesellschaft, 12/1999, S. 548-558.

Schremper, Ralf (2002), Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme, Frankfurt am Main.

Stephens, Clifford P., Weisbach, Michael S. (1998), Actual Share Requisitions in Open Market Repurchase Programs, in: The Journal of Finance, Vol. 53, S. 313-333.

Weisbenner, Scott J. (2000), Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?, Working Paper, Federal Reserve Board.

Wittich, Georg (1999), Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften vom 28.6.1999.