

**Ralf Schremper**

# **Aktienrückkauf und Kapitalmarkt ,**

Eine theoretische und empirische Analyse  
deutscher Aktienrückkaufprogramme



**PETER LANG**

Europäischer Verlag der Wissenschaften

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>XV</b>
<b>Symbolverzeichnis</b> .....	<b>XIX</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>XXIII</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>XXV</b>
<b>Kapitel I</b>	<b>&lt;</b>
<b>Einführung</b> .....	<b>1</b>
1 Problemstellung und Ziel der Untersuchung.....	1
2 Gang der Untersuchung.....	8
<b>Kapitel II</b>	
<b>Institutionelle Rahmenbedingungen für Aktienrückkäufe in Deutschland</b> .....	<b>11</b>
1 Überblick.....	11
2 Rechtliche Rahmenbedingungen.....	12
2.1 Historische Entwicklung des Aktienrückkaufs in Deutschland....	12
2.2 Entwicklung seit der Zweiten EG-Richtlinie von 1978.....	14
2.3 Aktuelle Rechtslage in Deutschland.....	16
2.3.1 Erwerb nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG.....	16
2.3.2 Kritik an der geltenden Regelung.....	19
2.3.2.1 Höhe der Prämie.....	19
2.3.2.2 Zulässigkeit kurspflegerischer Maßnahmen.....	21
2.3.2.3 Grenzen des Gleichbehandlungsgrundsatzes.....	23
2.4 Publizitätspflichten.....	24
2.5 Bilanzierung eigener Aktien.....	28
2.5.1 Bilanzierung als Vermögensgegenstand.....	28
2.5.2 Bilanzierung als Korrektur zum Eigenkapital.....	30
2.6 Steuerliche Behandlung des Aktienrückkaufs.....	33

## Inhaltsverzeichnis

3	Rückkaufverfahren.....	37
3.1	Rückkauf über die Börse.....	37
3.2	Öffentliches Rückkaufangebot.....	40
3.2.1	Festpreisangebot.....	40
3.2.2	Holländisches Auktionsverfahren.....	42
3.2.3	Ausgabe übertragbarer Verkaufsrechte.....	43
3.3	Privat ausgehandelter Aktienrückkauf.....	45
3.4	Beurteilung der verschiedenen Rückkaufverfahren.....	48
4	Zusammenfassung.....	51

4

### **Kapitel III**

#### **Theoretische und empirische Analyse der ökonomischen**

	<b>Erwerbsmotive.....</b>	<b>53</b>
1	Überblick.....	53
2	Konzeption und Durchführung der Befragungsstudie.....	55
2.1	Untersuchungsdesign und Motivauswahl.....	55
2.2	Rücklaufquote und Rücklaufcharakteristik.....	57
3	Steuerliche Vorteilhaftigkeit gegenüber Dividenden.....	60
3.1	Darstellung des Motivs.....	60
3.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	65
3.3	Hypothesenbildung.....	66
4	Abbau von Überschussliquidität.....	73
4.1	Darstellung des Motivs.....	73
4.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	76
4.3	Hypothesenbildung.....	78
5	Kapitalstrukturgestaltung.....	82
5.1	Darstellung des Motivs.....	82
5.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	85
5.3	Hypothesenbildung.....	86
6	SignaUing.....	89
6.1	Darstellung des Motivs.....	89
6.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	96
6.3	Hypothesenbildung.....	101

**X**

## Inhaltsverzeichnis

7	Maßnahme gegen Übernahmeversuche.....	103	
7.1	Darstellung des Motivs.....	103	
7.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	106	
7.3	Hypothesenbildung.....	107	
8	Verkleinerung des Aktionärskreises.....	109	
8.1	Darstellung des Motivs.....	109	
8.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	109	
8.3	Hypothesenbildung.....	110	
9	Sonstige Erwerbsmotive..... ^	112	
9.1	Aktioptionen und Belegschaftsaktien.....	112	
9.1.1	Darstellung des Motivs.....	112	
9.1.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	113	
9.2	Akquisitionswährung.....	116	
9.2.1	Darstellung des Motivs.....	116	
9.2.2	Ergebnis der Befragungsstudie.....	117	
10	Zusammenfassung.....	119	
 <b>Kapitel IV</b>			
<b>Empirische Untersuchung der Kursreaktionen von</b>			
<b>Aktienrückkäufen in Deutschland.....</b>			123
1	Untersuchungsaufbau im Überblick.....	123	
1.1	Typen von Ereignisstudien.....	123	
1.2	Ablauf einer Ereignisstudie.....	128	
2	Untersuchungsereignis und Datenbasis.....	131	
2.1	Abgrenzung des Untersuchungsereignisses.....	131	
2.2	Unternehmensauswahl und Untersuchungszeitraum.....	132	
2.3	Grundprobleme bei Ereignisstudien.....	134	
2.3.1	Unsicherheit bei der Bestimmung des Ereignistages.....	134	
2.3.2	Überlappende Ereignisse.....	138	
2.3.3	Zufällige Anhäufung von Ereignissen.....	139	
2.3.4	Antizipationseffekt.....	144	

3	Durchführung der Ereignisstudie.....	146
3.1	Bildung von Renditen.....	146
3.2	Auswahl eines Preisbildungsmodells zur Ermittlung abnormaler Renditen.....	147
3.2.1	Überblick über Preisbildungsmodelle.....	147
3.2.2	Methode konstanter Durchschnittsrenditen.....	151
3.2.3	Methode marktbereinigter Renditen.....	152
3.2.4	Marktmodell.....	153
	3.2.4.1 Klassische zweistufige Vorgehensweise.....	153
	3.2.4.2 Vorgehensweise unter Verwendung von Dummy-Variablen.....	155
3.2.5	Modellauswahl.....	157
3.3	Vergleichsindex.....	159
3.4	Aggregation der abnormalen Renditen.....	161
3.5	Testverfahren zur Analyse der abnormalen Renditen.....	164
	3.5.1 Testverfahren zur Überprüfung der Regressionsvoraussetzungen.....	164
	3.5.2 Testverfahren zur Überprüfung der Signifikanz.....	168
4	Untersuchungsergebnisse und Interpretation.....	172
4.1	Deskriptive Charakterisierung des Untersuchungssamples.....	172
4.2	Kursreaktionen des Untersuchungssamples.....	178
4.3	Differenzierung der Kursreaktionen.....	184
	4.3.1 Kursreaktionen in Abhängigkeit vom Zeitablauf.....	184
	4.3.2 Kursreaktionen in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße.....	186
	4.3.3 Kursreaktionen in Abhängigkeit von der Indexzugehörigkeit.....	189
	4.3.4 Kursreaktionen in Abhängigkeit vom Rückkauf- verfahren.....	192
	4.3.5 Kursreaktionen in Abhängigkeit von der Aktiengattung.....	194
	4.3.6 Kursreaktionen bei erstmaligen gegenüber wiederholten Rückkäufen.....	196

## Inhaltsverzeichnis

4.4	Modelldiagnose.....	198
4.4.1	Prüfung der Regressionsvoraussetzungen.....	198
4.4.2	Stabilitätsanalyse.....	200
5	Zusammenfassung.....	202

### **Kapitel V**

<b>Empirische Untersuchung der Relevanz der Erwerbs- motive aus Sicht des Kapitalmarkts.....</b>	<b>205</b>
--	------------

1	Untersuchungsaufbau.....	205
2	Untersuchungsergebnisse und Interpretation.....	210
3	Modelldiagnose.....	220
3.1	Prüfung der Regressionsvoraussetzungen.....	220
3.2	Stabilitätsanalyse.....	220
4	Zusammenfassung.....	222

### **Kapitel VI**

<b>Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>225</b>
--	------------

1	Thesenförmige Zusammenfassung.....	225
2	Ausblick und zukünftige Forschungsfragen.....	229

### **Anhang A**

<b>Fragebogen.....</b>	<b>233</b>
------------------------	------------

### **Anhang R**

<b>Liste der einbezogenen Sampleunternehmen.....</b>	<b>237</b>
--	------------

### **Anhang C**

<b>Modelldiagnose im Rahmen der Ereignisstudie.....</b>	<b>239</b>
---	------------

1	Prüfung der Regressionsvoraussetzungen.....	239
1.1	Prüfung auf Linearität.....	239
1.2	Prüfung auf Autokorrelation.....	240
1.3	Prüfung auf Homoskedastizität.....	241
1.4	Prüfung auf Normalverteilung.....	244

## Inhaltsverzeichnis

2	Stabilitätsanalyse.....	246	
2.1	Einfluss der Vollständigkeit der Schätzperiode.....	246	
2.2	Einfluss des Preisbildungsmodells.....	246	
2.3	Einfluss der Renditeform.....	247	
2.4	Einfluss der Indexauswahl.....	248	
<b>Anhang D</b>			
<b>Modelldiagnose im Rahmen der multivariaten</b>			
<b>Regressionsanalyse.....</b>			249
1	Prüfung der Regressionsvoraussetzungen..... <i>i</i> .....	249	
1.1	Prüfung auf Linearität.....	249	
1.2	Prüfung auf Homoskedastizität.....	250	
1.3	Prüfung auf Normalverteilung.....	250	
2	Stabilitätsanalyse.....	252	
<b>Literaturverzeichnis.....</b>			255
<b>Verzeichnis der Rechtsquellen und Rechtsprechung.....</b>			297