

Nennwertrückzahlungen am Schweizer Aktienmarkt und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert

MANUEL AMMANN, RALF SEIZ und MARTIN ZULAUF*

JEL-Classification: G14, G32, G35

Keywords: Nennwertrückzahlungen, Ankündigungseffekt

1. Einleitung

Die Arbeit analysiert den Ankündigungseffekt und die langfristige Performance von Unternehmen, die zwischen 1992 und 2003 eine Nennwertrückzahlung in der Schweiz durchgeführt haben. Die Nennwertrückzahlung stellt neben der Dividendenzahlung und dem Aktienrückkauf eine weitere Ausschüttungsmöglichkeit dar, um Vermögen an die Aktionäre zurückzubezahlen. Die Untersuchung analysiert die Aktienkursreaktion bei der Ankündigung von 127 Nennwertrückzahlungen in der Schweiz, stellt die empirischen Resultate in Relation zur Ausschüttungspolitik der Unternehmung und zeigt die Auswirkungen auf den Unternehmenswert auf.

Unter Ausschüttungspolitik versteht man alle unternehmenspolitischen Massnahmen, die sich auf die Festsetzung des Betrags beziehen, der zugunsten der Investoren ausgeschüttet werden soll. Der gesamte ausgeschüttete Betrag ergibt sich aus der Summe der verschiedenen Ausschüttungsmöglichkeiten, die einer Unternehmung zur Verfügung stehen. Grundsätzlich lassen sich drei Verfahren von Kapitalentnahmen unterscheiden: die traditionelle *Dividende*, der *Aktienrückkauf* und die *Nennwertrückzahlung*. Im Umfang dieser Ausschüttungen werden liquide Mittel der Unternehmung zu Lasten des Eigenkapitals an die Aktionäre verschoben. Unterschiede ergeben sich aber beispielsweise daraus, dass bei der Nennwertrückzahlung nur das Aktienkapital reduziert wird, bei Dividendenzahlungen

* Manuel Ammann ist Professor für Finance und Ralf Seiz wissenschaftlicher Mitarbeiter und Dozent an der Universität St. Gallen. Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen, Rosenbergstrasse 52, CH-9000 St. Gallen, Schweiz. Email: manuel.ammann@unisg.ch, ralf.seiz@unisg.ch. Tel: +41 71 224 7090, Fax: +41 71 224 7088. Die Autoren danken zwei anonymen Gutachtern für hilfreiche Kommentare.

hingegen die Reserven resp. Reservezuweisungen der Gesellschaft betroffen sind und beim Rückkauf von eigenen Aktien mit anschliessender Kapitalherabsetzung beide Arten des Eigenkapitals verringert werden.

Bis anhin gibt es keine empirische Untersuchung über Nennwertrückzahlungen. Hingegen wurden die Auswirkungen von Dividendenankündigungen auf den Marktwert der Unternehmung in der Literatur bereits mehrfach untersucht, beispielsweise von DENISE, DENISE und SARIN (1994) für den US-amerikanischen Markt oder AMIHUD und MURGIA (1997) für den deutschen Markt. Über alle Untersuchungen hinweg ergibt sich bei einer positiven Dividendenänderung eine signifikante Überrendite von ungefähr +1% für den Zeitraum $[-1,0]$ (siehe zum Beispiel für den US-Markt: AHARONY und SWARY, 1980: +1.03%; DIVECHA und MORSE, 1983: +1.08%; EADES, HESS und KIM, 1985: +0.95%; BAJAJ und VIJH, 1990: +1.04%; HAW und KIM, 1991: +0.83%; DENIS, DENIS und SARIN, 1994: +1.25%, YOON und STARKS, 1996: +1.15%; und zum Beispiel für den deutschen Markt: AMIHUD und MURGIA, 1997: +0.97%). Auf negative Dividendenänderungen reagieren die Kurse meist noch stärker (siehe zum Beispiel EADES, HESS und KIM, 1985; oder BAJAJ und VIJH, 1990). Bleibt die Dividende im Vergleich zum Vorjahr unverändert, ist kaum mit einer Kursreaktion zu rechnen (siehe zum Beispiel AHARONY und SWARY, 1980).

Auch die langfristige Performance nach der Ankündigung von Dividendenerhöhungen und Dividendenkürzungen war Untersuchungsgegenstand einiger Studien (z. B. CHAREST, 1978 für den US-amerikanischen Markt). CHAREST (1978) zeigt in seiner Studie positive Überrenditen für Dividendenerhöhungen und negative Überrenditen für Dividendenkürzungen mit signifikanten Werten.

Die Auswirkung von Aktienrückkäufen wurde ebenfalls in einigen Studien analysiert (vgl. DANN, 1981; VERMAELEN, 1981; OFER und THAKOR, 1987; COMMENT und JARRELL, 1991; IKENBERRY et al., 1995; sowie JAGANNATHAN et al., 2000). Dabei weisen zahlreiche US-Studien darauf hin, dass die Ankündigung eines Rückkaufs eigener Aktien dem entsprechenden Unternehmen zu Aktienkurssteigerungen verhilft. LEASE et al. (2000) zeigt zudem eine umfassende Darstellung empirischer Studien zur Ausschüttungspolitik.

In Tabelle 1 ist die Grössenordnung der verschiedenen Ausschüttungsmöglichkeiten dargestellt. Der totale Betrag der Ausschüttungen hat sich seit 1991 stark erhöht. Vor allem in den Jahren 1997 bis 2002 stiegen die Ausschüttungen stark an, welche zum Teil jährliche Zuwachsraten von über 50% aufweisen. Im Jahr 2002 erreichen sie eine Rekordhöhe von über CHF 35 Milliarden. Über die gesamte Zeit hinweg gesehen ist die Dividende das meistbenützte Ausschüttungsverfahren, obwohl gerade in der näheren Vergangenheit ihre Bedeutung teilweise zugunsten von Aktienrückkäufen und Nennwertrückzahlungen zurückgegangen ist.

Tabelle 1: Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufe und Nennwertrückzahlungen von 1990 bis 2003 in der Schweiz

Jahr	Dividenden		Aktienrückkäufe		Nennwertrückzahlungen		Gesamtausschüttungen in Mio. CHF
	in Mio. CHF	in % der Gesamtausschüttungen	in Mio. CHF	in % der Gesamtausschüttungen	in Mio. CHF	in % der Gesamtausschüttungen	
1990	5'694	100%	0	0%	0	0%	5'694
1991	5'256	100%	0	0%	0	0%	5'256
1992	5'507	99%	0	0%	58	1%	5'565
1993	5'579	89%	664	11%	2	0%	6'245
1994	6'562	96%	247	4%	42	1%	6'851
1995	7'214	99%	0	0%	106	1%	7'320
1996	7'872	92%	282	3%	417	5%	8'571
1997	8'530	74%	1'236	11%	1'786	15%	11'552
1998	9'932	65%	4'910	32%	492	3%	15'334
1999	13'332	56%	10'169	43%	243	1%	23'744
2000	16'674	66%	7'800	31%	827	3%	25'301
2001	17'784	54%	11'160	34%	3'972	12%	32'916
2002	10'661	30%	18'307	52%	6'177	18%	35'145
2003	12'585	62%	6'394	31%	1'452	7%	20'431

Die Tabelle gibt einen Überblick über die Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufe und Nennwertrückzahlungen von 1990–2003 in der Schweiz. Die Daten für die Dividenden und die Aktienrückkäufe sind von MASLOWSKI und LAAGER (2004) entnommen. Die letzte Spalte zeigt die Gesamtausschüttungen in Mio. CHF.

Bei der *Nennwertrückzahlung* wird der Aktiennennwert, der einst von den Aktionären einbezahlt wurde, herabgesetzt und die Differenz zwischen dem neuen und alten Nennwert an die Aktionäre ausgeschüttet. Die Anzahl der ausstehenden Aktien und damit auch die Anzahl der Anteilsinhaber bleiben in der Regel

unverändert. Die Mindestnennwerte von Aktien und Partizipationsscheinen sind vom Gesetzgeber auf CHF 0.01 festgelegt. Dieser betrug vor dem 1. Mai 2001 in der Schweiz noch CHF 10, bevor die Eidgenössischen Räte einer entsprechenden Gesetzesrevision zugestimmt hatten (die Nennwertrückzahlung hat durch die gesetzliche Änderung des Mindestnennwerts zusätzlich an Bedeutung gewonnen). Begrenzt wird der Spielraum von Nennwertrückzahlungen auch durch die statuierte Mindestkapitalhöhe von CHF 100'000, die für das Aktienkapital gilt. Die Hauptfunktion des Nennwertes ist die Berechnung der vermögensmässigen Rechte und Pflichten und allenfalls des Stimmrechts des einzelnen Beteiligungsrechts.

Die Nennwertrückzahlung ist in der Schweiz bezüglich des steuerlichen Effekts eine reizvolle Alternative zu anderen Ausschüttungsverfahren. Die Transaktion führt in der Regel beim Anteilseigner zu keiner steuerlichen Belastung. Damit hat die Nennwertrückzahlung einen entscheidenden Vorteil gegenüber dem klassischen Ausschüttungsinstrument, der Dividende, da diese einer Doppelbesteuerung unterliegt.

Unabhängig davon, ob sich das Beteiligungsrecht in Privatbesitz oder in Geschäftsbesitz befindet, fliesst dem Anteilseigner zum Zeitpunkt der Nennwertreduktion in der Regel ein fester steuerfreier Anspruch auf den herabgesetzten Nennwertbetrag zu.¹ Grundsätzlich fallen Erträge aus dem beweglichen Vermögen, das sich in *Privatbesitz* befindet, unter die Einkommenssteuerpflicht. Dazu gehören auch Kapitalerträge aus Beteiligungen an juristischen Personen. Soweit jedoch diese Erträge eine Rückzahlung bestehender Beteiligungsrechte darstellen, was bei der Nennwertrückzahlung der Fall ist, unterliegen sie nicht der Einkommenssteuer. Soweit es sich um eine Rückzahlung von zum Zeitpunkt der Leistung einbezahltem Grundkapital handelt, unterliegt der Betrag auch nicht der Verrechnungssteuer. Ähnlich sieht es für Beteiligungsrechte im *Geschäftsbesitz* aus: Sämtliche Erträge aus der Leistungserstellung und aus dem Vermögen, auf welche die Gesellschaft rechtlich Anspruch hat, sind einem Erfolgskonto gutzuschreiben und unterliegen, nach Abzug des dafür begründeten Aufwandes, sofern es sich um eine Kapitalgesellschaft handelt, der Gewinnsteuer. Bei der Nennwertrückzahlung entsteht, wenn die Rückzahlung erfolgsneutral als Desinvestition verbucht wird, kein Gewinn. Bei erfolgswirksamer Verbuchung resultiert nur ein steuerbarer Gewinn, sofern der Abschreibungsbeitrag auf der Beteiligung niedriger ist, als der Rückzahlungsbetrag. Bezüglich der

1 Vgl. GRETER (2000), HÖHN und WALDBURGER (2001, 2002), sowie MÄUSLI-ALLENSPACH und OERTLI (2001).

Verrechnungssteuer gilt dasselbe wie bei den Beteiligungsrechten im Privatbesitz: der Ertrag ist verrechnungssteuerfrei.

Beim klassischen Ausschüttungsinstrument, der Dividende, ist die steuerliche Belastung in der Schweiz im Vergleich zur Nennwertrückzahlung eher ungünstig. Die von der Unternehmung ausgeschütteten Gewinne unterliegen einer Doppelbesteuerung. Zum einen hat die Unternehmung die Gewinne zu versteuern und zum andern fallen die Erträge aus dem Vermögen unter die Einkommenssteuer, wenn die Beteiligungsrechte in Privatbesitz sind, oder unter die Gewinnsteuer im Fall des Geschäftsbesitzes. Zusätzlich fallen die Dividendenerträge unter die Verrechnungssteuer.

Die Nennwertrückzahlung wird zwar oft als Dividendenersatz eingesetzt, doch lässt sich deren Verwendung auch auf weitere Motive zurückführen. Die Rückführung von überschüssiger Liquidität, da die Geschäftspolitik verstärkt auf einzelne, strategisch ausgerichtete Geschäftsfelder fokussiert wurde, kann als erstes Motiv angeführt werden (VOLKART, 1999). Zudem wird die Meinung vertreten, dass eine Unternehmung nicht die Aufgabe hat, Geld zu horten und zu verwalten, welches nicht für die operative Tätigkeit benötigt wird. Weiter können Nennwertrückzahlungen ebenfalls zur Erreichung einer optimalen Kapitalstruktur benutzt werden. Durch die Rückzahlung des Nennwerts und einer nachfolgenden Kapitalherabsetzung wird die Kapitalstruktur der Unternehmung verändert: Das Eigenkapital sinkt, und das Finanzierungsverhältnis Fremdkapital zu Eigenkapital steigt an, und damit auch der Leverage-Effekt. Damit kann das Reduzieren des Nennwerts als ein Teil der Eigenkapital- und Risikobewirtschaftung betrachtet werden.

Ein weiteres Motiv ist, dass im Rahmen von Nennwertrückzahlungen die Eigenkapitalrendite erhöht werden kann. Dies erfolgt dann, wenn die auf den zurückbezahlten Mitteln bisher erwirtschafteten Renditen niedriger waren, als die dafür aufgewendeten Kapitalkosten. Weiter ist die Verminderung der Principal-Agency Problematik als Motiv von Nennwertrückzahlungen zu erwähnen. Bei Publikumsgesellschaften ist im Allgemeinen das Eigentum am Unternehmen von der Führung des Unternehmens weitgehend getrennt. Der Eigentümer (Principal) steht grundsätzlich in einem Vertragsverhältnis mit dem Management (Agent), an welches er die Entscheidungskompetenz delegiert (JENSEN und MECKLING, 1976). Die Interessen beider Parteien sind jedoch nicht gleichgerichtet. Um sicher zu stellen, dass aufgrund der ungleichen Interessen und Ziele zwischen Principal und Agent die Interessen des Principals trotzdem durchgesetzt werden, entstehen ihm so genannte Agency-Kosten. Die Agency-Kosten können bei einer Nennwertrückzahlung, wenn nicht betriebsnotwendiges Kapital an die Anteilseigner zurückgeführt wird, reduziert werden. Zudem kann die

Nennwertrückzahlung auch aufgrund ihrer Signalling- oder Informationswirkung eingesetzt werden. Zwischen den Unternehmen und ihren Anteilseignern besteht, wenn keine vollständige Informationseffizienz herrscht, eine Informationsasymmetrie, die dazu führt, dass die Bewertung der Aktien nicht alle Informationen widerspiegelt. Da die Voraussetzungen für ein Kapital herabsetzendes Unternehmen streng geregelt sind, signalisiert eine Nennwertrückzahlung eine gesunde Finanzkraft des Unternehmens (VOLKART, 1999). Ein weiteres Motiv einer Nennwertrückzahlung kann die Anpassung des Grundkapitals nach einer Fusion oder Spaltung sein. So ist im Zuge einer Fusion die Kapitalstruktur mindestens einer Unternehmung anzupassen.

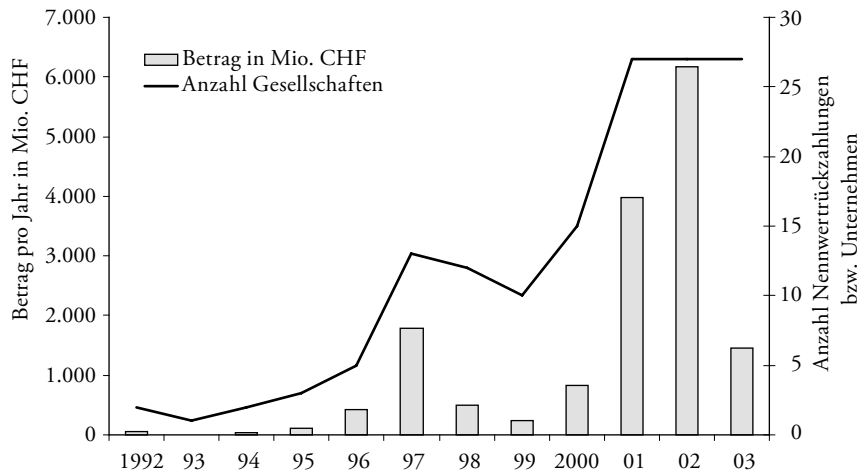
Die Arbeit ist wie folgt strukturiert: Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die Nennwertrückzahlungen in der Schweiz von 1992 bis 2003. Abschnitt 3 zeigt die theoretischen und empirischen Grundlagen über Ausschüttungsreaktionen auf. Im Abschnitt 4 werden die verwendeten Daten der empirischen Analyse beschrieben. Der Ankündigungseffekt von Nennwertrückzahlungen mit verschiedenen Stichproben wird im Abschnitt 5 untersucht. Abschnitt 6 analysiert die langfristige Performance mit Hilfe eines Buy and Hold Ansatzes und Abschnitt 7 fasst die Ergebnisse zusammen.

2. Überblick der Nennwertrückzahlungen in der Schweiz

In den Jahren 1992 bis 2003 erfolgten insgesamt 189 Nennwertrückzahlungen mittels Verminderung der Nennwerte der zum jeweiligen Zeitpunkt mindestens teilweise an der Schweizer Haupt- oder Nebenbörse kotierten Beteiligungsrechte. Klammert man die Mehrfachzählung derjenigen mit mehreren Titelkategorien aus, ergeben sich noch 144 Nennwertrückzahlungen. Im Jahr 1992 war es die Ems-Chemie Holding AG, die als erste Gesellschaft ihren Aktionären eine Nennwertrückzahlung ausschüttete, nachdem mit der Revision des Aktienrechts am 1. Juli 1992 der Mindestnennwert von Aktien schweizerischer Gesellschaften von CHF 100 auf CHF 10 herabgesetzt wurde. Kapitalherabsetzungen durch Nennwertrückzahlung wurden von insgesamt 80 Unternehmen vorgenommen, wobei rund die Hälfte der Unternehmen (39) den Anteilseignern mehrere Nennwertrückzahlungen zukommen liess.

Ordnet man die zurückbezahlten Volumen dem jeweiligen Rückzahlungsjahr zu (vgl. Abbildung 1), zeigt sich ab 1994 ein Anstieg der jährlichen Summen von CHF 42 Mio. auf CHF 1'786 Mio. im Jahr 1997. Die Ursache des starken Anstiegs im Jahr 1997 ist hauptsächlich auf die Nennwertrückzahlungen des Schweizerischen Bankvereins in der Höhe von CHF 773 Mio. und der ABB in

Abbildung 1: Nennwertrückzahlungen schweizerischer Publikumsgesellschaften zwischen 1992 und 2003



Diese Abbildung zeigt die Anzahl Nennwertrückzahlungen (d. h. Anzahl Gesellschaften, welche Nennwertrückzahlungen durchgeführt haben) (rechte Skala), sowie den ausgeschütteten Betrag der Nennwertrückzahlungen in Mio. CHF (linke Skala) in der Schweiz zwischen 1992 und 2003.

der Höhe von CHF 463 Mio. zurückzuführen. In den Jahren 1998 bis 2000 waren wieder deutlich tiefere Nennwertrückzahlungen zu beobachten. Der Betrag von CHF 827 Mio. aus dem Jahr 2000 stammt zum grossen Teil (CHF 611 Mio.) aus der Nennwertrückzahlung der Alusuisse Group AG, die im Zusammenhang mit der Fusion mit Alcan erfolgte. In den Jahren 2001 und 2002 wurden Rekordmarken erreicht. Dies erfolgte auf die gesetzliche Änderung vom 1. Mai 2001, die den Mindestnennwert von CHF 10 auf CHF 0.01 senkte. Die Summe der Nennwertrückzahlungen stieg im Jahr 2001 auf über CHF 3.9 Mrd. Die grösste Rückzahlung aus dem Jahr 2001 ist mit rund CHF 2.4 Mrd. diejenige der Credit Suisse Group. Zusätzlich ist zu bemerken, dass von den 27 Gesellschaften, die 2001 eine Rückzahlung vornahmen, zugleich 15 davon entweder ihre Anteilsrechte splitteten oder in Einheitsaktien umwandelten. Dies zeigt, dass die Unternehmen den neuen Mindestnennwert zum Anlass nahmen, ihre Kapitalstrukturen zu bereinigen und ihre Anteile leichter zu machen.

Im Jahr 2002 erhöhte sich die Summe der Nennwertrückzahlungen erneut und erreichte über CHF 6.1 Mrd. und damit 17.6 % der total an die Anteilseigner

ausgeschütteten Mittel. Allein die beiden Grossbanken, UBS AG und Credit Suisse Group, vereinten im Jahr 2002 die Summe von über CHF 5.9 Mrd. auf sich. Im Jahr 2003 sank der Betrag an Nennwertrückzahlungen wieder auf knapp CHF 1.5 Mrd., obgleich die Anzahl der zurückzahlenden Unternehmen wie in den beiden Vorjahren auf 27 verharrte.

Tabelle 2 zeigt Nennwertrückzahlungen Schweizer Publikumsgesellschaften zwischen 1992 und 2003 nach der Grösse der Ausschüttung. Die Ausschüttungen von mehr als CHF 100 Mio. vereinen über 80% der gesamten Nennwertrückzahlungen auf sich und werden von nur gerade 21 Ausschüttungen bestritten. Die meisten Ausschüttungen liegen zwischen CHF 20 Mio. und CHF 50 Mio.

Tabelle 2: Nennwertrückzahlungen Schweizer Publikumsgesellschaften zwischen 1992 und 2003

Grösse der Ausschüttung in Mio. CHF	Anzahl Nennwertrückzahlungen	Betrag in Mio. CHF	in % der Gesamtausschüttungen (1992–2003)
weniger als 1	8	6	0.04%
1–3	27	55	0.36%
3–5	31	118	0.76%
5–10	29	212	1.36%
10–20	20	272	1.75%
20–50	37	1'094	7.03%
50–100	16	1'211	7.78%
100–1000	18	5'256	33.75%
mehr als 1000	3	7'348	47.19%
Total	189	15'572	100.00%

Diese Tabelle zeigt die Nennwertrückzahlungen zwischen 1992 und 2003 in der Schweiz. Die Nennwertrückzahlungen sind unterteilt in Gruppen verschiedener Ausschüttungsgrössen (linke Spalte). Die Spalte ganz rechts zeigt die Prozentzahl der Nennwertrückzahlung an der Gesamtausschüttung zwischen 1992 und 2003.

Untersucht man die Nennwertrückzahlungen anhand der Branchen, zeigt sich, dass der Bankensektor über 58% der gesamten Summe an Nennwertrückzahlung auf sich vereint. Die restlichen 42% sind ungefähr gleichmässig auf verschiedene andere Branchen verteilt.²

Von allen Nennwertrückzahlungen ist in 48% der Fälle nebst der Nennwertrückzahlung auch eine Dividendenzahlung erfolgt. Auffällig ist zudem, dass der Gesamtbetrag der Ausschüttung bei Zahlung einer Nennwertrückzahlung in zahlreichen Fällen stark ansteigt und im Folgejahr wieder sinkt, um wieder zur ordentlichen Ausschüttungsreihe zurückzukehren. In diesen Fällen kommt der Nennwertrückzahlung der Status einer Sonderdividende zu. Um den Verwendungszweck von Nennwertrückzahlungen innerhalb der Ausschüttungspolitik der herabsetzenden Unternehmen aufzuzeigen, werden deren Nennwertrückzahlungen innerhalb der Dividendenreihen betrachtet und in Gruppen gegliedert. Die Unternehmen werden entsprechend ihrer Ausschüttungspolitik in Unternehmen mit kontinuierlicher und in Unternehmen mit ertragsorientierter Ausschüttungspolitik aufgeteilt. Eine Ausschüttungspolitik wird als kontinuierlich bezeichnet, wenn der Ausschüttungsbetrag weitgehend von der tatsächlichen Ertragsituation des Unternehmens losgelöst ist. Bei einer ertragsorientierten Ausschüttungspolitik schwankt die Dividende in Abhängigkeit mit der Ertragslage des betreffenden Unternehmens. Bei einer wertmässigen Betrachtung wurden insgesamt 86% aller Nennwertrückzahlungen von Unternehmen durchgeführt, die sich für eine kontinuierliche Ausschüttungspolitik entschieden haben. Dagegen stammen bloss 3% der Nennwertrückzahlungen von Unternehmen mit einer ertragsorientierten Politik. Vom Rest fallen 7% auf die Investmentgesellschaften, welche die Nennwertrückzahlungen benutzten, um die Differenz zwischen Marktwert und innerem Wert ihrer Aktien zu verkleinern, ohne dabei eine eigentliche Ausschüttungspolitik zu betreiben. Bildet man die Summe der Anteile der vollständigen und teilweisen Dividendensubstitution innerhalb der kontinuierlichen und der ertragsorientierten Ausschüttungspolitik, erhält man einen Anteil von 79% aller Nennwertrückzahlungen. Daraus lässt sich schliessen, dass die Nennwertrückzahlung zu einem grossen Teil benutzt wird, um Dividendenzahlungen zu ersetzen. Diese Aussage wird durch die Betrachtung der Gesamtausschüttungen von Dividenden und Nennwertrückzahlungen bestätigt (vgl.

2 Branchenaufteilung: Bank 58.1%, Telecom 8.5%, Investmentgesellschaft 7.4%, Industrial Goods&Services 6.6%, Basic Resources 5.0%, Insurance 3.8%, Financial Services 3.6%, Chemicals 2.5%, Cyclical Goods&Services 1.5%, Construction 0.9%, Non-Cyclical Goods&Services 0.5%, Utility Suppliers 0.5%, Food&Beverage 0.3%, Media 0.3%, Retail 0.3% und Healthcare 0.2%.

Tabelle 1). Bei der Betrachtung der Unternehmen, die mehrmals eine Nennwertrückzahlung getätigt haben, zeigt sich, dass mehrmalige Nennwertrückzahlungen in aller Regel ebenfalls anstelle einer regulären Dividende (kontinuierliche und ertragsorientierte Ausschüttungspolitik) oder zumindest als teilweise Substitution der Dividende eingesetzt werden.

3. Relevanz oder Irrelevanz der Ausschüttungspolitik

Die ökonomisch relevante Frage bezüglich der Ausschüttungspolitik und dabei insbesondere der Nennwertrückzahlung ist, ob durch die Ausschüttung von Nennwert der Wert der Unternehmung beeinflusst wird. Ist die Auszahlung einer Nennwertrückzahlung für den Wert eines Unternehmens irrelevant, dann muss die Hypothese für eine Untersuchung über den Zusammenhang zwischen Kursreaktion und Ankündigung einer Nennwertrückzahlung eine Nullreaktion sein. Auch für die langfristige Performance solcher nennwertherabsetzenden Unternehmen muss in diesem Fall von der Hypothese ausgegangen werden, dass keine signifikante Überperformance eintritt.

MILLER und MODIGLIANI (1961) zeigen in ihrem Modell auf, dass bei gegebenen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen unterschiedliche Gewinnverwendungen, insbesondere Dividendenpolitiken, in einer idealen Wirtschaft für den Wert einer Unternehmung irrelevant sind. Dabei widersprachen sie der damals vorherrschenden Meinung, wonach höhere Dividenden den Wert der Unternehmung steigern. Die Theorem von MILLER und MODIGLIANI (1961) stützt sich auf eine Reihe von Annahmen. Neben gegebenen Investitions- und Finanzierungsplänen werden vollkommene Kapitalmärkte, rationales Verhalten der Anleger und Sicherheit angenommen. Ausgangspunkt für das Theorem der Irrelevanz der Gewinnverwendung ist die Überlegung von MILLER und MODIGLIANI (1961), dass in einem vollkommenen Markt, der sich im Gleichgewicht befindet, nicht ausgeschüttete Gewinne sich sofort in einem höheren Kurs niederschlagen. Geht man also von den Annahmen des Irrelevanz-Theorems aus, dann haben weder die Nennwertrückzahlung noch die Dividende Einfluss auf die Unternehmensbewertung.

In realen Märkten sind die Annahmen des Irrelevanz-Theorems in der Regel nicht erfüllt. Zu beachten sind insbesondere die unterschiedlichen steuerlichen Belastungen, die ungleich verteilten Informationen bezüglich des Werts des Unternehmens, der Kontrollkonflikt zwischen den Eigentümern und dem Management, institutionelle Zwänge sowie Transaktionskosten. Im Zentrum steht deshalb die Frage, inwieweit Marktunvollkommenheiten dazu führen können, dass

der Wert der Unternehmung und damit auch das Vermögen der Anteilseigner doch von der gewählten Ausschüttungspolitik beeinflusst werden.

Ein Beispiel für eine Marktunvollkommenheit bietet die ungleich verteilten Informationen (Informationsasymmetrie) zwischen den Eigentümern und dem Management einer Unternehmung. Die Ausschüttungen einer Unternehmung (als Signaling) sollen dabei helfen, den richtigen Wert der Unternehmung zu schätzen, wobei den Ausschüttungen einen Informationswert zukommt. Da die Dividende einer Doppelbesteuerung unterliegt, wird sie in der Literatur im Vergleich zu anderen Ausschüttungsverfahren häufig als unvorteilhaft bezeichnet (BRENNAN, 1970; LITZENBERGER und RAMASWAMY, 1979). Die Dividende hat jedoch neben dem steuerlichen Nachteil verschiedene positive Eigenschaften vorzuweisen. Der Dividende wird insbesondere eine starke Signalwirkung zugestanden. Untersuchungen mit täglichen Renditen haben bei Ankündigung einer Dividendenerhöhung signifikant positive Überrenditen ergeben und bestätigen damit die Signalthypothese (EADES, 1982).

Bei der Signalinghypothese wird angenommen, dass das Management einen Informationsvorsprung gegenüber den Anteilseignern bezüglich des wahren Werts des Unternehmens hat. Weiter wird davon ausgegangen, dass das Management aufgrund spezifischer Anreize im Interesse des Anteilseigners handelt und versucht durch die Ausschüttungspolitik den wahren Wert der Unternehmung zu signalisieren (vgl. ROSS, 1977, LELAND und PYLE, 1977). BHATTACHARYA (1979) entwickelte das erste Dividenden-Signalingmodell, das in vielen Aspekten an das Modell von ROSS (1977) anlehnt. Das Modell kann die Dividendenzahlung trotz der steuerlichen Benachteiligung begründen. Die Steuern auf den Dividenden relativ zum Kapitalgewinn sind dabei als Signalingkosten, die der Anteilseigner für die erhaltenen Informationen bezahlen muss, zu sehen. Empirische Untersuchungen von Dividendenankündigungen zeigen signifikante Ergebnisse. EADES (1982) untersucht die Auswirkungen der Ankündigungen von Dividendenerhöhungen mit täglichen Überrenditen von amerikanischen Titeln. Er zeigt auf, dass sich die Aktienkurse sehr rasch nach der Dividendenankündigung (innerhalb eines Tages) anpassen. Die Reaktionen dieser und weiterer Studien fallen durchwegs signifikant und entsprechend der Hypothese aus. Dividendenänderungen scheinen also wertvolle ökonomische Informationen zu vermitteln und dem Anteilseigner zu helfen, den wahren Wert des Unternehmens abzuschätzen. Die Ausschüttungspolitik hilft also, den wahren Wert der Unternehmung zu erkennen. Im Vergleich zur Dividende sind Nennwertrückzahlungen in der Regel steuerfrei. Wird nun die Nennwertrückzahlung als Dividendenersatz eingesetzt, erhalten die Anteilseigner in der Regel kostenlose Signale bezüglich des wahren Werts des Unternehmens. Eine noch höhere Aktienkursreaktion bei Ankündigung wäre deshalb zu vermuten.

JENSEN und MECKLING (1976) zeigen mit der Theorie der unvollständigen Verträge, dass das Management einer Publikumsgesellschaft die erwirtschafteten Mittel so verteilen kann, dass es primär ihm einen Nutzen bringt und nicht den Eigentümern (Principal-Agent Problem). Die Ausschüttungen von Gewinnen sollen dabei zu einer effizienten und kostengünstigen Überwachung des Managements führen. Die Theorie der institutionellen Restriktionen spricht von unterschiedlichen Voraussetzungen der Marktteilnehmer, wobei die Dividende für bestimmte Marktteilnehmer vorteilhafter ist als für andere. Allen diesen positiven Seiten der Dividendenausschüttung stehen als negativer Punkt die Steuern gegenüber. Eine grosse Summe geht beim Werttransfer zwischen der Unternehmung und dem Anteilseigner wegen der Steuern verloren.

Zusätzlich sind bei der Nennwertrückzahlung die Ansätze der Corporate Governance und des Shareholder Values aufzugreifen. Entscheidet sich das Unternehmen für eine Nennwertrückzahlung anstelle einer Dividende, so hat diese Entscheidung für den Anteilseigner einen Wert. Der Wert entspricht maximal demjenigen der eingesparten Steuern. Es ist also auch im Interesse der Anteilseigner, eine Nennwertrückzahlung anstelle einer Dividende auszuzahlen. Nennwertrückzahlungen haben gegenüber der Dividende einige Vorzüge und erfüllen dabei theoretisch genau die gleichen Funktionen. Die Vorzüge liegen vor allem bei den Kosten: Nennwertrückzahlungen reduzieren die Kosten durch einen weitgehend steuerlich neutralen Transfer zwischen Unternehmen und Anteilseigner. Zusätzlich handelt das Unternehmen im Interesse der Anteilseigner, wenn sich das Management für die günstigere Nennwertrückzahlung anstelle einer Dividende entscheidet. Die zahlreichen zu erfüllenden Voraussetzungen, welche die mit der Nennwertrückzahlung verbundene Kapitalherabsetzung mit sich bringt, zeigen zudem, dass es nur gesunden Unternehmen mit intakten Finanzen möglich ist, Nennwertrückzahlungen durchzuführen.³

Zusammenfassend kann für eine Nennwertrückzahlung folgendes festgehalten werden:

1. Die Nennwertrückzahlung führt im Gegensatz zur Dividendenzahlung beim Eigentümer in der Regel zu keiner steuerlichen Belastung.

3 Eine Kapitalherabsetzung ist gemäss Art. 732 bis Art. 735 des Obligationenrechts klar geregelt. So liegt der Kapitalherabsetzungsbeschluss zwingend in der Kompetenz der Generalversammlung. Der Beschluss darf nur gefasst werden, wenn durch einen besonderen Revisionsbericht festgestellt ist, dass die Forderungen der Gläubiger trotz der Herabsetzung des Aktienkapitals voll gedeckt sind. Der Revisor muss besonders befähigt sein. Nach dem Beschluss und dessen Veröffentlichung können die Gläubiger unter Anmeldung ihrer Forderungen Befriedigung oder Sicherstellung verlangen.

2. Die Ausschüttung einer Nennwertrückzahlung hat für den Investor den Wert einer Information und hilft dabei den richtigen Wert der Unternehmung zu schätzen (Signaling).
3. Die Ausschüttung von Gewinnen kann zu einer kostengünstigeren Überwachung des Managements führen (Principal-Agent Problematik).
4. Die Unternehmen handeln im Interesse des Anteilseigners und im Sinne des Shareholder value.
5. In der Regel können nur finanziell gesunde Unternehmen aufgrund der gesetzlichen Regelungen eine Nennwertrückzahlung mit einer Kapitalherabsetzung durchführen.

Aus den obigen Überlegungen lässt sich für die empirische Untersuchung des Ankündigungseffekts folgende Hypothese ableiten:

- i. Bei der Ankündigung von Nennwertrückzahlungen ist grundsätzlich eine positive Kursreaktion zu erwarten (aufgrund der obigen zusammenfassenden Ausführungen (1)–(5)).
- ii. Es ist zu erwarten, dass eine Nennwertrückzahlung, welche als vollständiger Dividendenersatz eingesetzt wird, eine durchschnittlich höhere positive Kursreaktion bei Ankündigung bewirkt (aufgrund des stärkeren Signaling- und Steuereffektes gegenüber einem nur teilweisen Dividendenersatz).
- iii. Die gleichzeitige Ankündigung mehrmaliger Nennwertrückzahlungen lässt durchschnittlich eine leicht höhere positive Kursreaktion bei Ankündigung der ersten Nennwertrückzahlung erwarten (da es bei der ersten Ankündigung zu einem verstärkten Signaling- und Steuereffekt kommt).
- iv. Der positive Ankündigungseffekt einer Ausschüttungserhöhung in Form einer Nennwertrückzahlung sollte im Durchschnitt grösser sein als derjenige bei einer Ausschüttungserhöhung in Form einer Dividendenzahlung (da es zusätzlich einen positiven Steuereffekt gibt).

4. Datenbeschreibung

Die Untersuchung umfasst alle Nennwertrückzahlungen, die zwischen 1992 und 2003 von schweizerischen Unternehmen ausgeschüttet wurden. Bei der Untersuchung wurden jedoch nur die Unternehmen berücksichtigt, die zum Zeitpunkt der Nennwertrückzahlung mindestens teilweise an der Schweizer Haupt- oder Nebenbörse kotiert waren.

Aus verschiedenen Informationsquellen⁴ wird eine vollständige Gesamtheit von 189 Nennwertrückzahlungen eruiert. Zählt man die Nennwertrückzahlungen von Unternehmen mit mehreren Aktienkategorien als eine Einheit, so erhält man eine Summe von 144 Einheiten. Aus dieser Grundgesamtheit wurden 62 Einheiten aufgrund von sechs verschiedenen Kriterien ausgeschlossen: zu geringe Liquidität der Aktientitel und damit fehlende regelmässige tägliche Kursbildung (25), Aktienbesitz in festen Händen und damit ebenfalls fehlende tägliche Kurse (21), allgemein fehlende Kursinformationen (12), fehlendes Ankündigungsdatum (2), Nennwertrückzahlung im Zusammenhang mit einer Fusion oder Akquisition (2). Damit besteht die Untersuchungsstichprobe noch aus 127 Einheiten. Die verbliebenen 127 Nennwertrückzahlungen der Untersuchungsstichprobe wurden von 62 verschiedenen Unternehmen ausbezahlt. Das ausgeschüttete Volumen der Untersuchungsstichprobe beträgt dabei CHF 13.6 Mrd. und macht 87.3% der Gesamtsumme aller Nennwertrückzahlungen aus. Der Vergleich zwischen allen Nennwertrückzahlungen und der Untersuchungsstichprobe macht deutlich, dass aufgrund der Selektionskriterien viele Unternehmen mit kleinen Ausschüttungen ausgeschlossen wurden. Dies hat oft mit der fehlenden täglichen Aktienkursbildung von kleinen Unternehmen zu tun. Tabelle 3 gibt einen Überblick über die Gesamtstichprobe der Nennwertrückzahlungen in den Jahren 1992 bis 2003.

Das Ankündigungsdatum ist definiert als das Datum, an dem zum ersten Mal die offizielle Absicht des Unternehmens bekannt wird, eine Nennwertrückzahlung in einer betragsmässig festgelegten Höhe auszurichten. Zur Bestimmung des genauen Datums der Ankündigung dienen primär die Zeitungsberichte in der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ). Zusätzlich werden sekundäre Quellen wie Reuters und das Archiv der Zeitung Finanz und Wirtschaft benutzt. Als Ankündigungsdatum wird dabei der Tag definiert, an dem die erste Meldung in der

4 SWX Statistiken „Kapitalumstrukturierung und -erhöhung“; Broschüre „Emissionstätigkeit“ der Bank Vontobel für die Jahre 1998 bis 2003; Aktienführer Schweiz vom Finanz und Wirtschaft Verlag für die Jahre 1990 bis 2003; Reuters; Datastream. Die Kursinformationen stammen alle von Datastream.

Tabelle 3: Gesamtstichprobe der 127 Nennwertrückzahlungen von 1992–2003

Panel A

Jahr	Anzahl Nennwertrückzahlungen	Betrag in Mio. CHF
1992	1	15.3
1993	0	0.0
1994	1	8.4
1995	3	99.0
1996	4	266.5
1997	11	1'281.6
1998	11	330.9
1999	8	122.9
2000	11	170.2
2001	27	3'922.5
2002	27	6'105.4
2003	23	1'261.7
Total	127	13'584.4

Panel B

Grösse der Ausschüttung in Mio. CHF	Anzahl Nennwertrückzahlungen	Betrag in Mio. CHF
< 1	1	0.6
1–3	13	30.4
3–5	23	85.5
5–10	22	160.0
10–20	17	242.8
20–50	23	705.3
50–100	12	930.3
100–1000	13	4'081.4
> 1000	3	7'348.2
Total	127	13'584.4

Panel A zeigt die Anzahl Nennwertrückzahlungen und deren Betrag in Mio. CHF der Gesamtstichprobe für die Jahre 1992 bis 2003. Panel B zeigt die Anzahl der Nennwertrückzahlungen unterteilt in die Grösse der Ausschüttungen und deren Ausschüttungsbetrag in Mio. CHF für die Gesamtstichprobe. Die Gesamtstichprobe entspricht betragsmässig 87.3% aller Nennwertrückzahlung in den Jahren 1992 bis 2003.

NZZ über konkrete Ausschüttungspläne publiziert wurde. Aufgrund der verzögerten Publikation in Zeitungen ist davon auszugehen, dass die Informationen dem Markt bereits am Vortag zur Verfügung stehen und damit der Zeitraum $[-1,0]$ für die Bestimmung des Ankündigungseffekts besonders relevant ist. Für die langfristige Performanceanalyse wird der Monat, der nach der Ankündigung folgt, als Beginn für deren Analyse bestimmt. Fällt die Ankündigung jedoch nach dem 25. Tag im Monat aus, wird nicht der folgende Monat als Beginn definiert, sondern erst der übernächste. Damit kann gewährleistet werden, dass der Ankündigungseffekt von der langfristigen Performance getrennt ist.

5. Ankündigungseffekt

Wir messen den Ankündigungseffekt anhand einer Standardmethodik der Ereignisstudie nach MACKINLAY (1997), sowie BROWN und WARNER (1985). Das Ereignisfenster $[-20, 20]$ identifiziert dabei die Periode, in welcher der Aktienpreis der betroffenen Unternehmungen untersucht wird. Zur Bestimmung der Auswirkung des Ereignisses auf den Wert der Unternehmung wird der Abnormal Return (AR) berechnet und anschliessend über die Zeit kumuliert (Cumulated Abnormal Return, CAR) ermittelt. Die Abnormal Returns (AR) (Überrenditen) lassen sich dabei aus der Differenz zwischen der tatsächlichen realisierten Renditen (R_{it}) und der „normalen“ Renditen bestimmen.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Die „normalen“ Renditen werden dabei anhand eines Marktmodells (mit Hilfe einer OLS-Regression) berechnet, wobei dafür eine Schätzperiode $[-200, -21]$ vor dem Ankündigungsdatum ($t_0 = 0$) bestimmt wird.

Als Proxy für die Marktrendite (R_{mt}) wird für die Untersuchungsstichprobe der Swiss Performance Index (SPI) verwendet. Um die statistische Signifikanz der Resultate zu bestimmen, werden zwei verschiedene Testverfahren angewendet. Dabei handelt es sich um den parametrischen einfachen t -Test und den nicht-parametrischen Rangplatztest nach CORRADO (1989).

Die Tabelle 4 zeigt die durchschnittlichen Abnormal Returns (AAR) für die Periode $[-5,5]$ und die kumulierten durchschnittlichen Abnormal Returns (CAAR) für bestimmte Zeitperioden der Gesamtstichprobe. Für die Tage t_{-1} , t_0 , und t_1 können signifikante Überrenditen (Abnormal Returns) von +0.51%, +0.48% und +0.44% beobachtet werden. Für das relevante Zeitfenster von $[-1,0]$ ergibt sich eine hoch signifikante Überrendite von +0.99%. Ebenfalls

Tabelle 4: Abnormal Returns bei der Ankündigung von Nennwertrückzahlungen für die Gesamtstichprobe

Tag		-5	-4	-3	-2	-1	0
AAR %		0.08	-0.03	0.04	0.08	0.51	0.48
t -Test	t -Wert	0.4037	-0.1634	0.1812	0.3850	2.5002	2.3499
	Sig. %	68.71	87.05	85.65	70.09	1.37**	2.03**
Rangplatztest	Wert	0.8347	-0.1569	0.0712	0.5387	2.0455	2.6654
	Sig. %	40.55	87.56	94.33	59.11	4.29**	0.87***

Tag		1	2	3	4	5
AAR %		0.44	0.19	0.05	-0.11	0.36
t -Test	t -Wert	2.1310	0.9299	0.2544	-0.5459	1.7778
	Sig. %	3.50 **	35.42	79.96	58.61	7.79
Rangplatztest	Wert	1.0539	0.2971	0.2916	-0.3595	1.5837
	Sig. %	29.39	76.68	77.11	71.98	11.58

Periode		-20 bis -2	-5 bis -2	-1 bis 0	-1 bis 1	0 bis 1	2 bis 5
CAAR %		0.84	0.17	0.99	1.43	0.92	0.50
t -Test	t -Wert	0.9397	0.4032	3.4295	4.0305	3.1684	1.2081
	Sig. %	34.92	68.74	0.08	0.01	0.19	22.93
Rangplatztest	Wert	0.6659	0.6438	3.3312	3.3284	2.6300	0.9065
	Sig. %	50.67	52.09	0.11 ***	0.11***	0.96***	36.64

Periode		2 bis 20	-20 bis 20	-10 bis 10	-5 bis 5	-3 bis 3
CAAR %		0.86	3.13	2.56	2.09	1.79
t -Test	t -Wert	0.9653	2.3870	2.7222	3.0765	3.3002
	Sig. %	33.63	1.85	0.74	0.26	0.13
Rangplatztest	Wert	0.7228	1.8457	2.5879	2.6731	2.6320
	Sig. %	47.11	6.73*	1.08**	0.85***	0.96***

Diese Tabelle zeigt Average Abnormal Returns (AAR) der Gesamtstichprobe (127 Nennwertrückzahlungen) für die Zeitpunkte $t = -5$ bis $t = +5$, wobei $t = 0$ der Zeitpunkt der Ankündigung einer Nennwertrückzahlung bedeutet. Zudem werden Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) für verschiedene Zeitfenster (t_1, t_2) gezeigt. Aufgrund der Ankündigungsdaten aus Zeitungsberichten, sind die relevanten Untersuchungszeitpunkte $t = -1$ und $t = 0$, sowie die Zeitspanne $[-1, 0]$. Die Signifikanzen werden mittels einem parametrischen t -Test und einem nicht-parametrischen Rangplatztest nach CORRADO (1989) untersucht. ***, ** und * bezeichnen signifikante Kursreaktionen auf dem 1%, 5% und 10%-Niveau.

hoch signifikant sind die Zeitfenster $[-1,1]$ und $[0,1]$ mit CAAR-Werten von $+1.43\%$ und $+0.93\%$. Diese Ergebnisse unterstützen die Hypothese in Abschnitt 3, wonach bei einer Ankündigung einer Nennwertrückzahlung eine signifikant positive Überrendite zu erwarten ist.

Zudem wurden die Resultate auf die Robustheit bezüglich der Wahl des Benchmarks überprüft. Als Proxy für die Marktrendite wurden zusätzlich zum verwendeten SPI der SPI Size Index und der Sektor Index des SPI verwendet. Es sind jedoch praktisch keine Unterschiede zu den bisherigen Resultaten unter Verwendung des SPI festzustellen. Dies entspricht auch den Aussagen von IKENBERRY et al. (1995), dass die Resultate bei der Berechnung des Ankündigungseffekts nur wenig empfindlich auf die Wahl des Benchmarks sind.

In einer weiteren Analyse wurde untersucht, ob die Kursreaktionen davon abhängig sind inwieweit es sich bei einer Nennwertrückzahlung um einen Dividendenersatz handelt. Dafür wurde eine Unterstichprobe gebildet. Die Unterstichprobe bilden Unternehmen, welche die Nennwertrückzahlungen als vollständigen Dividendenersatz eingesetzt haben. D. h. die Ausschüttungen erfolgten ohne zusätzliche Dividende und sind somit vollständige Substitute in der kontinuierlichen Ausschüttungspolitik oder zusätzliche Dividende in der ertragsorientierten Ausschüttungspolitik. Die Untersuchungsstichprobe besteht aus 53 Einheiten, welche betragsmässig 65% aller Nennwertrückzahlungen entspricht. Tabelle 5 zeigt, dass die Ankündigungseffekte für die Unterstichprobe vollständigen Dividendenersatz stärker positiv ausfällt als für die Gesamtstichprobe (CAAR-Wert von $+2.12\%$ gegenüber einem CAAR-Wert von $+0.99\%$). Dieses Resultat unterstützt ebenfalls die Hypothese in Abschnitt 3, wonach eine Nennwertrückzahlung als vollständiger Dividendenersatz sich bei der Ankündigung positiver auf den Aktienkurs der Unternehmung auswirkt.

Unternehmen, die mindestens zwei Nennwertrückzahlungen hintereinander ausgeschüttet haben, bilden die dritte Unterstichprobe. Die Stichprobe besteht aus 27 Einheiten. Es soll dabei festgestellt werden, ob die Ankündigung von aufeinander folgenden Nennwertrückzahlungen andere Effekte aufweist als eine einzelne Rückzahlung. Betrachtet man die Resultate der ersten Nennwertrückzahlung, dann kann für die Ereignisperiode $[-1,0]$ eine signifikante abnormale Rendite von $+1.27\%$ ausgemacht werden. Ein Ankündigungseffekt kann bei der zweiten anschliessenden Nennwertrückzahlung hingegen nicht festgestellt werden. Dieses Resultat deckt sich mit der Beobachtung, dass Unternehmen zusammen mit der Ankündigung der ersten Nennwertrückzahlung oft bekannt geben, dass auch in den folgenden Jahren Nennwertrückzahlungen ausgeschüttet werden. Dabei kann angenommen werden, dass sich bei effizienten Märkten die gesamte Information bei der ersten Nennwertrückzahlung im Kurs niederschlägt.

**Tabelle 5: Überrenditen bei der Ankündigung für die Unterstichproben
„vollständiger Dividendenersatz“**

Tag		-5	-4	-3	-2	-1	0
AAR %		0.10	0.11	0.05	-0.64	1.65	0.47
t -Test	t -Wert	0.3032	0.3418	0.1604	-1.9888	5.1224	1.4536
	Sig. %	76.30	73.39	87.32	5.20*	0.00***	15.21
Rangplatztest	Wert	0.5331	-0.5409	-0.0686	0.1333	1.8697	1.8462
	Sig. %	59.62	59.09	94.56	89.45	6.72*	7.06*

Tag		1	2	3	4	5
AAR %		0.23	0.42	0.02	-0.22	0.73
t -Test	t -Wert	0.6992	1.2900	0.0532	-0.6674	2.2606
	Sig. %	48.76	20.28	95.78	50.75	2.80**
Rangplatztest	Wert	0.7173	0.8408	0.9407	-0.6272	2.0716
	Sig. %	47.64	40.43	35.12	53.33	4.33**

Periode		-20 bis -2	-5 bis -2	-1 bis 0	-1 bis 1	0 bis 1	2 bis 5
CAAR %		1.60	-0.38	2.12	2.35	0.69	0.95
t -Test	t -Wert	1.1402	-0.5917	4.6499	4.2003	1.5223	1.4682
	Sig. %	25.94	55.66	0.00***	0.01***	13.40	14.81
Rangplatztest	Wert	1.6061	0.0284	2.6276	2.5595	1.8127	1.6130
	Sig. %	11.43	97.74	1.13**	1.34**	7.57*	11.28

Periode		2 bis 20	-20 bis 20	-10 bis 10	-5 bis 5	-3 bis 3
CAAR %		1.10	5.05	3.14	2.91	2.19
t -Test	t -Wert	0.7823	2.4449	2.1200	2.7221	2.5664
	Sig. %	43.76	1.79**	3.88**	0.88***	1.32**
Rangplatztest	Wert	0.3723	2.0391	1.8168	2.3265	2.3734
	Sig. %	71.12	4.65**	7.50*	2.39**	2.14**

Diese Tabelle zeigt Average Abnormal Returns (AAR) der Unterstichprobe „vollständiger Dividendenersatz“ (53 Nennwertrückzahlungen) für die Zeitpunkte $t = -5$ bis $t = +5$, wobei $t = 0$ der Zeitpunkt der Ankündigung einer Nennwertrückzahlung bedeutet. Zudem werden Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) für verschiedene Zeitfenster (t_1, t_2) gezeigt. Aufgrund der Ankündigungsdaten aus Zeitungsberichten, sind die relevanten Untersuchungszeitpunkte $t = -1$ und $t = 0$, sowie die Zeitspanne $[-1, 0]$. Die Signifikanzen werden mittels einem parametrischen t -Test und einem nicht-parametrischen Rangplatztest nach CORRADO (1989) untersucht. ***, ** und * bezeichnen signifikante Kursreaktionen auf dem 1%, 5% und 10%-Niveau.

Tabelle 6: Überrenditen bei der Ankündigung für die Unterstichprobe
„aufeinander folgende Nennwertrückzahlungen“

Tag		-5	-4	-3	-2	-1	0
erste Nennwertrückzahlung							
AAR %		0.18	-0.26	0.32	0.62	0.94	0.33
t-Test	t-Wert	0.4027	-0.5896	0.7253	1.4163	2.1441	0.7597
	Sig. %	69.05	56.06	47.48	16.86	4.16*	45.43
Rangplatztest	Wert	0.6757	-0.3342	0.4905	1.8227	1.8299	1.8444
	Sig. %	50.52	74.09	62.79	7.99*	7.87*	7.66*
Tag		1	2	3	4	5	
erste Nennwertrückzahlung							
AAR %		1.36	0.12	0.06	0.02	0.11	
t-Test	t-Wert	3.1079	0.2719	0.1471	0.0540	0.2594	
	Sig. %	0.45***	78.79	88.42	95.73	79.74	
Rangplatztest	Wert	1.9429	-0.6012	0.2284	0.6180	0.1323	
	Sig. %	6.29*	55.29	82.11	54.20	89.58	
Tag		-5	-4	-3	-2	-1	0
zweite folgende Nennwertrückzahlung							
AAR %		-0.14	-0.29	-0.15	0.01	-0.13	0.21
t-Test	t-Wert	-0.3348	-0.7135	-0.3614	0.0277	-0.3195	0.5190
	Sig. %	74.05	48.19	72.07	97.81	75.19	60.82
Rangplatztest	Wert	0.0363	-0.0726	-0.4486	0.6379	-0.4823	0.1815
	Sig. %	97.13	94.27	65.74	52.91	63.36	85.74
Tag		1	2	3	4	5	
zweite folgende Nennwertrückzahlung							
AAR %		-0.68	0.73	-0.25	-0.27	0.51	
t-Test	t-Wert	-1.6778	1.7948	-0.6164	-0.6748	1.2554	
	Sig. %	10.54	8.43*	54.30	50.58	22.05	
Rangplatztest	Wert	-1.7582	1.1540	-0.5653	-0.2645	0.5783	
	Sig. %	9.05	25.90	57.67	79.35	56.80	

Periode		-20 bis -2	-5 bis -2	-1 bis 0	-1 bis 1	0 bis 1	2 bis 5
erste Nennwertrückzahlung							
CAAR %		0.34	0.86	1.27	2.63	1.69	0.32
t -Test	t -Wert	0.1771	0.9774	2.0533	3.4708	2.7348	0.3661
	Sig. %	86.08	33.74	5.02*	0.18***	1.11**	71.72
Rangplatztest	Wert	0.3029	1.3274	2.5981	3.2431	2.6780	0.1888
	Sig. %	76.44	19.59	1.52**	0.32***	1.27**	85.17
Periode		2 bis 20	-20 bis 20	-10 bis 10	-5 bis 5	-3 bis 3	
erste Nennwertrückzahlung							
CAAR %		1.40	4.37	4.36	3.81	3.75	
t -Test	t -Wert	0.7325	1.5581	2.1742	2.6227	3.2399	
	Sig. %	47.04	13.13	3.90**	1.44**	0.33***	
Rangplatztest	Wert	0.4126	1.3643	1.9924	2.6079	2.8566	
	Sig. %	68.33	18.42	5.69*	1.49**	0.83***	
Periode		-20 bis -2	-5 bis -2	-1 bis 0	-1 bis 1	0 bis 1	2 bis 5
zweite folgende Nennwertrückzahlung							
CAAR %		-0.61	-0.56	0.08	-0.60	-0.47	0.72
t -Test	t -Wert	-0.3408	-0.6910	0.1410	-0.8536	-0.8194	0.8795
	Sig. %	73.60	49.57	88.90	40.11	42.00	38.72
Rangplatztest	Wert	-0.4182	0.0765	-0.2127	-1.1888	-1.1149	0.4512
	Sig. %	67.92	93.96	83.32	24.53	27.51	65.56
Periode		2 bis 20	-20 bis 20	-10 bis 10	-5 bis 5	-3 bis 3	
zweite folgende Nennwertrückzahlung							
CAAR %		0.18	-1.02	0.24	-0.45	-0.26	
t -Test	t -Wert	0.1039	-0.3922	0.1261	-0.3321	-0.2395	
	Sig. %	91.81	69.81	90.06	74.25	81.26	
Rangplatztest	Wert	-0.1797	-0.7286	0.1930	-0.3026	-0.4842	
	Sig. %	85.88	47.28	84.85	76.46	63.23	

Diese Tabelle zeigt Average Abnormal Returns (AAR) der Unterstichprobe „aufeinander folgende Nennwertrückzahlungen“ (27 Nennwertrückzahlungen) für die Zeitpunkte $t = -5$ bis $t = +5$, wobei $t = 0$ der Zeitpunkt der Ankündigung einer Nennwertrückzahlung bedeutet. Zudem

Dieses Resultat unterstützt ebenfalls die Hypothese im Abschnitt 3, wonach die Ankündigung mehrmaliger Nennwertrückzahlungen durchschnittlich eine leicht höhere positive Kursreaktion bei Ankündigung der ersten Nennwertrückzahlung erwarten lässt (CAAR-Wert von +1.27% gegenüber einem CAAR-Wert von +0.99% der Gesamtstichprobe).

Bei der vierten Unterstichprobe handelt es sich um Unternehmen, die ihre Ausschüttung im Vergleich zum Vorjahr erhöht haben. Diese Stichprobe besteht aus 71 Einheiten. Bei den kumulierten durchschnittlichen Überrenditen ergibt sich für die relevante Zeitperiode $[-1,0]$ eine signifikante Überrendite von +1.25%. Dieses Ergebnis unterstützt ebenfalls die Hypothese im Abschnitt 3, wonach der positive Ankündigungseffekt einer Ausschüttungserhöhung in Form einer Nennwertrückzahlung im Durchschnitt grösser sein sollte als die Ausschüttungserhöhung einer Dividendenzahlung von ungefähr +1.0%.

Zusammenfassend können für die untersuchte Gesamtstichprobe und die Unterstichproben bei der Ankündigung signifikant positive Ankündigungseffekte festgestellt werden. Im relevanten Ereigniszeitraum $[-1,0]$ beträgt die signifikante durchschnittliche kumulierte Überrendite meist über +1.0%. Dieses Ergebnis unterstützt die aufgestellte Hypothese.

Für die Unterstichprobe, welche die Nennwertrückzahlungen beinhaltet, die als vollständigen Dividendenersatz gelten, ergibt sich sogar eine hochsignifikante Überrendite von 2.12%, welche mehr als doppelt so hoch ist wie für die Gesamtstichprobe. Dieses Ergebnis unterstützt die Ausführungen im Abschnitt 3, wonach bei einer Nennwertrückzahlung *anstelle* einer Dividende eine grössere Kursreaktion zu erwarten ist. Denn entscheidet sich die Unternehmung für eine Nennwertrückzahlung anstatt einer Dividende, so hat diese Entscheidung für den Eigentümer den maximalen Wert der eingesparten Steuern. Zudem scheint auch das Signaling gegenüber einer Dividendenzahlung noch stärker zu sein, da in der Regel aufgrund der Restriktionen und Voraussetzungen nur finanziell gesunde Unternehmen in der Lage sind, Nennwertrückzahlungen mit einer Kapitalherabsetzung durchzuführen.

werden Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) für verschiedene Zeitfenster (t_1, t_2) gezeigt. Aufgrund der Ankündigungsdaten aus Zeitungsberichten, sind die relevanten Untersuchungszeitpunkte $t = -1$ und $t = 0$, sowie die Zeitspanne $[-1,0]$. Die Ergebnisse sind unterteilt in die Aktienkursreaktionen der ersten Nennwertrückzahlung und der jeweils zweiten folgenden Nennwertrückzahlung. Die Signifikanzen werden mittels einem parametrischen t -Test und einem nicht-parametrischen Rangplatztest nach CORRADO (1989) untersucht. ***, ** und * bezeichnen signifikante Kursreaktionen auf dem 1%, 5% und 10%-Niveau.

Tabelle 7: Überrenditen bei der Ankündigung für die Unterstichprobe „positive Ausschüttungsänderung“

Tag		-5	-4	-3	-2	-1	0
AAR %		0.28	-0.02	0.20	-0.24	0.43	0.81
t -Test	t -Wert	0.7656	-0.0620	0.5614	-0.6523	1.1984	2.2427
	Sig. %	44.65	95.07	57.63	51.63	23.48	2.81**
Rangplatztest	Wert	1.2036	0.0015	1.0801	-0.7499	2.3608	3.3051
	Sig. %	23.28	99.88	28.38	45.58	2.10**	0.15***

Tag		1	2	3	4	5
AAR %		0.34	0.22	0.00	-0.02	0.32
t -Test	t -Wert	0.9316	0.6184	0.0006	-0.0467	0.8871
	Sig. %	35.47	53.83	99.95	96.29	37.81
Rangplatztest	Wert	0.5555	0.6404	-0.6944	0.0417	1.0369
	Sig. %	58.03	52.40	48.98	96.69	30.33

Periode		-20 bis -2	-5 bis -2	-1 bis 0	-1 bis 1	0 bis 1	2 bis 5
CAAR %		0.22	0.22	1.25	1.58	1.15	0.53
t -Test	t -Wert	0.1405	0.3063	2.4332	2.5246	2.2446	0.7297
	Sig. %	88.86	76.03	1.75**	1.39**	2.80**	46.80
Rangplatztest	Wert	0.3405	0.7676	4.0064	3.5919	2.7299	0.5123
	Sig. %	73.45	44.53	0.02***	0.06***	0.80***	61.01

Periode		2 bis 20	-20 bis 20	-10 bis 10	-5 bis 5	-3 bis 3
CAAR %		0.64	2.44	2.74	2.33	1.77
t -Test	t -Wert	0.4040	1.0536	1.6546	1.9432	1.8523
	Sig. %	68.74	29.57	10.25	5.60*	6.82*
Rangplatztest	Wert	0.2545	1.3767	2.4812	2.6477	2.4559
	Sig. %	79.98	17.30	1.55**	1.00***	1.65**

Diese Tabelle zeigt Average Abnormal Returns (AAR) der Unterstichprobe „positive Ausschüttungsänderung“ (71 Nennwertrückzahlungen) für die Zeitpunkte $t = -5$ bis $t = +5$, wobei $t = 0$ der Zeitpunkt der Ankündigung einer Nennwertrückzahlung bedeutet. Zudem werden Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) für verschiedene Zeitfenster (t_1, t_2) gezeigt. Aufgrund der Ankündigungsdaten aus Zeitungsberichten, sind die relevanten Untersuchungszeitpunkte $t = -1$ und $t = 0$, sowie die Zeitspanne $[-1, 0]$. Die Signifikanzen werden mittels einem parametrischen t -Test und einem nicht-parametrischen Rangplatztest nach CORRADO (1989) untersucht. ***, ** und * bezeichnen signifikante Kursreaktionen auf dem 1%, 5% und 10%-Niveau.

Die Untersuchung, welche die aufeinander folgende Nennwertrückzahlungen betrachtet zeigt, dass bei der Ankündigung für die erste Nennwertrückzahlung eine höhere Überrendite von +1.27% entsteht, hingegen für die nachfolgende zweite Nennwertrückzahlung keine signifikante Reaktion festzustellen ist. Das Ergebnis weist darauf hin, dass Unternehmen mit mehrmaligen Nennwertrückzahlungen zur Ankündigung höher bewertet werden als der Durchschnitt aller Nennwertrückzahlungen. Zudem zeigt sich, dass die Kursreaktion bereits alle Informationen bei der ersten Ankündigung absorbiert, da in der Regel mehrmalige Nennwertrückzahlungen am ersten Termin bekannt gegeben werden. Daher ist bei der zweiten Nennwertrückzahlung keine signifikante Kursreaktion festzustellen.

Die Ergebnisse der Unterstichprobe der positiven Ausschüttungsänderung zeigen eine hochsignifikante Überrendite von +1.25% für den Ereignisraum $[-1,0]$. Damit wird eine um ein Viertel höhere Überrendite im Vergleich zur Gesamtstichprobe erreicht. Dieses Resultat lässt sich vergleichen mit den positiven Dividendenänderungen, welche eingehend in der Literatur beschrieben werden und in etwa eine positive 1%-ige Kursänderung implizieren. Die höhere Reaktion unterstützt die in Abschnitt 3 formulierte Hypothese und zeigt den stärkeren Signaling- und Steuereffekt von Nennwertrückzahlungen im Vergleich zu Dividendenerhöhungen.

6. Langfristige Performance

LINTNER (1956) folgert aus seiner Analyse, dass die Unternehmen nur dann die Dividenden erhöhen, wenn das Management der Meinung ist, die Gewinne dauerhaft gesteigert zu haben. Zahlreiche Untersuchungen versuchten diesen Zusammenhang empirisch nachzuweisen. Trotz zahlreicher empirischer Studien können nur wenige einen Zusammenhang zwischen der Veränderung der Dividende und der zukünftigen Profitabilität feststellen. AHARONY und DAOTAN (1994) zeigen mit einem grossen Sample, dass Unternehmen, die ihre Dividenden erhöhten (kürzten), grössere (kleinere) Gewinne in den vier folgenden Quartalen ausweisen. Auch NISSIM und ZIV (2001) dokumentieren, dass eine positive Korrelation zwischen Veränderung der Dividende und den Gewinnen in den zwei folgenden Jahren festgestellt wurde. Allgemein konnte in den Untersuchungen jedoch nur ein kurzfristiger Zusammenhang entdeckt werden.

In der nachfolgenden Analyse soll untersucht werden, ob die Nennwertrückzahlung einer Unternehmung langfristig eine Auswirkung auf die Performance hat. Um die Auswirkungen von neuen Informationen auf die langfristige

Tabelle 8: Buy and Hold (Abnormal) Returns für die Gesamtstichprobe

<i>Jährliche Buy and Hold (Abnormal) Returns</i>			
	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
Nennwertzahlende Unternehmen	11.19%	7.73%	25.52%
Benchmark (SPI)	4.04%	5.25%	11.23%
Differenz	+ 7.15%	+ 2.48%	+ 14.29%
<i>t</i> -Wert	0.1951	0.0677	0.2575
Signifikanz	84.57%	94.61%	79.75%

<i>Buy and Hold (Abnormal) Returns</i>			
	Jahr 1	Jahr 1 bis 2	Jahr 1 bis 3
Nennwertzahlende Unternehmen	11.19%	10.28%	22.05%
Benchmark (SPI)	4.04%	1.81%	15.05%
Differenz	+ 7.15%	+ 8.47%	+ 7.00%
<i>t</i> -Wert	0.1951	0.1528	0.0840
Signifikanz	84.57%	87.88%	93.33%

Diese Tabelle zeigt den langfristigen Performanceeffekt der Gesamtstichprobe der Nennwertrückzahlungen. Der obere Teil der Tabelle präsentiert die jährlichen Buy and Hold Returns für die Jahre 1, 2 und 3 nach der Nennwertrückzahlung. Der zweite Teil der Tabelle zeigt die mehrjährigen Überrenditen des Jahres 1, der Jahre 1 bis 2 und der Jahre 1 bis 3 nach der Nennwertrückzahlung. Keines der Resultate für die Gesamtstichprobe erreicht einen signifikanten Wert.

Performance zu untersuchen, wird eine ähnliche Methode wie die zur Ermittlung des Ankündigungseffekts benutzt. Die Methode heisst Buy and Hold Ansatz (BHR: Buy and Hold Return) und geht auf BALL und BROWN (1968) zurück. Die BHR-Messung zeigt den totalen Ertrag einer „Buy and Hold“ Strategie, bei welcher die Titel zu einem spezifischen Zeitpunkt nach der Ankündigung gekauft und über eine bestimmte Zeit gehalten werden. Das Untersuchungsdesign wurde so angelegt, dass der langfristige Effekt vom Ankündigungseffekt getrennt ist und diese deshalb unabhängig voneinander gemessen werden können.

Die Tabelle 8 zeigt den langfristigen Performanceeffekt der Gesamtstichprobe der Nennwertrückzahlungen. Der obere Teil der Tabelle 8 präsentiert die jährlichen Buy and Hold (Abnormal) Returns. Die Überrenditen entsprechen den Renditen der Unternehmen, welche Nennwertrückzahlungen durchführen abzüglich der Renditen des SPI als Benchmark. Die jährlichen Überrenditen sind

durchwegs positiv, aber nicht signifikant von Null verschieden und erreichen im dritten Jahr nach der Ankündigung 14.29%. Der zweite Teil der Tabelle zeigt die mehrjährigen Überrenditen. Die Überrendite über die gesamten drei Jahre beträgt 7.0%. Keines der Resultate für die Gesamtstichprobe erreicht jedoch einen signifikanten Wert.

Als Proxy der ersten langfristigen Untersuchung wurde der SPI verwendet. Es werden zudem zwei alternative Benchmarks, SPI Size Indizes und Sektor Indizes des SPI, auf die Gesamtstichprobe getestet. Die Resultate sind jedoch sehr ähnlich denen in Tabelle 8, zudem konnte ebenfalls nirgends eine signifikante Überrendite festgestellt werden. Auch die langfristige Performance wurde mit folgenden Unterstichproben analysiert: „aufeinander folgende Nennwertrückzahlungen“, „positive Ausschüttungsänderung“, und vollständigen Dividendenersatz“. Für alle Unterstichproben zeigt sich, dass die Buy and Hold Überrenditen zum Benchmark nicht signifikant von Null verschieden sind. Somit konnte bei der Untersuchung der langfristigen Performance mit Hilfe eines Buy and Hold Ansatzes keine Überperformance zum Benchmark nachgewiesen werden.

7. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die Analyse befasst sich mit der Fragestellung, ob die Ausschüttungspolitik und dabei insbesondere die Nennwertrückzahlung den Wert der Unternehmung beeinflusst. Die Hypothese wird auf Basis der umfangreichen Literatur zu den übrigen Ausschüttungsverfahren, insbesondere der Dividende, aufgestellt. Dabei spielen der Signalgehalt sowie die Steuern eine wichtige Rolle. Die Nennwertrückzahlung ist aufgrund der steuerlich günstigen Behandlung wesentlich vorteilhafter für die Anteilseigner als eine Dividende. Zusätzlich ist zu beachten, dass an die Kapitalherabsetzung im Zusammenhang der Nennwertrückzahlung gesetzlich hohe Anforderungen geknüpft sind, die es nur finanziell gesunden Unternehmen erlaubt, eine Nennwertrückzahlung durchzuführen. Aus oben genannten Gründen ist demzufolge mit einer höheren Aktienkursreaktion bei und nach der Ankündigung einer Nennwertrückzahlung zu rechnen als bei einer Dividende.

Empirisch zeigt sich ein deutlicher Ankündigungseffekt. Die Überrendite für den Ankündigungseffekt im Zeitfenster $[-1,0]$ beträgt für die Gesamtstichprobe +0.99% und ist hoch signifikant. Vergleicht man die Unterstichprobe der positiven Ausschüttungsänderungen mit den empirischen Resultaten der positiven Dividendenänderung, sind für die Nennwertrückzahlung höhere Überrenditen festzustellen. Die Überrendite der Nennwert rückzahlenden Unternehmen

beträgt dabei im Zeitfenster $[-1,0]$ $+1.25\%$ und übertrifft im Durchschnitt die empirischen Resultate der Dividendenerhöhung.

Zudem konnte festgestellt werden, dass wenn eine Nennwertrückzahlung anstelle einer Dividendenzahlung eingesetzt wird, die Kursreaktion ($+2.12\%$) bei der Ankündigung bedeutend höher ist als beim Durchschnitt aller Ankündigungsreaktionen bei Nennwertrückzahlungen. Dies bekräftigt die Hypothese, dass bei einer Nennwertrückzahlung der Steuereffekt und der Signalingeffekt verstärkt ins Gewicht fallen. Dieses Ergebnis wird zudem unterstützt von der Untersuchung, bei welcher zwei aufeinander folgende Nennwertrückzahlungen analysiert werden. Die Reaktion des Kurses bei der Ankündigung ($+1.27\%$) verstärkt sich leicht gegenüber dem Durchschnitt der Ankündigungsreaktionen bei einer Nennwertrückzahlung von $+0.99\%$. Darüber hinaus stellt man bei der zweiten darauf folgenden Nennwertrückzahlung keine signifikante Reaktion des Kurses fest. Dies weist auf den Informationscharakter einer solchen Ankündigung hin, da sich die Information bereits bei der ersten Ankündigung im Kurs widerspiegelt.

Die empirischen Untersuchungen zeigen, dass die Aktienkursreaktion bei einer Ankündigung einer Nennwertrückzahlung signifikant positiv ist. Es zeigt sich zudem, dass Nennwertrückzahlungen anstelle von Dividendenzahlungen, sowie eine Ausschüttungserhöhung mittels Nennwertrückzahlungen anstelle von einer Ausschüttungserhöhung mittels Dividendenzahlungen, zu stärker positiven Kursreaktionen führen. Aufgrund der Eigenschaften und Unterschiede dieser beiden Ausschüttungsvarianten deuten die Resultate darauf hin, dass es bei einer Nennwertrückzahlung zu einem verstärkten Signaling- und Steuereffekt kommt.

In der langfristigen Performance-Untersuchung konnte hingegen keine signifikante Überrendite beobachtet werden. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich die langfristige Performance einer Unternehmung mit Nennwertrückzahlungen nicht von einer Unternehmung ohne Nennwertrückzahlungen unterscheidet.

Literaturverzeichnis

- AHARONY, JOSEPH und AMIHUD DOTAN (1994), "Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis", *Financial Review*, 29, S. 125–151.
- AHARONY, JOSEPH und ITZHAK SWARY (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 35, S. 1–12.

- AMIHUD, YAKOV und MAURIZIO MURGIA (1997), "Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany", *Journal of Finance*, 52 (1), March, S. 397–409.
- BAJAJ, MUKESH und ANAND VIJH (1990), "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes", *Journal of Financial Economics*, 26, S. 193–219.
- BALL, RAY und PHILIP BROWN (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6 (2), S. 159–178.
- BARBER, BRAD und JOHN LYON (1997), "Detecting Long-Run Abnormal Stock Return: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 43, S. 341–372.
- BHATTACHARYA, SUDIPTO (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), S. 259–270.
- BRENNAN, MICHAEL (1970), "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *National Tax Journal*, 23, S. 417–427.
- BROWN, STEPHEN und JEROLD WARNER (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Study", *Journal of Financial Economics* 14 (1), S. 3–31.
- CHAREST, GUY (1978), "Dividend Information, Stock Return and Market Efficiency II", *Journal of Financial Economics*, 6 (3), S. 297–330.
- COMMENT, ROBERT und GREGG A. JARRELL (1991), "The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases", *Journal of Finance* (46), S. 1243–1271.
- CORRADO, CHARLES (1989), "A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 23 (2), S. 385–395.
- DANN, LARRY Y. (1981), "Common Stock Repurchases, An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics* (9), S. 113–138.
- DENISE, DAVID J., DIANE K. DENISE und ATULYA SARIN (1994), "The Information Content of Dividend Changes. Cash flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clienteles", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (4), S. 567–587.
- DIVECHA, ARJUN und DALE MORSE (1983), "Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 18 (2), S. 163–174.
- EADES, KENNETH, PATRICK HESS und E. HAN KIM (1985), "Market Rationality and Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics*, 15, S. 3–34.
- GRETER, MARCO (2000), *Der Beteiligungsabzug im harmonisierten Gewinnsteuerrecht*, Zürich.

- HAW, IN MU und WI SAENG KIM (1991), "Firm Size and Dividend Announcement Effect", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6 (3), S. 325–345.
- HÖHN, ERNST und ROBERT WALDBURGER (2001), *Steuerrecht, Bd. I. 9. überarbeitete und erweiterte Auflage*, Bern.
- HÖHN, ERNST und ROBERT WALDBURGER (2002), *Steuerrecht, Bd. II. 9. überarbeitete und erweiterte Auflage*, Bern.
- IKENBERRY, DAVID, JOSEF LAKONISHOK und THEO VERMAELEN (1995), "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 39, S. 181–208.
- JAGANNATHAN, MURALI, CLIFFORD STEPHENS und MICHAEL WEISBACH (2000), "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, S. 355–384.
- JENSEN, MICHAEL und WILLIAM MECKLING (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), S. 305–360.
- LEASE, RONALD, KOSE JOHN, AVNER KALAY, URI LOEWENSTEIN und ODED SARIG (2000), "Dividend Policy: Its Impact on Firm Value", *Harvard Business School Press*.
- LELAND, HAYNE und DAVID PYLE (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 32, 371–387.
- LINTNER, JOHN (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, 46, S. 97–113.
- LITZENBERGER, ROBERT und KRISHNA RAMASWAMY (1979), "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices", *Journal Financial Economics*, 7, S. 163–195.
- MACKINLAY, CRAIG (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, S. 13–39.
- MASLOWSKI OLIVER und PATRICK LAAGER (2004), „Aktienmarkt Schweiz: Emmissionstätigkeit 2003/2004“, *Vontobel Research*.
- MÄUSLI-ALLENSPACH, PETER und MATHIAS OERTLI (2001), *Das schweizerische Steuerrecht: Ein Grundriss mit Beispielen*, Muri / Bern.
- MILLER, MERTON und FRANCO MODIGLIANI (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34 (4), S. 411–433.
- NISSIM, DORAN und AMIR ZIV (2001), "Dividend Changes and Future Profitability", *Journal of Finance*, 56, S. 2111–2133.
- OFER, AHARON R. und ANJAN V. THAKOR (1987), "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends", *Journal of Finance*, 42, S. 365–394.

- ROSS, STEPHEN (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), S. 23–40.
- VERMAELEN, THEO (1981), "Common Stock Repurchases and Market Signalling, An Empirical Study", *Journal of Financial Economics*, 9, S. 139–183.
- VOLKART, RUDOLF (1999), "Aktienrückkäufe und Eigenkapitalbewirtschaftung", *Der Schweizer Treuhänder*, S. 171–182.
- YOON, PYUNG S. und LAURA T. STARKS (1996), "Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements", *Review of Financial Studies*, 8 (4).

SUMMARY

This empirical analysis investigates the announcement effect and the performance of Swiss stocks that have repaid part of their nominal share value between 1992 and 2003. We find that these announcements are associated with significantly positive abnormal returns. Furthermore, the study shows that nominal share value repayments as a substitute for dividend payments exhibit stronger stock price reactions. Similarly, we find that the stock price reactions are more positive for an increase of the annual payout by nominal share value repayments than by dividends. The results support the hypothesis that the more favorable tax treatment and the more pronounced signaling effect for nominal share value repayments result in a short-term firm value increase.

ZUSAMMENFASSUNG

Diese empirische Analyse untersucht den Ankündigungseffekt und die Performance von Schweizer Unternehmen, die zwischen 1992 und 2003 eine Nennwertrückzahlung durchgeführt haben. Die Studie zeigt, dass die kurzfristige Aktienkursreaktion aufgrund der Ankündigung von Nennwertrückzahlungen signifikant positiv ausfällt. Eine Analyse von Unterstichproben weist darauf hin, dass Nennwertrückzahlungen anstelle von Dividendenzahlungen bei Ankündigung höhere Preisreaktionen verursachen. Zudem kann festgestellt werden, dass eine Ausschüttungserhöhung mittels einer Nennwertrückzahlung zu einer stärkeren Kursreaktion führt als eine Dividendenerhöhung. Diese Ergebnisse unterstützen die Hypothese, dass bei einer Nennwertrückzahlung im Vergleich zu einer Dividendenzahlung die vorteilhaftere steuerliche Behandlung und die stärkere Signalwirkung eine kurzfristige Auswirkung auf den Unternehmenswert haben.

RÉSUMÉ

Cette analyse empirique examine l'effet d'annonce et la performance d'entreprises suisses ayant effectué un remboursement au pair pendant les années 1992 à 2003. L'étude montre que les cours des actions réagissent à court-terme positivement à l'annonce d'un remboursement au pair. L'analyse d'échantillons plus particuliers indique que la réaction est plus forte après l'annonce si le remboursement au pair remplace le versement d'une dividende. Il faut aussi noter la plus forte réaction des cours si une augmentation des versements est effectuée par un remboursement au pair que par une dividende. Ces résultats soutiennent l'hypothèse qu'un remboursement au pair en comparaison avec un versement de dividende a un effet positif à court-terme sur la valeur d'une entreprise à cause de la préférence fiscale et plus grand effet de signal.