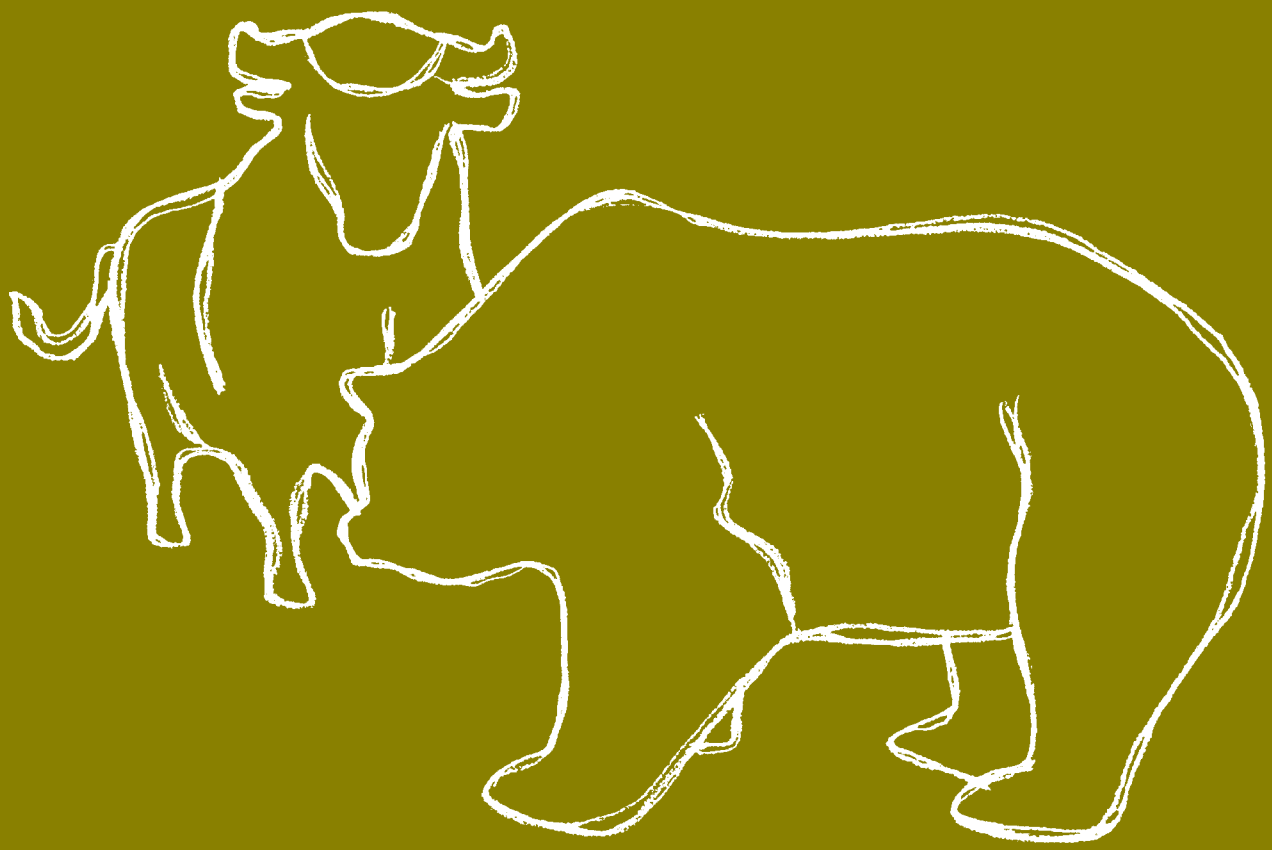
Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg

KIRCHHOFF

++ Eine empirische Analyse ++

Determinanten der Ausschüttungspolitik aus der Perspektive von Unternehmen und Investment Professionals



Inhaltsverzeichnis

EINFÜHRUNG 4

++ Seite 6 ++
Vorwort

++ Seite 8 ++
Management Summary

++ Seite 10 ++
Methodische Vorgehensweise

ERGEBNISSE DER STUDIE 12

++ Seite 14 ++
Allgemeine Angaben der Unternehmen
und Investment Professionals

++ Seite 18 ++
Determinanten der Ausschüttungspolitik

++ Seite 30 ++
Gestaltung der Ausschüttungspolitik

++ Seite 36 ++
Managementvergütung und Ausschüttungspolitik

AUSBLICK 40

++ Seite 42 ++
Fazit und Ausblick

++ Seite 44 ++
Ihre Notizen

++ Seite 46 ++
Impressum

++

einführung

Seite 6
++ Vorwort ++

Seite 8
++ Management Summary ++

Seite 10
++ Methodische Vorgehensweise ++

VON LINKS NACH RECHTS
Dipl.-Kff. Stefanie Trost
Prof. Dr. Thomas M. Fischer
Petra Nix, MBA

Vorwort

„Unternehmen zahlen Rekord-Dividenden." Diese und ähnliche Schlagzeilen spiegeln die Ausschüttungspolitik von Unternehmen in wirtschaftlich guten Zeiten wieder – so auch im Jahr 2008: Deutsche Aktiengesellschaften haben die Rekordsumme von 43,8 Milliarden Euro an ihre Aktionäre ausgeschüttet, die so von der guten Geschäftsentwicklung profitierten. Die Ausschüttungssumme lag gut 10 % höher als im Vorjahr. Von den DAX-Unternehmen wurden 40 % der Gewinne ausgeschüttet.

Zu den Instrumenten der Ausschüttungspolitik gehören Dividenden, Sonderdividenden, Aktienrückkäufe und Eigenkapitelherabsetzungen. Dividendenausschüttungen und Aktienrückkaufprogramme schaffen dabei nicht nur Werte für die Anteilseigner, sondern beeinflussen zugleich die Eigenkapitalbasis, die Liquidität, die Rentabilitätskennzahlen sowie die Selbstfinanzierungskraft des Unternehmens.

Die Ausschüttungspolitik hat einen großen Einfluss auf die Unternehmensbewertung und die Entwicklung von Aktienkursen: Hierdurch wird festgelegt, welcher Anteil des Gewinns bzw. der Liquiden Mittel an die Aktionäre ausgeschüttet und welcher Anteil einbehalten wird, um zukünftige Investitionen zu finanzieren. Bereits die Ankündigungen eines Unternehmens reichen aus, um signifikante Aktienkursbewegungen auszulösen.

Entscheidungen zur Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik kann das Management auch bewusst einsetzen, um an Aktionäre und Investoren neue Informationen bezüglich der Unternehmensqualität zu übermitteln, zum Beispiel bei überdurchschnittlichen Gewinnaussichten. Der Vorteil: Die Unsicherheit aktueller und potenzieller Aktionäre über die Qualität des Unternehmens kann glaubwürdig beseitigt werden. Und: Aktionäre können ein zuvor evtl. unterbewertetes Unternehmen nun besser beurteilen.

UNTERNEHMENSZIELE
AUSSCHÜTTUNGSPOLITIK
WERTSTEIGERUNG

Dividendenerhöhungen oder Aktienrückkäufe wirken sich positiv auf den Kurs des jeweiligen Titels aus: Während eine Dividendenerhöhung dem Markt bisher unbekannte, positive Zukunftsaussichten signalisiert, deutet ein Aktienrückkauf auf eine Unterbewertung des Unternehmens hin. Ein Aktienrückkauf sowie eine Dividendenerhöhung verändern somit die Wahrnehmung und die Beurteilung des Unternehmens durch die Investoren: Sie bewerten das Unternehmen nun höher und können damit eine Steigerung des Aktienkurses auslösen. Letztlich profitieren hiervon das Unternehmen als Emittent von Wertpapieren, die Investoren als Inhaber von Aktien und das Management, falls dessen Vergütung aktienkursabhängig ist.

Bei der Ausschüttungspolitik spielen viele Faktoren eine Rolle. Die vorliegende Studie zeigt, welche Bedeutung die einzelnen Determinanten sowohl für die Unternehmen als auch für die Investoren haben. Bei den Entscheidungen zur Ausschüttungspolitik müssen deshalb sowohl die Unternehmensinteressen als auch die Interessen der Aktionäre aufeinander abgestimmt werden. Dass es hier zu unterschiedlichen Präferenzen kommt, liegt auf der Hand. Umso wichtiger für alle Beteiligten zu wissen, welche Faktoren die Ausschüttungspolitik bestimmen! Die Studie zeigt auf, welche Determinanten für Unternehmen und Investoren entscheidend sind und wo unterschiedliche Gewichtungen vorliegen. Die empirischen Ergebnisse tragen damit zu einem besseren Verständnis zwischen Unternehmen und Investoren bei.

Prof. Dr. Thomas M. Fischer
Projektleitung,
Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg

Dipl.-Kff. Stefanie Trost
Projektmitarbeiterin,
Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg

Petra Nix, MBA
Stv. Vorstandsvorsitzende,
Kirchhoff Consult AG

Management Summary

Die empirische Analyse zeigt, dass sowohl die Unternehmen als auch die Investment Professionals die liquiditäts- und die erfolgsorientierten Determinanten als wesentliche Einflussfaktoren der Ausschüttungspolitik betrachten. Bei der Gestaltung der Ausschüttungspolitik wird der Ausschüttungsform der Dividende aus interner und externer Perspektive die höchste Relevanz beigemessen.

Unter Ausschüttungspolitik werden alle unternehmenspolitischen Maßnahmen verstanden, „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“ (AMMANN, M./SEIZ, R./ZULAUF, M. (2006): Nennwertrückzahlungen am Schweizer Aktienmarkt und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 142. Jg., Heft 4, S. 447). Für deutsche börsennotierte Aktiengesellschaften sind hierbei insbesondere die Ausschüttungsvarianten der Dividende, des Aktienrückkaufs und der Sonderdividende zu nennen.

Ziel der vorliegenden Studie war die Erhebung von Determinanten der Ausschüttungspolitik sowie die Analyse der (präferierten) Ausschüttungspolitik aus Perspektive der Unternehmen und Investment Professionals.

Zur Systematisierung der Determinanten der Ausschüttungspolitik erfolgte eine Unterscheidung in makroökonomische, branchenbezogene, unternehmens- sowie anteilseignerorientierte Determinanten. Die unternehmensorientierten Determinanten wurden weiter untergliedert in allgemein unternehmens-, investitions-, finanzierungs-, liquiditäts- sowie erfolgsorientierte Determinanten.

Die Relevanz der einzelnen Determinanten der Ausschüttungspolitik wird von Unternehmen und Investment Professionals – mit Ausnahme der liquiditätsorientierten Determinanten – signifikant unterschiedlich eingeschätzt. Die Unternehmen schätzen die unternehmensbezogenen Determinanten als (überwiegend) entscheidungsrelevant ein. Die makro- und branchenbezogenen Determinanten sowie die anteilseignerorientierten Determinanten werden aus Sicht der Unternehmen als (überwiegend) nicht entscheidungsrelevant klassifiziert. Die Variablen Konzernjahresüberschuss, Free Cash Flow, Unternehmenswachstum, operativer Cash Flow und (Ziel-)Kapitalstruktur erweisen sich als die Determinanten mit der höchsten Entscheidungsrelevanz aus Perspektive der Unternehmen. Aus Perspektive der Investment Professionals werden die unternehmensbezogenen Determinanten als (überwiegend) entscheidungsrelevant eingestuft, während die makroökonomischen Determinanten als tendenziell nicht entscheidungsrelevant eingeschätzt werden. Ebenso erweist sich die branchenbezogene Determinante aus Sicht der Investment Professionals als entscheidungsrelevant. Bei den anteilseignerorientierten Determinanten werden fünf der zehn Variablen als entscheidungsrelevant klassifiziert. Die Variablen Free Cash Flow, Bestand der Liquiden Mittel, Investitionen in Sach- und Finanzanlagen, operativer Cash Flow sowie (Ziel-)Kapitalstruktur erweisen sich als die Determinanten mit der höchsten Entscheidungsrelevanz aus Perspektive der Investment Professionals.

Hinsichtlich der Gestaltung der Ausschüttungspolitik zeigt sich, dass der Ausschüttungsform der Dividende aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals tendenziell die höchste Relevanz beigemessen wird. Die Ausschüttungsform des Aktienrückkaufs wird aus externer Perspektive als tendenziell wichtiger eingestuft als aus interner Perspektive. Sowohl Unternehmen als auch Investment Professionals präferieren die dividendenpolitischen Strategien der kontinuierlich wachsenden Dividendenpolitik, der stabilen Ausschüttungsquoten sowie der stabilen Dividendenpolitik. Hinsichtlich der Motive von Aktienrückkaufprogrammen ist zu erkennen, dass das Motiv Unterbewertung des Unternehmens als das wichtigste Motiv aus interner und externer Perspektive betrachtet wird. Des Weiteren folgen die Motive Ausschüttung überschüssiger Liquidität, Kapitalstrukturgestaltung sowie positives Signalling-Instrument. Aus Unternehmenssicht wird ferner der Nutzung von eigenen Aktien als Akquisitionswährung eine besondere Aufmerksamkeit geschenkt, während die Investment Professionals vor allem einer Verbesserung der Earnings per Share höhere Relevanz beimessen.

DETERMINANTEN		U	IP
Makroökonomisch	• Wirtschaftliches Umfeld	+	+
	• Technologisches Umfeld	– –	–
	• Politisch-rechtliches Umfeld	–	+
	• Gesellschaftliches Umfeld	–	–
	• Ökologisches Umfeld	–	–
Branchenbezogen	• Ausschüttungspolitik der Konkurrenten	–	+
Allgemein unternehmensbezogen	• Unternehmenswachstum	+	+
	• Börsenkurs(-entwicklung)	+	+
Investitionsorientiert	• Investitionen in Sach- und Finanzanlagen	+	+
	• Rentabilität der Investitionen	+	+
Finanzierungsorientiert	• (Ziel-)Kapitalstruktur	+	+
	• Statischer Verschuldungsgrad	–	+
	• Nettoverschuldung	+	+
	• Verfügbarkeit alternativer Kapitalquellen	–	+
	• Unternehmerisches Gesamtrisiko	+	+
	• (Gesamt-)Kapitalkostensatz	+	+
	• Agency-Kosten	–	–
Liquiditätsorientiert	• Bestand der Liquiden Mittel	+	+
	• Veränderung der Liquiden Mittel	+	+
	• Operativer Cash Flow	+	+
	• Investitions-Cash Flow	+	+
	• Free Cash Flow	+	+
	• Finanzierungs-Cash Flow	+	+
Erfolgsorientiert	• Jahresüberschuss Einzelabschluss	+	–
	• Konzernjahresüberschuss	++	+
	• Ordentliches Betriebsergebnis	+	+
	• Finanzergebnis	–	–
	• Außerordentliches Ergebnis	–	–
	• Kapitalrendite	+	+
	• Earnings per Share	+	+
	• Dividendenrendite	+	+
	• Wertorientierte Kennzahlen	–	–
Anteilseignerorientiert	• Institutionelle inländische Anteilseigner	+	+
	• Institutionelle ausländische Anteilseigner	+	+
	• Privatanleger	–	–
	• Belegschaftsaktionäre	–	–
	• Anteile im Familienbesitz	–	+
	• Anteilsbesitz des Managements	–	–
	• Großaktionäre	+	+
	• Stimmrechtsverhältnisse	–	+
	• Finanzanalysten	–	–
	• Kreditgeber	–	–

Legende
++ sehr wichtig
+ wichtig
– weniger wichtig
– – unwichtig
U Unternehmen
IP Investment Professionals

Abb. 1: Determinanten der Ausschüttungspolitik (Quelle: Eigene Darstellung)

Methodische Vorgehensweise

Neben den Finanzvorständen und Leitern der Abteilung Investor Relations von DAX-, MDAX-, SDAX- sowie TecDAX-Unternehmen wurden internationale Investment Professionals befragt. Im einzelnen wurden neben allgemeinen Angaben zu Unternehmen und Investment Professionals die Einflussgrößen und Gestaltungsformen der Ausschüttungspolitik sowie die Schnittstellen zur Managementvergütung erhoben.

Design der Studie

Im Rahmen dieser Untersuchung wurden insgesamt vier empirische Teil-Studien erhoben. Neben der Analyse der internen Perspektive i. S. d. Finanzvorstände und Leiter der Abteilung Investor Relations erfolgte eine Analyse der externen Perspektive i. S. v. Investment Professionals aus Deutschland und der restlichen Welt. Die Befragung der Finanzvorstände erfolgte mittels einer schriftlichen Befragung; die drei weiteren Befragungen wurden im Rahmen einer Web-Befragung, die eine Variante der Online-Befragung darstellt, durchgeführt. Für die Erhebung der Online-Befragung wurde auf die Software Unipark von Globalpark zurückgegriffen.

Als Adressaten des Fragebogens aus interner Sicht wurden diejenigen Unternehmen ausgewählt, die zum 31. Januar 2008 im DAX, MDAX, SDAX sowie TecDAX notiert waren. Insgesamt wurden 160 Finanzvorstände und 160 Leiter der Abteilung Investor Relations identifiziert. Da im Rahmen dieser Studie Unternehmen mit Sitz im Ausland generell ausgeschlossen wurden, verringerte sich die Anzahl möglicher Probanden auf je 154.

Für die Befragung der Investment Professionals bildete die Datenbank des Berufsverbandes der Investment Professionals, d. h. die deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) die Grundlage. Es konnten weltweit ca. 4.000 Investment Professionals identifiziert werden.

Rücklauf der Fragebögen

Zur Auswertung der empirischen Befunde lagen bei der schriftlichen Befragung der Finanzvorstände 56 Fragebögen vor. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 36,4 %. Bei der Online-Befragung der Investor Relations Manager lagen 55 Fragebögen vor, d. h. eine Rücklaufquote von 35,7 %. Bei den Investment Professionals wurden insgesamt 63 Fragebögen beantwortet. Hierbei entfallen 49 beantwortete Fragebögen auf deutsche Investment Professionals und 14 beantwortete Fragebögen auf Investment Professionals aus der restlichen Welt. Dies entspricht einer Rücklaufquote von ca. 2 %.

	INTERNE PERSPEKTIVE		EXTERNE PERSPEKTIVE	
	Schriftlich	**Online**	**National**	**Nicht-national**
Versand	154	154	ca. 4.000	
Rücklauf	56	55	49	14
Rücklauf gesamt	**111**		**63**	
Rücklaufquote	**36 %**		**2 %**	

Tab. 1: Rücklauf der Fragebögen in der Hauptuntersuchung (Quelle: Eigene Darstellung)

Methodik der Datenauswertung

Im Rahmen einer deskriptiven Analyse erfolgt die Darstellung und Beschreibung der Erkenntnisse zur Ausschüttungspolitik. Es wird eine umfassende Beschreibung der Befunde zu den allgemeinen Charakteristika der befragten Unternehmen und Investment Professionals, zu den Determinanten der Ausschüttungspolitik sowie zur (präferierten) Gestaltung der Ausschüttungspolitik getrennt nach Unternehmen und Investment Professionals gegeben. Anschließend erfolgt je ein Vergleich der Antworten zwischen interner und externer Perspektive.

Hierbei werden jeweils die absoluten und relativen Häufigkeiten berechnet. Ferner wird der Modus, d. h. die häufigste vorkommende Ausprägung einer Variablen, bestimmt. Bei den ordinalskalierten Daten, die durch das ganzzahlige Intervall [1;4] operationalisiert wurden, wird zudem der Median, der als derjenige Merkmalswert beschrieben werden kann, der in der Mitte einer ihrer Größe nach geordneten Reihe von Messwerten liegt, bestimmt. Die Entscheidung über die Relevanz einer Determinante wird mit Hilfe des Indifferenzwertes getroffen. Liegt eine Variable über dem Indifferenzwert von 2,5, kann diese als entscheidungsrelevant klassifiziert werden. Neben der Bestimmung der genannten Maße folgt eine grafische Aufbereitung der Befunde mittels Balken- und Kreisdiagrammen. Auf Grund von Rundungen durch die bei den Auswertungen verwendete statistische Software SPSS addieren sich die ausgewiesenen Anteile nicht immer zu 100 %. Ferner werden der Mittelwert und die Standardabweichung ermittelt.

++

studie

Seite 14
++ Allgemeine Angaben der Unternehmen und Investment Professionals ++

Seite 18
++ Determinanten der Ausschüttungspolitik ++

Seite 30
++ Gestaltung der Ausschüttungspolitik ++

Seite 36
++ Managementvergütung und Ausschüttungspolitik ++

Allgemeine Angaben der Unternehmen und Investment Professionals

ALLGEMEINE ANGABEN DER UNTERNEHMEN

An der Befragung der Unternehmen haben 25 Finanzvorstände sowie 72 Investor Relations Manager/-in teilgenommen, deren Unternehmen mehrheitlich im DAX und MADX notiert sind. Mehr als zwei Drittel der Unternehmen können den Clustern Industrials sowie Finance, Insurance und Real Estate zugeordnet werden.

Funktion im Unternehmen

Es zeigt sich, dass 22,5 % (absolute Häufigkeit = h = 25) der Befragten als Finanzvorstände und 64,9 % der Befragten (h = 72) als Leiter der Abteilung Investor Relations tätig sind. Von 12,6 % (h = 14) der Befragten wurde die Kategorie Sonstige gewählt.

FUNKTIONSBEREICHE DER ANTWORTENDEN IM UNTERNEHMEN

Aus den Unternehmen haben vorwiegend Investor Relations Manager und CFO's geantwortet.

n = 111 (Stichprobenumfang)

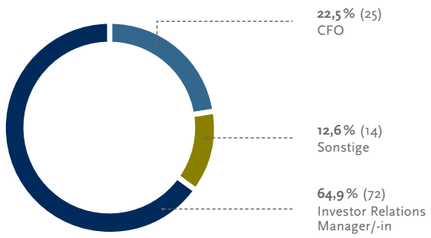


Abb. 2: Funktionsbereiche der Antwortenden im Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

Börsenindex der Unternehmen

Von den befragten Unternehmen sind die meisten Unternehmen im MDAX (37,8 %) gelistet. 26,1 % der Unternehmen (h = 29) sind im SDAX notiert und bilden die zweithäufigste Kategorie

BÖRSENINDIZES DER BEFRAGTEN UNTERNEHMEN

Die antwortenden Unternehmen sind vor allem im MDAX und DAX notiert.

n = 111 (Stichprobenumfang)

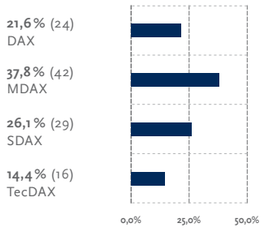


Abb. 3: Börsenindizes der befragten Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

der antwortenden Unternehmen. Es folgen die DAX-Unternehmen mit 21,6 % (h = 24) und die TecDAX-Unternehmen mit 14,4 % (h = 16).

Branchenzugehörigkeit der Unternehmen

Als Basis der vorgegebenen Branchencluster dienten die neun Supersektoren der Deutschen Börse. Über zwei Drittel der antwortenden Unternehmen können den Clustern Industrials (41,0 %) sowie Finance, Insurance und Real Estate (26,7 %) zugeordnet werden. Die restlichen Unternehmen verteilen sich auf

die Branchencluster Basic Materials (7,6 %), Information Technology (6,7 %), Pharma und Healthcare (5,7 %), Consumer Goods (4,8 %), Consumer Services (2,9 %), Utilities (2,9 %) sowie Telecommunication (1,9 %).

BRANCHENZUGEHÖRIGKEIT DER BEFRAGTEN UNTERNEHMEN

Über zwei Drittel der Unternehmen können den Clustern Industrials sowie Finance, Insurance und Real Estate zugeordnet werden.

n = 105 (Stichprobenumfang)

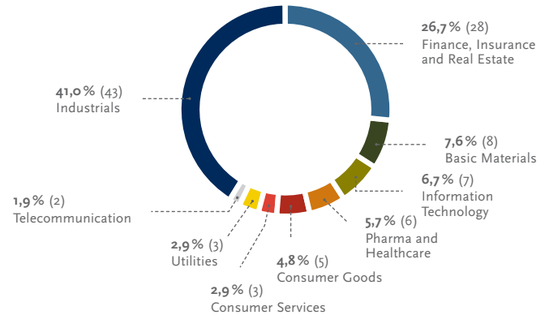


Abb. 4: Branchenzugehörigkeit der befragten Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

ALLGEMEINE ANGABEN DER INVESTMENT PROFESSIONALS

Die antwortenden Investment Professionals sind insbesondere als Sell-Side-Analyst/-in, Asset-Manager/-in sowie Buy-Side-Analyst/-in in Banken, Beteiligungs- sowie Investmentgesellschaften tätig. Vorrangig analysieren die befragten Investment Professionals den deutschen Kapitalmarkt sowie die übrigen EU-Länder bzw. investieren in diese. Hinsichtlich des Investmentstils der Anteilseigner zeigt sich, dass insbesondere der Bottom-Up-Ansatz sowie der Value-Investmentstil verfolgt werden.

Tätigkeitsbereiche

Die Mehrzahl der Investment Professionals ist als Sell-Side-Analyst/-in (h = 23) tätig. An zweiter Stelle wird von 24,5 % (h = 13) der Investment Professionals der Tätigkeitsbereich Asset-Manager/-in genannt. 15,1 % der Befragten arbeiten des Weiteren als Buy-Side-Analyst/-in (h = 8) und 9,4 % der Befragten als Berater/-in (h = 5).

TÄTIGKEITSBEREICHE DER INVESTMENT PROFESSIONALS

Die Investment Professionals sind überwiegend als Sell-Side-Analyst/-in sowie als Asset-Manager/-in und Buy-Side-Analyst/-in tätig.

n = 53 (Stichprobenumfang)

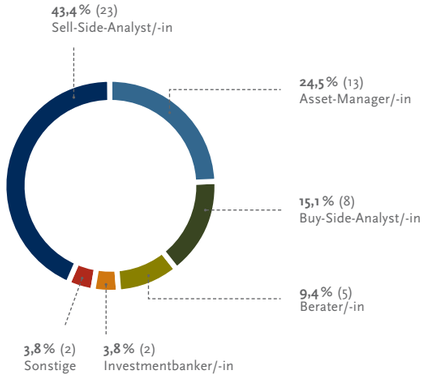


Abb. 5: Tätigkeitsbereiche der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

ARBEITGEBER DER INVESTMENT PROFESSIONALS

Die meisten Investment Professionals arbeiten in einer Bank sowie in Beteiligungs- und Investmentgesellschaften.

n = 54 (Stichprobenumfang)

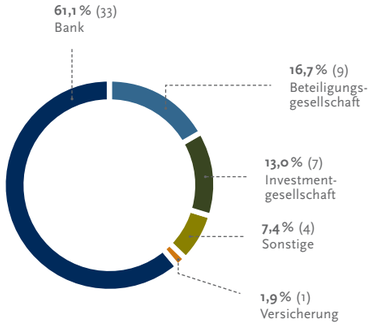


Abb. 6: Arbeitgeber der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

Mit jeweils zwei Nennungen (3,8 %) werden die beiden Kategorien Investmentbanker-/in und Sonstige angegeben.

Arbeitgeber

Die meisten Investment Professionals (61,1 %) arbeiten in einer Bank. Am zweithäufigsten (16,7 %) wurde von den Befragten die Kategorie Beteiligungsgesellschaft genannt. Weiter wurde

TÄTIGKEITSSCHWERPUNKTE DER INVESTMENT PROFESSIONALS

Die Investment Professionals analysieren vorrangig den deutschen Kapitalmarkt bzw. investieren in diesen sowie in die übrigen EU-Länder.

n = 52 (Stichprobenumfang)

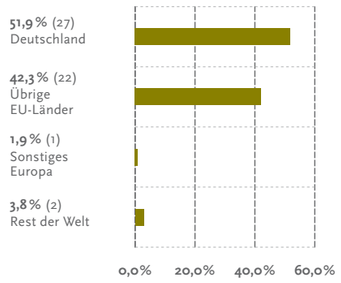


Abb. 7: Tätigkeitsschwerpunkte der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

von 13,0 % der Antwortenden angegeben, in einer Investmentgesellschaft zu arbeiten. Lediglich eine Nennung (1,9 %) wurde für die Institution Versicherung verzeichnet.

Tätigkeitsschwerpunkte

Es wird ersichtlich, dass die befragten Investment Professionals vorzugsweise (51,9 %) den deutschen Kapitalmarkt analysieren bzw. in diesen investieren. 42,3 % der Investment Professionals investieren in Ländern der übrigen EU bzw. analysieren diese. Weiter ist zu erkennen, dass nur wenige Befragte den Rest der Welt (3,8 %) sowie Nicht-EU-Länder (1,9 %) bearbeiten.

Investmentstil der Anteilseigner

Von den Anteilseignern werden vor allem die beiden Investmentstile Bottom-Up (25,0 %) sowie Value (23,6 %) verfolgt. Ferner wurde von 11,1 % der Anteilseigner der Investmentstil Growth sowie von 5,6 % der befragten Anteilseigner jeweils die Investmentstile alternative Investments, Income und Top-Down angegeben. Der Investmentstil passiver Investmentansatz wurde lediglich von zwei Befragten genannt.

INVESTMENTSTIL DER ANTEILSEIGNER

Von den Anteilseignern werden vorzugsweise die Investmentstile Bottom-Up sowie Value verfolgt.

n = 72 (Stichprobenumfang) (Mehrfachnennungen möglich)

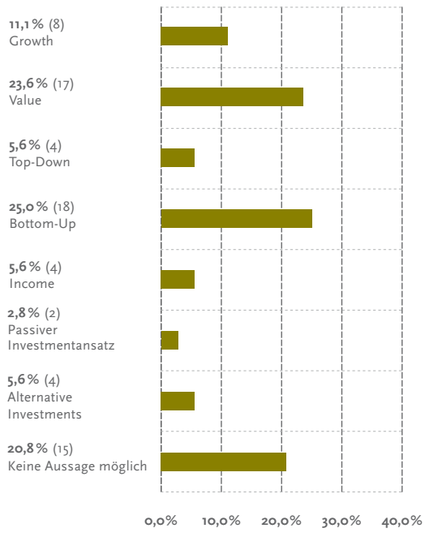


Abb. 8: Investmentstil der Anteilseigner (Quelle: Eigene Darstellung)

Determinanten der Ausschüttungspolitik

Aus Perspektive der Unternehmen werden folgende Determinanten als besonders entscheidungsrelevant eingestuft: Konzernjahresüberschuss, Free Cash Flow, Unternehmenswachstum und operativer Cash Flow. Aus Sicht der Investment Professionals gelten folgende Einflussfaktoren als die wichtigsten: Free Cash Flow, Bestand der Liquiden Mittel, Investitionen in Sach- und Finanzanlagen und operativer Cash Flow.

Makroökonomische und branchenbezogene Determinanten

Von den Unternehmen wird dem wirtschaftlichen Umfeld (Mittelwert = MW = 2,78) die höchste Relevanz beigemessen. Demgegenüber wird das technologische Umfeld aus interner Perspektive als am wenigsten relevant (MW = 1,39) bewertet. Die weiteren makroökonomischen und branchenbezogenen Einflussfaktoren – politisch-rechtliches Umfeld, Ausschüttungspolitik der Konkurrenten, gesellschaftliches Umfeld und ökologisches Umfeld – werden in der Tendenz als „weniger wichtig" beurteilt. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich aus interner Perspektive nur das wirtschaftliche Umfeld als entscheidungsrelevant erweist.

Von Seiten der Investment Professionals werden folgende makroökonomische und branchenbezogene Determinanten als tendenziell relevant erachtet: politisch-rechtliches Umfeld (MW = 2,94), wirtschaftliches Umfeld (MW = 2,90) sowie Ausschüttungspolitik der Konkurrenten (MW = 2,88). Diese drei Einflussfaktoren werden von über 70 % der antwortenden Investment Professionals als mindestens „wichtig" bewertet. Demgegenüber kann eine geringe Relevanz bei den Einflussfaktoren gesellschaftliches Umfeld (MW = 2,23), technologisches Umfeld (MW = 1,84) sowie ökologisches Umfeld (MW = 1,63) festgestellt werden. Zusammenfassend lässt sich für die makroökonomischen und branchenbezogenen Determinanten festhalten, dass aus Sicht der Investment Professionals lediglich das politisch-rechtliche Umfeld, das wirtschaftliche Umfeld sowie die Ausschüttungspolitik der Konkurrenten als entscheidungsrelevant erachtet werden.

Der Vergleich der Mittelwerte hinsichtlich der Relevanzbeurteilung der makroökonomischen und branchenbezogenen Determinanten aus interner und externer Sicht ergibt, dass die Determinanten des makroökonomischen und branchenbezogenen Umfelds von Unternehmen (kurz: U) als weniger bedeutend eingestuft werden als von Investment Professionals (kurz: IP). Die größten Unterschiede in der Relevanzbeurteilung sind bei den Determinanten politisch-rechtliches Umfeld (U: MW = 2,28; IP: MW = 2,94) und Ausschüttungspolitik der Konkurrenten (U: MW = 2,28; IP: MW = 2,88) zu erkennen. Auch bei der Determinante des technologischen Umfelds sind Differenzen hinsichtlich der Relevanzbeurteilung zwischen interner und externer Perspektive zu verzeichnen. Die weiteren Faktoren des makroökonomischen Umfelds werden von externen und internen Befragten vergleichsweise homogen beurteilt.

MAKROÖKONOMISCHE UND BRANCHENBEZOGENE DETERMINANTEN – UNTERNEHMEN

Aus Sicht der Unternehmen wird vor allem das wirtschaftliche Umfeld als „wichtig" für die Ausschüttungspolitik eingeschätzt.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

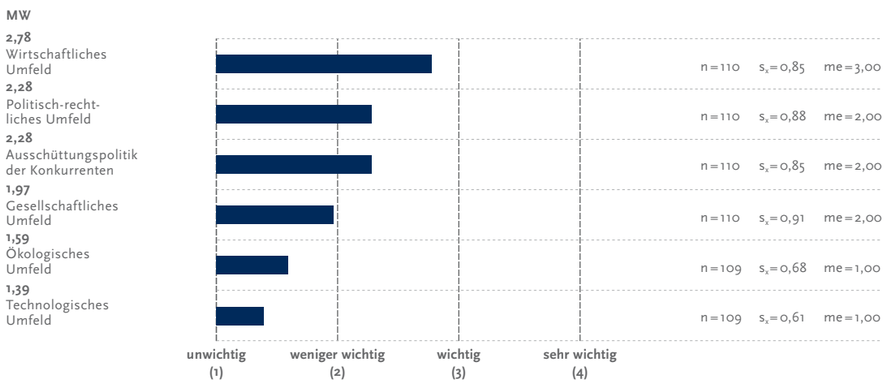


Abb. 9: Makroökonomische und branchenbezogene Determinanten der Ausschüttungspolitik aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

MAKROÖKONOMISCHE UND BRANCHENBEZOGENE DETERMINANTEN – INVESTMENT PROFESSIONALS

Zwei der fünf makroökonomischen Determinanten werden aus Perspektive der Investment Professionals als „wichtig" eingestuft. Die branchenbezogene Determinante erweist sich als „wichtig".

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

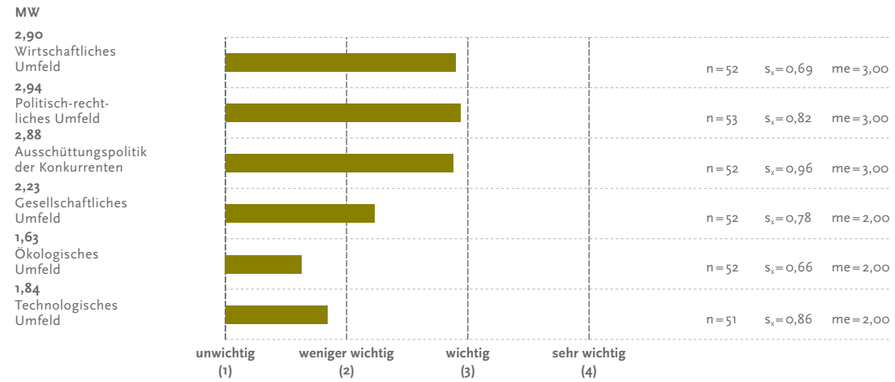


Abb. 10: Makroökonomische und branchenbezogene Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

Allgemein unternehmensbezogene Determinanten

Es zeigt sich, dass von den Befragten dem Unternehmenswachstum (MW = 3,34) eine höhere Relevanz beigemessen wird als der Determinante Börsenkurs(-entwicklung) (MW = 2,61). Von 88,2 % der Unternehmen wird das Unternehmenswachstum mindestens als „wichtig“ eingestuft. Demgegenüber wird die Determinante Börsenkurs(-entwicklung) nur von 53,2 % der Befragten als „wichtig“ und „sehr wichtig“ angesehen. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die beiden allgemein unternehmensbezogenen Determinanten aus interner Sicht als tendenziell entscheidungsrelevant eingestuft werden.

Von mindestens 66,0 % der antwortenden Investment Professionals werden beide allgemein unternehmensbezogenen Determinanten mindestens als „wichtig“ angesehen. Von den befragten Investment Professionals wird der Determinante Börsenkurs(-entwicklung) (MW = 3,09) jedoch eine etwas höhere Relevanz beigemessen als der Determinante Unternehmenswachstum (MW = 2,87). Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass die Investment Professionals die beiden allgemein unternehmensbezogenen Determinanten als entscheidungsrelevant einstufen.

Investitionsorientierte Determinanten

Zunächst können mit den nahe beieinander liegenden Mittelwerten die investitionsorientierten Determinanten Investitionen in Sach- und Finanzanlagen (MW = 3,02) und Rentabilität der Investitionen (MW = 2,91) aus Perspektive der Unternehmen als tendenziell „wichtig“ und folglich entscheidungsrelevant identifiziert werden. Zudem werden für beide Determinanten bei der Antwortkategorie „sehr wichtig“ annähernd gleich hohe relative Häufigkeiten mit 26,4 % für die Investitionen in Sach- und Finanzanlagen sowie 25,7 % für die Rentabilität der Investitionen verzeichnet. Es zeigt sich, dass von über 60 % der antwortenden Investment Professionals die investitionsorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik mindestens als „wichtig“ eingeschätzt werden. Darüber hinaus ist zu erkennen, dass von den befragten Investment Professionals der Determinante Investitionen in Sach- und Finanzanlagen (MW = 3,31) eine höhere Relevanz als dem Einflussfaktor Rentabilität der Investitionen (MW = 2,75) beigemessen wird. Folglich kann als Ergebnis festgehalten werden, dass die beiden investitionsorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik von den Investment Professionals als entscheidungsrelevant bewertet werden.

Es zeigt sich, dass die Befragten die investitionsorientierten Kriterien vergleichsweise homogen beurteilen. Beide Determinanten werden sowohl von Unternehmen als auch von Investment Professionals in der Tendenz als „wichtig“ klassifiziert. Der detaillierte Vergleich der Relevanzeinschätzung aus interner und externer Perspektive ergibt, dass die Rentabilität der Investitionen von Unternehmen etwas bedeutender

ALLGEMEIN UNTERNEHMENSBEZOGENE DETERMINANTEN

Die allgemein unternehmensbezogenen Determinanten werden aus Perspektive der Unternehmen und Investment Professionals als „wichtig“ eingeschätzt.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

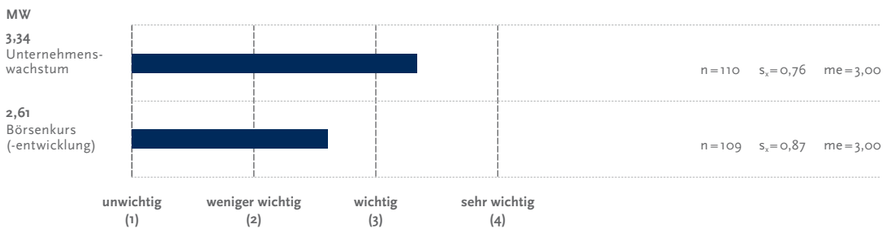


Abb. 11: Allgemein unternehmensbezogene Determinanten aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

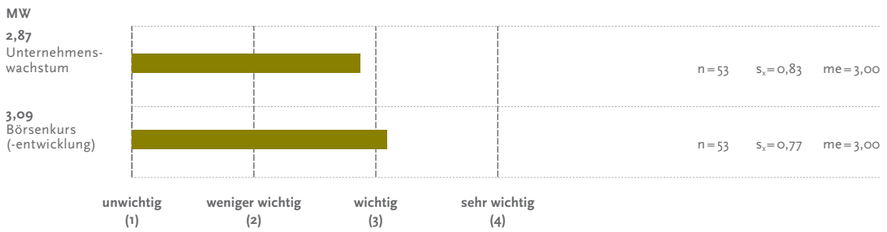


Abb. 12: Allgemein unternehmensbezogene Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

INVESTITIONSORIENTIERTE DETERMINANTEN

Die beiden investitionsorientierten Determinanten erweisen sich aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals als „wichtig“.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

Abb. 13: Investitionsorientierte Determinanten aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

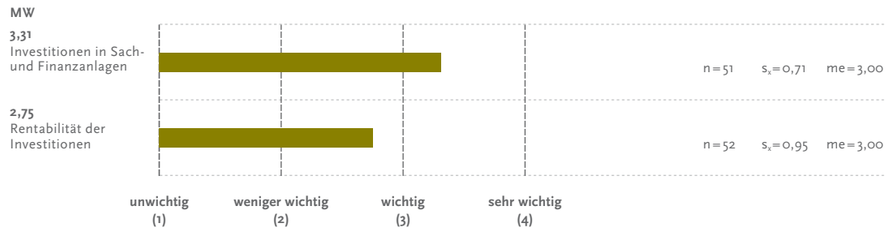


Abb. 14: Investitionsorientierte Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

eingestuft wird als von Investment Professionals. Demgegenüber wird der Determinante Investitionen in Sach- und Finanzanlagen aus interner Sicht eine leicht geringere Relevanz beigemessen als aus externer Sicht.

Finanzierungsorientierte Determinanten

Im Durchschnitt kommt nach Einschätzung der befragten Unternehmen der (Ziel-)Kapitalstruktur (MW = 3,12) die relativ höchste Bedeutung zu. Es folgen in absteigender Wichtigkeit – geordnet nach den jeweiligen Mittelwerten – die Einflussfaktoren Nettoverschuldung (MW= 2,78), (Gesamt-)Kapitalkostensatz (MW = 2,62), unternehmerisches Gesamtrisiko (MW = 2,61), Verfügbarkeit alternativer Kapitalquellen (MW = 2,47) sowie statischer Verschuldungsgrad (MW = 2,43). Diese genannten finanzierungsorientierten Determinanten werden aus interner Perspektive als in der Tendenz „wichtig“ eingestuft. Den niedrigsten Mittelwert (MW = 1,79) erreichen im Rahmen der finanzierungsorientierten Determinanten die Überwachungs- und Bindungskosten (sog. Agency-Kosten). Lediglich 16,7 % der Befragten schätzen die Relevanz der Agency-Kosten als „wichtig“ und „sehr wichtig“ ein. Abschliessend kann festgestellt werden, dass nur die finanzierungsorientierten Determinanten (Ziel-)Kapitalstruktur, Nettoverschuldung, (Gesamt-)Kapitalkostensatz sowie unternehmerisches Gesamtrisiko aus Unternehmensperspektive als entscheidungsrelevant betrachtet werden.

FINANZIERUNGSORIENTIERTE DETERMINANTEN

Vier der sieben finanzierungsorientierten Determinanten werden aus Sicht der Unternehmen als tendenziell „wichtig“ eingestuft. Aus Sicht der Investment Professionals werden die finanzierungsorientierten Determinanten – mit Ausnahme der Agency-Kosten – als „wichtig“ eingestuft.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

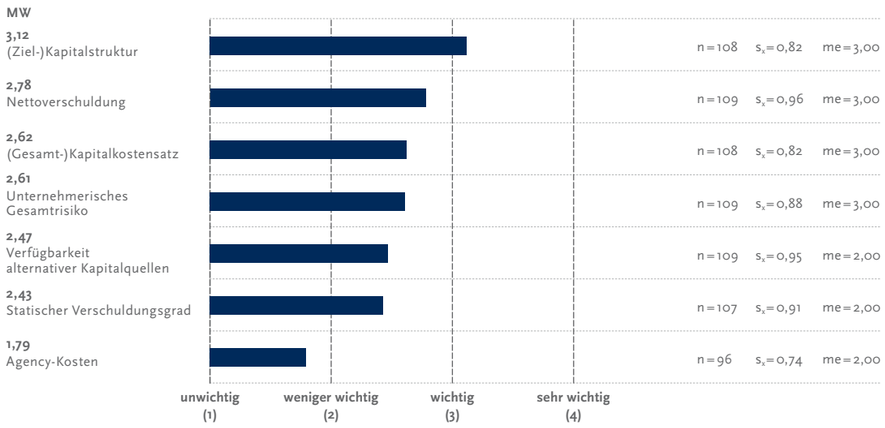


Abb. 15: Finanzierungsorientierte Determinanten aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

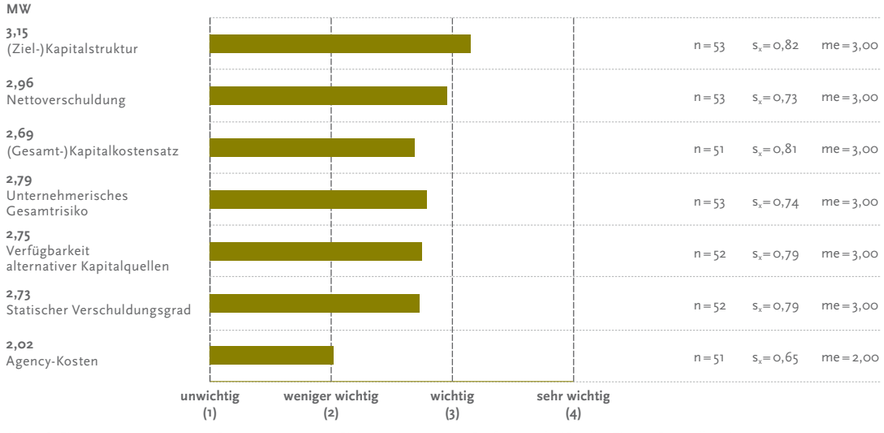


Abb. 16: Finanzierungsorientierte Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

Aus Sicht der Investment Professionals wird nur die finanzierungsorientierte Determinante Agency-Kosten als „weniger wichtig“ bewertet. Alle übrigen finanzierungsorientierten Determinanten – (Ziel-)Kapitalstruktur, Nettoverschuldung, unternehmerisches Gesamtrisiko, Verfügbarkeit alternativer Kapitalquellen, statischer Verschuldungsgrad, (Gesamt-)Kapitalkostensatz – werden aus Sicht der Investment Professionals als in der Tendenz „wichtig“ eingestuft. Mit Ausnahme der Agency-Kosten kann folglich ein relativ homogenes Bild bei der Beurteilung der finanzierungsorientierten Determinanten aus Sicht der Investment Professionals festgestellt werden. Die antwortenden Investment Professionals bewerten die finanzierungsorientierten Determinanten – mit Ausnahme der Agency-Kosten – als durchweg entscheidungsrelevant.

Auch bei den finanzierungsorientierten Determinanten lässt sich eine vergleichsweise homogene Relevanzbeurteilung der einzelnen Variablen aus interner und externer Perspektive erkennen. Bei einer detaillierten Analyse kann angemerkt werden, dass den finanzierungsorientierten Determinanten von Unternehmensseite eine leicht geringere Bedeutung beigemessen wird als von Investment Professionals. Die größte Abweichung ist hier bei der Determinante statischer Verschuldungsgrad zu erkennen, gefolgt von den Determinanten Verfügbarkeit alternativer Kapitalquellen und Agency-Kosten. Die stärkste Übereinstimmung zwischen den Relevanzurteilen der Unternehmen und Investment Professionals ergibt sich bei der Determinante der (Ziel-)Kapitalstruktur, gefolgt von der Determinante (Gesamt-)Kapitalkostensatz.

Liquiditätsorientierte Determinanten

Aus Perspektive der Unternehmen werden im Durchschnitt alle liquiditätsorientierten Determinanten als tendenziell „wichtig“ erachtet. Vor allem der Free Cash Flow (MW = 3,36) sowie der operative Cash Flow (MW = 3,29) besitzen für die Unternehmen als Einflussfaktoren der Ausschüttungspolitik hohe Relevanz. Die beiden Determinanten werden von 84,1 % bzw. 85 % der Unternehmen als mindestens „wichtig“ eingestuft. Danach folgen in absteigender Bedeutsamkeit die liquiditätsorientierten Determinanten Bestand der Liquiden Mittel (MW = 3,09), Veränderung der Liquiden Mittel (MW = 2,93) sowie der Investitions-Cash Flow (MW = 2,80).

Die niedrigste Relevanz messen die befragten Unternehmen dem Finanzierungs-Cash Flow (MW = 2,57) bei. Als zusammenfassendes Ergebnis kann festgehalten werden, dass aus interner Perspektive alle liquiditätsorientierten Determinanten als entscheidungsrelevant eingestuft werden.

LIQUIDITÄTSORIENTIERTE DETERMINANTEN

Alle liquiditätsorientierten Determinanten werden von den befragten Unternehmen und Investment Professionals als „wichtig" für die Ausschüttungspolitik beurteilt.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

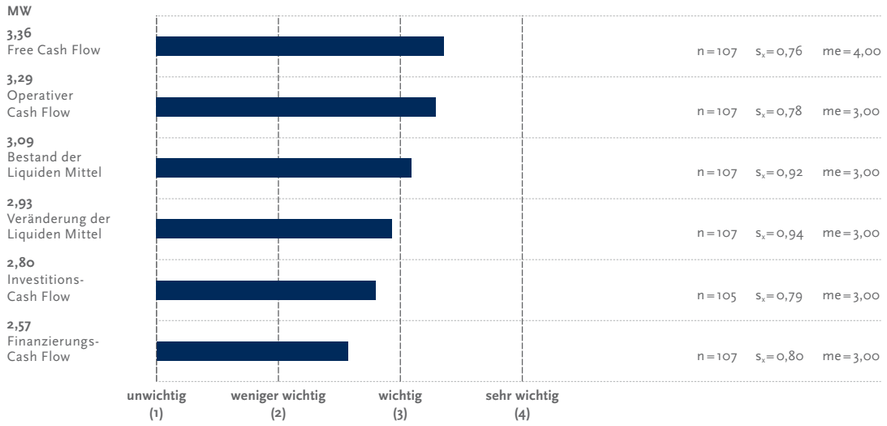


Abb. 17: Liquiditätsorientierte Determinanten aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

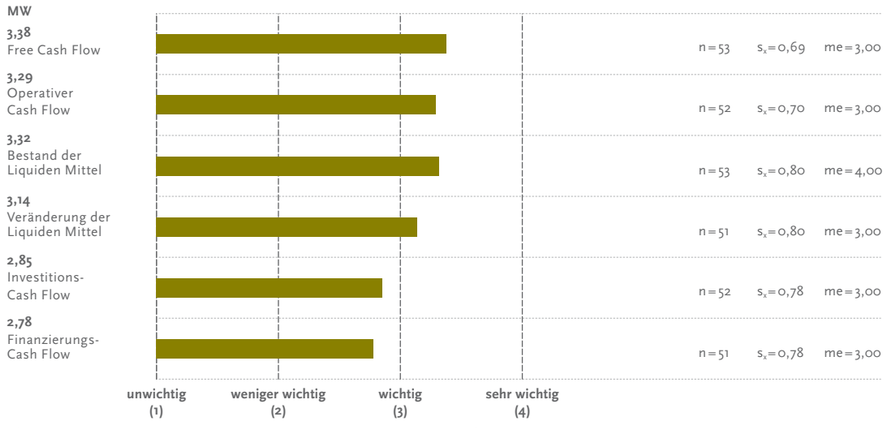


Abb. 18: Liquiditätsorientierte Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

Von über 60 % der Investment Professionals werden alle liquiditätsorientierten Determinanten mindestens als „wichtig" eingestuft. In der Tendenz kann beim Free Cash Flow (MW = 3,38) die höchste Relevanz innerhalb der liquiditätsorientierten Einflussfaktoren festgestellt werden. Nach der Determinante Free Cash Flow folgt mit einem Mittelwert von 3,32 die zweitbedeutendste Determinante Bestand der Liquiden Mittel. Alle anderen liquiditätsorientierten Determinanten weisen demgegenüber einen Median von drei auf. Die geringste Bedeutung wird dem Finanzierungs-Cash Flow (MW = 2,78) beigemessen. Zusammenfassend kann für die liquiditätsorientierten Determinanten festgehalten werden, dass alle untersuchten Determinanten aus externer Sicht als entscheidungsrelevant eingestuft werden.

Die liquiditätsorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik werden sowohl von Unternehmen als auch von Investment Professionals in der Tendenz als „wichtig" eingestuft. Während die Bedeutung der Determinante operativer Cash Flow von Unternehmen und Investment Professionals im Kontext der Ausschüttungspolitik als tendenziell gleich eingestuft wird, kann bei der Determinante Bestand der Liquiden Mittel die größte Abweichung hinsichtlich der Relevanzbeurteilung innerhalb der liquiditätsorientierten Determinanten verzeichnet werden.

Erfolgsorientierte Determinanten

Aus Sicht der Unternehmen wird dem Konzernjahresüberschuss (MW = 3,51) die höchste Relevanz beigemessen. Weiter folgen die als „wichtig" beurteilten Determinanten Earnings per Share (MW = 3,08), Jahresüberschuss Einzelabschluss (MW = 3,05), ordentliches Betriebsergebnis (MW = 2,96), Dividendenrendite (MW = 2,75) sowie Kapitalrendite (MW = 2,66). Mit tendenziell „weniger wichtig" werden die Determinanten wertorientierte Kennzahlen (MW = 2,32), Finanzergebnis (MW = 2,32) sowie außerordentliches Ergebnis (MW = 2,02) eingeschätzt. Zusammenfassend ist aus interner Sicht eine Entscheidungsrelevanz der erfolgsorientierten Determinanten – mit Ausnahme der wertorientierten Kennzahlen, Finanzergebnis sowie außerordentlichem Ergebnis – zu verzeichnen. Aus Perspektive der Investment Professionals lassen sich die erfolgsorientierten Determinanten anhand ihres Mittelwertes in „wichtige" sowie „weniger wichtige" Einflussfaktoren unterteilen. Bei der Gruppe der „wichtigen" Determinanten verteilen sich die Antworten der Investment Professionals mit mindestens 63,5 % auf die Antwortkategorien „wichtig" sowie „sehr wichtig". Die höchste Relevanz ist bei der Determinante Konzernjahresüberschuss mit einem Mittelwert von 3,10 zu verzeichnen. Des Weiteren werden die Determinanten EPS (Earnings per Share) (MW = 2,98), Dividendenrendite (MW = 2,94), ordentliches Betriebsergebnis (MW = 2,92) sowie Kapitalrendite (MW = 2,73) als in der Tendenz „wichtig" eingestuft. Demgegenüber kann bei der Determinante Jahresüberschuss (Einzelabschluss) lediglich ein Mittelwert von 2,42 ermittelt werden. Bei Betrachtung der Gruppe der tendenziell „weniger wichtigen" Determinanten können nach absteigender Wichtigkeit geordnet folgende Determinanten genannt werden: wertorientierte Kennzahlen (MW = 2,45), Jahresüberschuss Einzelabschluss (MW = 2,42), Finanzergebnis (MW = 2,37) so-

ERFOLGSORIENTIERTE DETERMINANTEN – UNTERNEHMEN

Aus Sicht der Unternehmen wird der Konzernjahresüberschuss als „sehr wichtig“ für die Ausschüttungspolitik eingestuft. Die Investment Professionals stufen diese Determinante der Ausschüttungspolitik als lediglich „wichtig“ ein.
Die Determinante Jahresüberschuss Einzelabschluss wird von den Unternehmen als „wichtig“ klassifiziert, während Investment Professionals diese Determinante als „weniger wichtig“ beurteilen.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

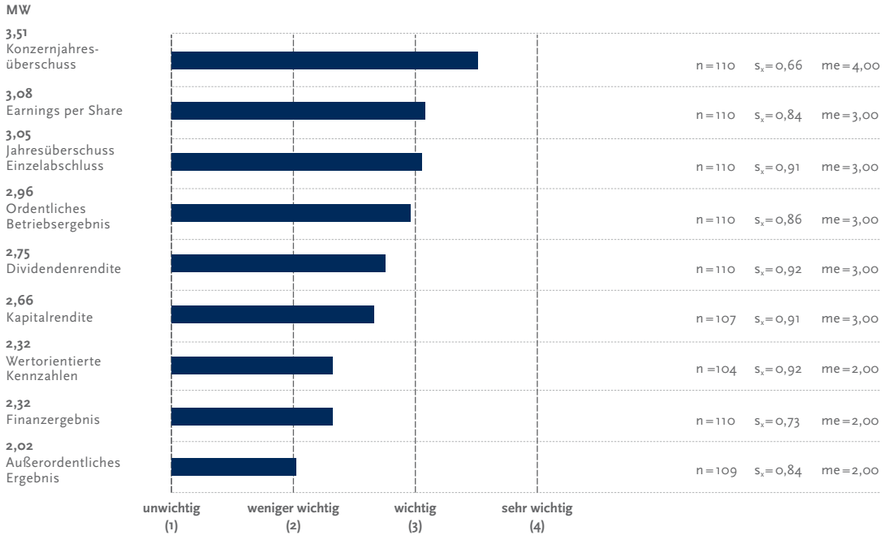


Abb. 19: Erfolgsorientierte Determinanten aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

wie außerordentliches Ergebnis (MW = 2,25). Als Ergebnis für die erfolgsorientierten Determinanten kann schließlich festgehalten werden, dass lediglich die Determinanten Konzernjahresüberschuss, Earnings per Share, Dividendenrendite, ordentliches Betriebsergebnis sowie Kapitalrendite aus externer Sicht als entscheidungsrelevant eingestuft werden. Die größte Abweichung bezüglich der Relevanzbeurteilung der erfolgsorientierten Determinanten aus interner und externer Perspektive ist beim Jahresüberschusses (Einzelabschluss) zu verzeichnen. Dem Konzernjahresüberschuss wird dagegen sowohl aus interner als auch aus externer Perspektive eine höhere Bedeutung beigemessen. Geringe Unterschiede hinsichtlich der Relevanzbeurteilung sind bei den Determinanten außerordentliches Ergebnis, Dividendenrendite sowie wertorientierte Kennzahlen festzustellen.

Anteilseignerorientierte Determinanten

Bezüglich der Aktionärsstruktur sind aus Perspektive der Unternehmen „wichtige“ und „weniger wichtige“ Einflussfaktoren der Ausschüttungspolitik zu verzeichnen. Als „wichtig“

ERFOLGSORIENTIERTE DETERMINANTEN – INVESTMENT PROFESSIONALS

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

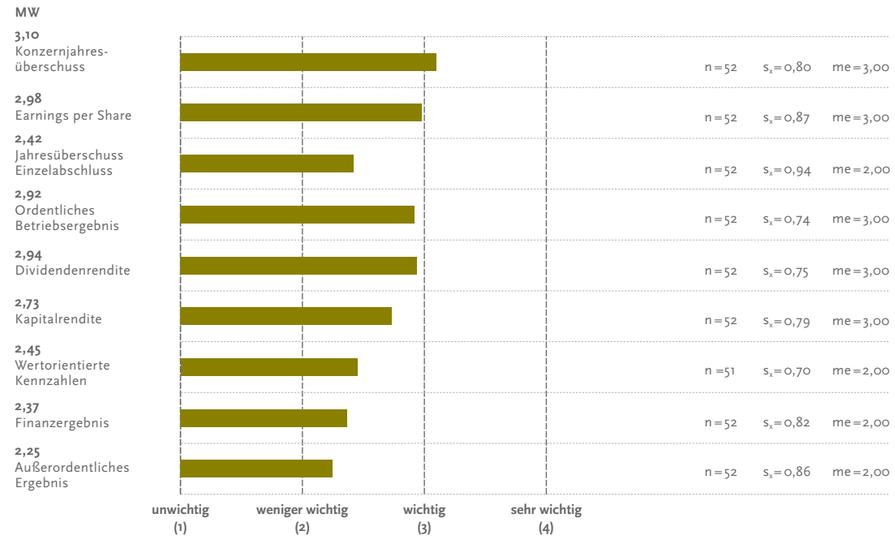


Abb. 20: Erfolgsorientierte Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

erachtet werden von den antwortenden Unternehmen die drei Determinanten institutionelle ausländische Anteilseigner (MW = 2,78), institutionelle inländische Anteilseigner (MW = 2,76) sowie Großaktionäre (MW = 2,66). Mit „weniger wichtig“ werden von den Befragten die Determinanten Privatanleger (MW = 2,46), Belegschaftsaktionäre (MW = 1,90), Anteile im Familienbesitz (MW = 1,77) sowie der Anteilsbesitz des Managements (MW = 1,75) bewertet. Neben der Aktionärsstruktur werden von den Unternehmen alle sonstigen anteilseignerorientierten Determinanten als „weniger wichtig“ erachtet. Abschließend kann als Resultat der anteilseignerorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik festgehalten werden, dass sich lediglich die drei für „wichtig“ eingestuften Einflussfaktoren, d. h. institutionelle ausländische Anteilseigner, institutionelle inländische Anteilseigner und Großaktionäre, als entscheidungsrelevant erweisen.

Die Investment Professionals messen im Rahmen der Kategorie Aktionärsstruktur der Determinante Großaktionäre die höchste Relevanz bei (MW = 2,89). Demgegenüber wird aus externer Sicht der Determinante Belegschaftsaktionäre (MW = 1,98) die geringste Relevanz beigemessen. Bei einem Vergleich der Mittelwerte der Relevanzbeurteilung der sonstigen anteilseigner-

ANTEILSEIGNERORIENTIERTE DETERMINANTEN – UNTERNEHMEN

Lediglich drei der zehn anteilseignerorientierten Determinanten werden aus Unternehmenssicht als „wichtig“ klassifiziert.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

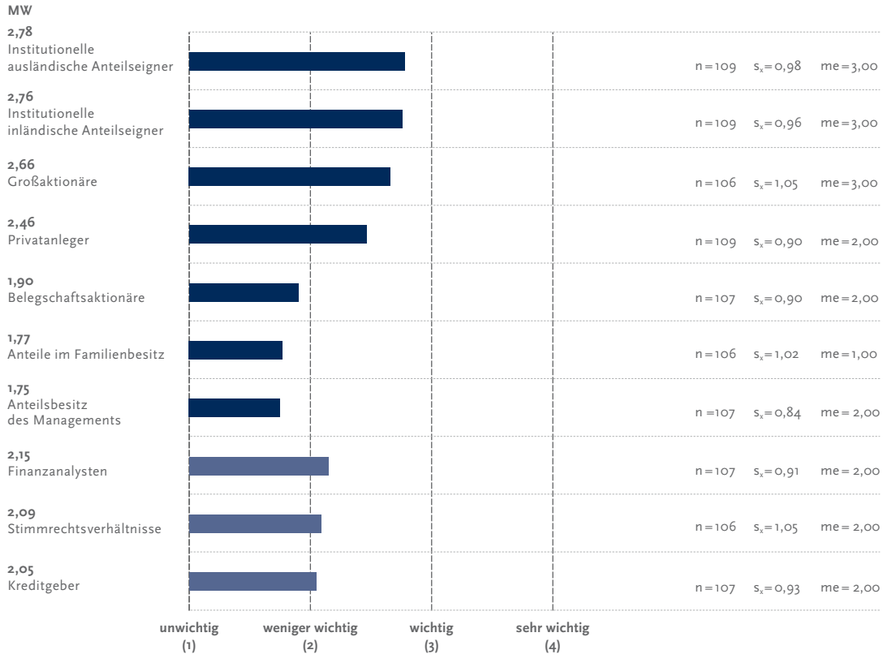


Abb. 21: Anteilseignerorientierte Determinanten aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

orientierten Determinanten ist festzustellen, dass die Determinante Stimmrechtsverhältnisse (MW = 2,59) tendenziell wichtiger eingestuft wird, als die Determinanten Kreditgeber (MW = 2,42) und Finanzanalysten (MW = 2,27). Zusammenfassend kann vermerkt werden, dass lediglich die Determinanten Großaktionäre, institutionelle inländische Anteilseigner, Anteile im Familienbesitz, institutionelle ausländische Anteilseigner sowie Stimmrechtsverhältnisse im Rahmen der anteilseignerorientierten Determinanten aus externer Sicht als entscheidungsrelevant eingestuft werden.

Die Relevanzbeurteilung hinsichtlich der Determinanten Anteile im Familienbesitz und Anteilsbesitz des Managements differiert zwischen Unternehmen und Investment Professionals am

ANTEILSEIGNERORIENTIERTE DETERMINANTEN – INVESTMENT PROFESSIONALS

Aus Perspektive der Investment Professionals werden fünf der zehn anteilseignerorientierten Determinanten als „wichtig“ eingestuft.

Legende
n = Stichprobenumfang | s_x = Standardabweichung | me = Median | MW = Mittelwert

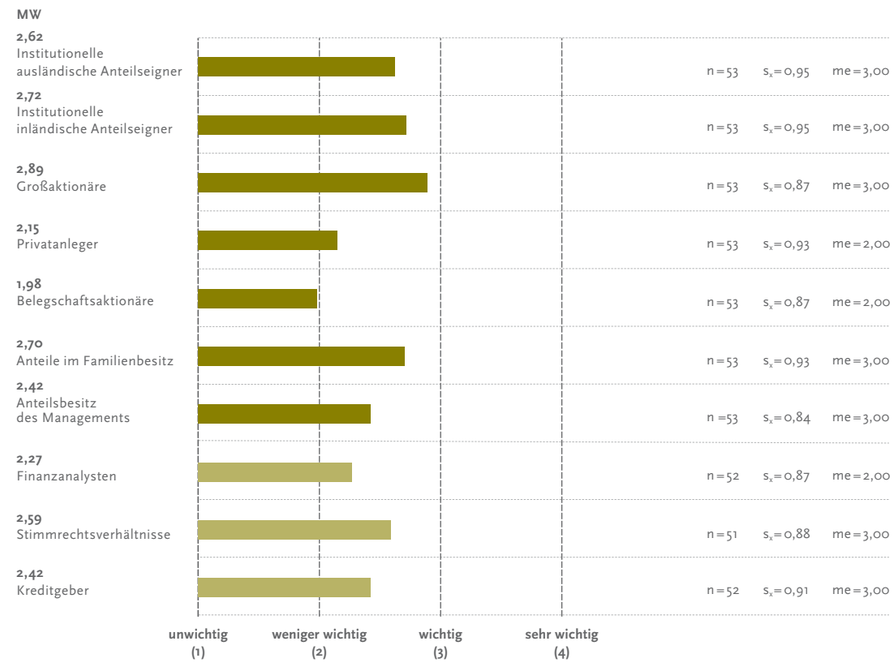


Abb. 22: Anteilseignerorientierte Determinanten aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

stärksten. Ein vergleichbares Ergebnis ergibt sich bei den Determinanten Anteilsbesitz des Managements sowie Stimmrechtsverhältnisse. Des Weiteren werden die anteilseignerorientierten Determinanten Kreditgeber, Finanzanalysten, Großaktionäre und Belegschaftsaktionäre von Unternehmen jeweils (geringfügig) weniger relevant eingestuft als von Investment Professionals, während bei den Determinanten institutionelle Anteilseigner und Privatanleger eine (geringfügig) gegenläufige Beurteilung zu verzeichnen ist.

Gestaltung der Ausschüttungspolitik

Die Dividende wird aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals als die wichtigste Ausschüttungsform betrachtet, gefolgt vom Aktienrückkauf und der Sonderdividende. Als bedeutendste dividendenpolitische Strategien werden aus interner und externer Perspektive die kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik sowie stabile Ausschüttungsquoten genannt. Aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals ist die Unterbewertung des Unternehmens das entscheidende Motiv für die Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms.

Relevanz der Ausschüttungsformen

Aus Perspektive der Unternehmen wird der Ausschüttungsform Dividende in allen drei Zeitperspektiven die mit Abstand relativ höchste Relevanz beigemessen. Die Dividende wird als in der Tendenz „wichtig“ eingestuft. Von den Befragten wird der Ausschüttungsform des Aktienrückkaufs die zweithöchste Relevanz zugeschrieben. Diese Ausschüttungsform wird von den befragten Unternehmen jedoch als tendenziell „weniger wichtig“ betrachtet. Von niedrigster Relevanz wird aus Sicht der Unternehmen die Ausschüttungsform der Sonderdividende beurteilt. Bei letztgenannter Ausschüttungsalternative wurden in allen drei Zeitperspektiven die niedrigsten Mittelwerte ermittelt. Bei einem Vergleich der Veränderungen der Mittelwerte im Zeitablauf wird des Weiteren ersichtlich, dass die Ausschüttungsformen Dividende und Aktienrückkauf an Bedeutung gewinnen, während die Mittelwerte der Ausschüttungsform Sonderdividende bei zeitlichem Vergleich ein etwa gleich hohes Niveau aufweisen. Insgesamt betrachtet ist festzustellen, dass aus interner Sicht die Dividende als die bedeutendste Ausschüttungsform zu betrachten ist.

Aus externer Perspektive wird der Ausschüttungsform Dividende in jeder Zeitperspektive die höchste Bedeutung beigemessen. Innerhalb der Ausschüttungsform Dividende wird der Zeitperspektive Zukunft mit einem Mittelwert von 3,27 die höchste Bedeutung zugerechnet. Mit Mittelwerten von 2,14 bis 2,74 in den jeweiligen Zeitperspektiven folgt auf dem zweiten Rang die Ausschüttungsform Aktienrückkauf. Auch hier wird der Zeitperspek-

RELEVANZ DER AUSSCHÜTTUNGSFORMEN – UNTERNEHMEN

Aus Perspektive der Unternehmen erweisen sich die vergangenen, gegenwärtigen und zukünftigen Dividenden als die wichtigsten Ausschüttungsformen.

Legende
n = Stichprobenumfang ohne $n_{k.A.m}$ | s_x = Standardabweichung | me = Median | $n_{k.A.m.}$ = Anzahl der Nennungen „keine Aussage möglich“
MW = Mittelwert | ■ Dividende | ■ Sonderdividende | ■ Aktienrückkauf

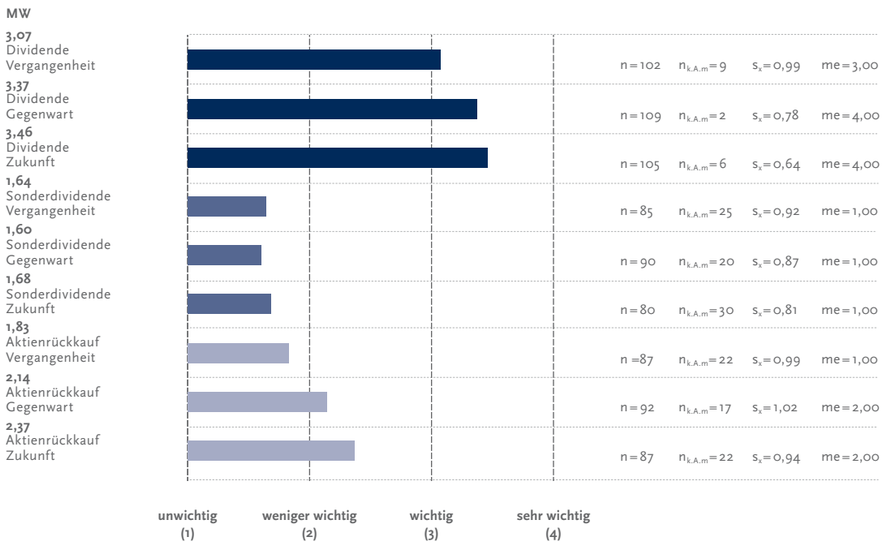


Abb. 23: Relevanz der Ausschüttungsformen aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

RELEVANZ DER AUSSCHÜTTUNGSFORMEN – INVESTMENT PROFESSIONALS

Aus Perspektive der Investment Professionals wird sowohl die Dividende als auch der Aktienrückkauf für die Zeitperspektiven Gegenwart und Zukunft als „wichtig“ für die Beurteilung der Ausschüttungspolitik erachtet.

Legende
n = Stichprobenumfang ohne $n_{k.A.m}$ | s_x = Standardabweichung | me = Median | $n_{k.A.m.}$ = Anzahl der Nennungen „keine Aussage möglich“
MW = Mittelwert | ■ Dividende | ■ Sonderdividende | ■ Aktienrückkauf

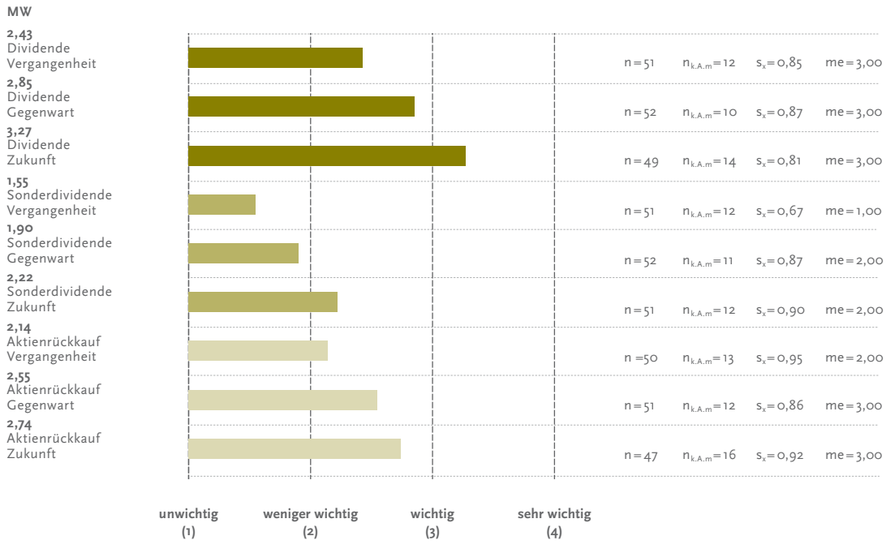


Abb. 24: Relevanz der Ausschüttungsformen aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

tive Zukunft die höchste Relevanz mit 68,0 % der Antworten in den Kategorien „wichtig“ sowie „sehr wichtig“ beigemessen. Bei einem Vergleich der jeweils festgestellten Mittelwerte in den einzelnen Zeitperspektiven kann die geringste Relevanzeinschätzung bei der Ausschüttungsform Sonderdividende festgestellt werden. Bei Betrachtung der Veränderungen der Relevanzbeurteilungen im Zeitablauf ist zu erkennen, dass alle Ausschüttungsformen im Mittel an Bedeutung gewinnen.

Die Ausschüttungsform der Dividende wird von Unternehmen tendenziell relevanter eingeschätzt als von Investment Professionals. Im Gegenzug messen die Unternehmen der Ausschüttungsform des Aktienrückkaufs in der Tendenz eine geringere Relevanz bei als Investment Professionals. Die Ausschüttungsform der Sonderdividende wird sowohl von Unternehmen als auch von Investment Professionals als eher „weniger wichtig“ beurteilt.

Dividendenpolitische Strategien

Die Strategien kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik (33,8 %) und stabile Ausschüttungsquoten (33,8 %) werden von den Unternehmen am häufigsten verfolgt. 26,8 % der Unternehmen legen ferner die Strategie der stabilen Dividendenpolitik bei der Gestaltung der Ausschüttungspolitik zugrunde. Die Strategien residuale Dividendenpolitik sowie niedrige stabile Dividenden und Sonderausschüttung am Ende des Geschäftsjahres können als vernachlässigbar eingestuft werden.

Von den Investment Professionals werden vor allem die beiden dividendenpolitischen Strategien kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik (32,1 %) sowie stabile Ausschüttungsquoten (30,2 %) präferiert. Mit einem Anteil von 18,9 % folgt die Strategie einer stabilen Dividendenpolitik. Zuletzt wurden mit jeweils 5,7 % die beiden dividendenpolitischen Strategien niedrige stabile Dividenden und Sonderausschüttung am Ende des Geschäftsjahres sowie residuale Dividendenpolitik gewählt.

Die dividendenpolitischen Strategien werden von Unternehmen und Investment Professionals in gleichgerichteter Weise genannt. Als bedeutendste dividendenpolitische Strategien werden aus interner und externer Perspektive die kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik und stabile Ausschüttungsquoten eingestuft. Auf dem dritten Rang folgt die Verfolgung einer stabilen Dividendenpolitik. Die übrigen dividendenpolitischen Strategien spielen aus externer und interner Sicht dagegen eine untergeordnete Rolle.

Motive für Aktienrückkaufprogramme

Von den antwortenden Unternehmen wird die höchste Relevanz dem Motiv Unterbewertung eigener Aktien (MW = 3,18) beigemessen. Von 80,6 % der Befragten wird dieses Motiv mit mindestens „wichtig“ beurteilt. Neben der Unterbewertung eigener Aktien können u. a. die Motive Ausschüttung überschüssiger Liquidität (MW = 3,08), Kapitalstrukturgestaltung (MW = 3,02), Nutzung der eigenen Aktien als Akquisitionswährung (MW = 2,95) und positives Signalling-Instrument (MW = 2,92) als „wichtig“ eingestuft werden. Die genannten Motive werden von über 68 % der Unternehmen als mindestens „wichtig“ erachtet. Des Weiteren

DIVIDENDENPOLITISCHE STRATEGIEN AUS SICHT DER UNTERNEHMEN UND INVESTMENT PROFESSIONALS

Die Unternehmen präferieren eine kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik, stabile Ausschüttungsquoten sowie eine stabile Dividendenpolitik. Die Investment Professionals bevorzugen insbesondere eine kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik sowie stabile Ausschüttungsquoten.

n = 142 (Stichprobenumfang) (Mehrfachnennungen möglich)

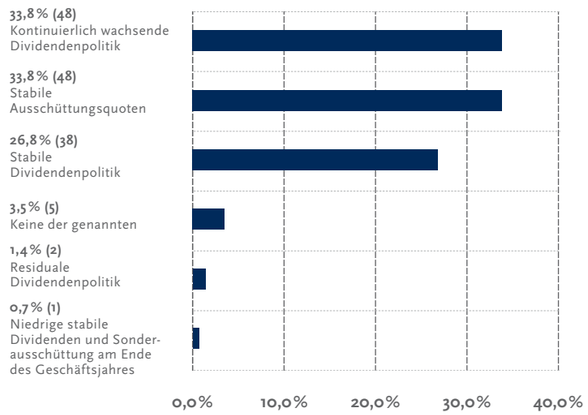


Abb. 25: Dividendenpolitische Strategien aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

n = 53 (Stichprobenumfang)

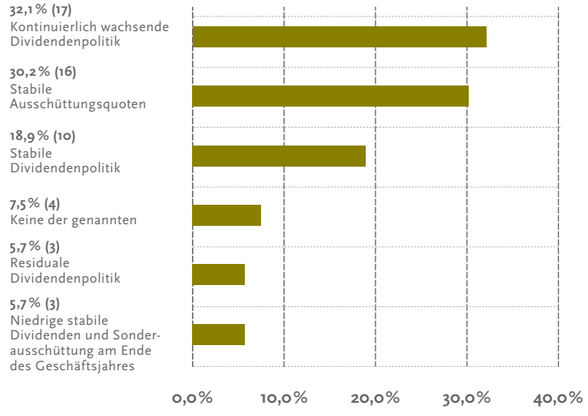


Abb. 26: Dividendenpolitische Strategien aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

werden die Motive Verbesserung der Earnings per Share (MW = 2,69), Alternative zur Dividendenausschüttung (MW = 2,67), Abwehr einer (feindlichen) Übernahme (MW = 2,61) sowie das Motiv Erhöhung der Flexibilität der Ausschüttungspolitik (MW = 2,51) aus interner

Sicht als „wichtig“ eingeschätzt. Von mindestens 50 % der Unternehmen werden die Antworten hierbei auf die Antwortalternativen „wichtig“ sowie „sehr wichtig“ verteilt. Die geringste Relevanz wird dem Motiv Bedienung von Aktienoptionsprogrammen (MW = 2,27) beigemessen.

Die befragten Investment Professionals messen den kapitalmarktorientierten Motiven Unterbewertung des Unternehmens (MW = 3,34) sowie Verbesserung der Earnings per Share (MW = 3,08) eine besonders hohe Relevanz bei. Diese werden von über 80 % der befragten Investment Professionals als mindestens „wichtig“ beurteilt. Neben den beiden genannten Motiven von Aktienrückkaufprogrammen kann die Gruppe der für „wichtig“ eingestuften Beweggründe mit Mittelwerten im Bereich von 2,90 bis 2,94 gebildet werden. In dieser Gruppe werden folgende Motive genannt: positives Signalling Instrument (MW = 2,94), Ausschüttung überschüssiger Liquidität (MW = 2,94), Kapitalstrukturgestaltung (MW = 2,94), Bedienung von Aktienoptionsprogrammen (MW = 2,91) sowie Nutzung der eigenen Aktien als Akquisitionswährung (MW = 2,90). Mit einem Mittelwert von 2,67 bzw. 2,65 folgen die beiden Motive Erhöhung der Flexibilität der Ausschüttungspolitik (MW = 2,67) und Alternative zur Dividendenausschüttung (MW = 2,65). Von geringster Relevanz wird von den befragten Investment Professionals das Motiv Abwehr einer (feindlichen) Übernahme mit einem Mittelwert von 2,53 eingestuft.

Sowohl aus externer als auch aus interner Sicht werden die Motive für die Durchführung von Aktienoptionsprogrammen – mit Ausnahme des Motives Bedienung von Aktienoptionsprogrammen aus interner Sicht – als in der Tendenz „wichtig“ eingestuft. Die Unterbewertung des Unternehmens stellt sowohl für Unternehmen als auch für Investment Professionals das bedeutendste Motiv für die Durchführung eines Aktienrückkaufs dar.

MOTIVE FÜR AKTIENRÜCKKAUFPROGRAMME AUS SICHT DER UNTERNEHMEN

Aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals wird die Unterbewertung eines Unternehmens als das entscheidende Motiv für Aktienrückkaufprogramme betrachtet.

Legende
n = Stichprobenumfang ohne $n_{k.A.m}$ | s_x = Standardabweichung | me = Median | $n_{k.A.m.}$ = Anzahl der Nennungen „keine Aussage möglich“
MW = Mittelwert

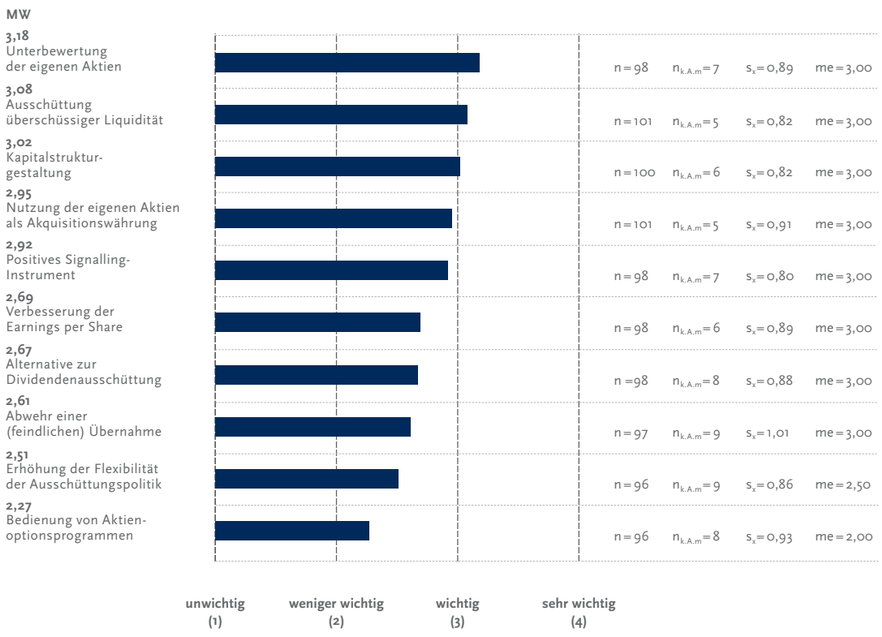


Abb. 27: Motive für Aktienrückkaufprogrammen aus Sicht der Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

MOTIVE FÜR AKTIENRÜCKKAUFPROGRAMME AUS SICHT DER INVESTMENT PROFESSIONALS

Legende
n = Stichprobenumfang ohne $n_{k.A.m}$ | s_x = Standardabweichung | me = Median | $n_{k.A.m.}$ = Anzahl der Nennungen „keine Aussage möglich“
MW = Mittelwert

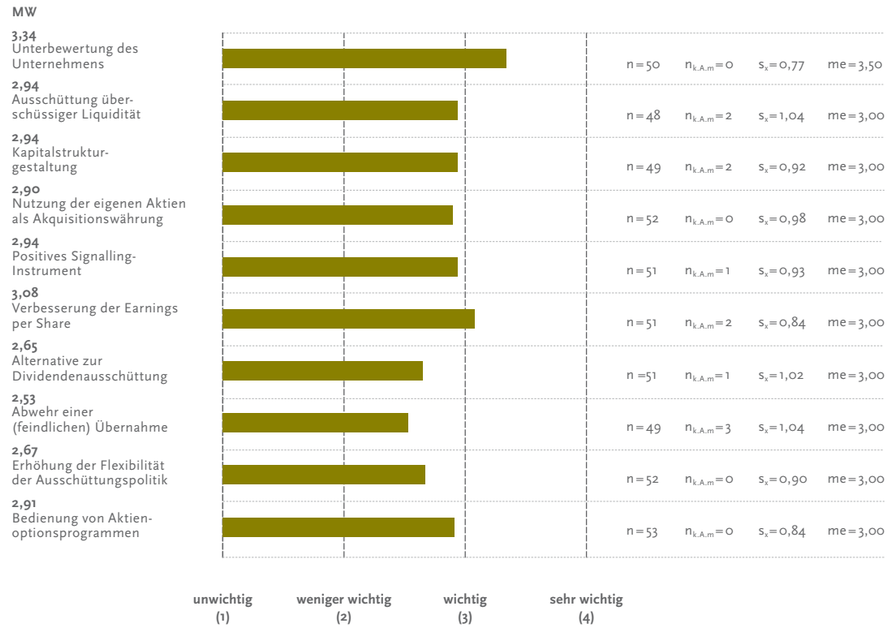


Abb. 28: Motive für Aktienrückkaufprogrammen aus Sicht der Investment Professionals (Quelle: Eigene Darstellung)

Managementvergütung und Ausschüttungspolitik

In den Managementvergütungssystemen ist bei der Mehrzahl der Unternehmen eine variable Vergütungsstruktur vorgesehen. Die Barvergütung ist hierbei das vorherrschende variable Managementvergütungsinstrument, gefolgt von Aktienoptionsprogrammen. Als Bemessungsgrundlage dient vorzugsweise das jeweilige Periodenergebnis. Es konnte ferner gezeigt werden, dass diejenigen Indikatoren, die sowohl als Bemessungsgrundlage verwendet werden als auch eine Determinante der Ausschüttungspolitik darstellen in ihrer Bedeutung unterschiedlich eingeschätzt werden.

Bei der Ausgestaltung der Managementvergütungssysteme liegt bei der Mehrzahl der Unternehmen (92,6 %) eine variable Vergütungsstruktur vor. In 6,8 % der Unternehmen werden Sachbezüge als Anreizmechanismus verwendet. Als Formen der variablen Vergütung werden von den Unternehmen mit 58,3 % die Barvergütung (h = 95), mit 27,0 % Aktienoptionsprogramme (h = 44), mit 8,6 % Performance Shares (h = 14) sowie mit 2,5 % Restricted Shares (h = 4) eingesetzt. Obwohl 27,0 % der befragten Unternehmen Aktienoptionsprogramme als Bestandteil der variablen Managementvergütung einsetzen, wird aus Perspektive der Unternehmen die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen als ein „weniger wichtiges“ Motiv bei der Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen betrachtet. Zu den sechs Antworten (3,7 %) der variablen Vergütung in der Kategorie Sonstige wird auf Tab. 2 verwiesen. Hier zeigt sich, dass als variable Vergütung zusätzlich Phantom Shares, Boni, Management-Buy-Out (MBO), Sach- und sonstige Bezüge sowie Stock Appreciation Rights eingesetzt werden.

Ferner zeigen die Befunde, dass die Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung am häufigsten auf dem Periodenergebnis (29,8 %) basiert. Relativ häufig werden auch die Bemessungsgrundlagen Aktienkurs (18,8 %) und Gesamtkapitalrendite (16,8 %) genannt. Mit eher geringen Anteilen werden die Bemessungsgrundlagen Earnings per Share (EPS) von 8,2 % (h = 17) und Dividende von 3,8 % der Unternehmen (h = 8) eingesetzt. Zudem können 47 Nennungen der Befragten in der Kategorie

AUSGESTALTUNG DER MANAGEMENTVERGÜTUNGSSYSTEME

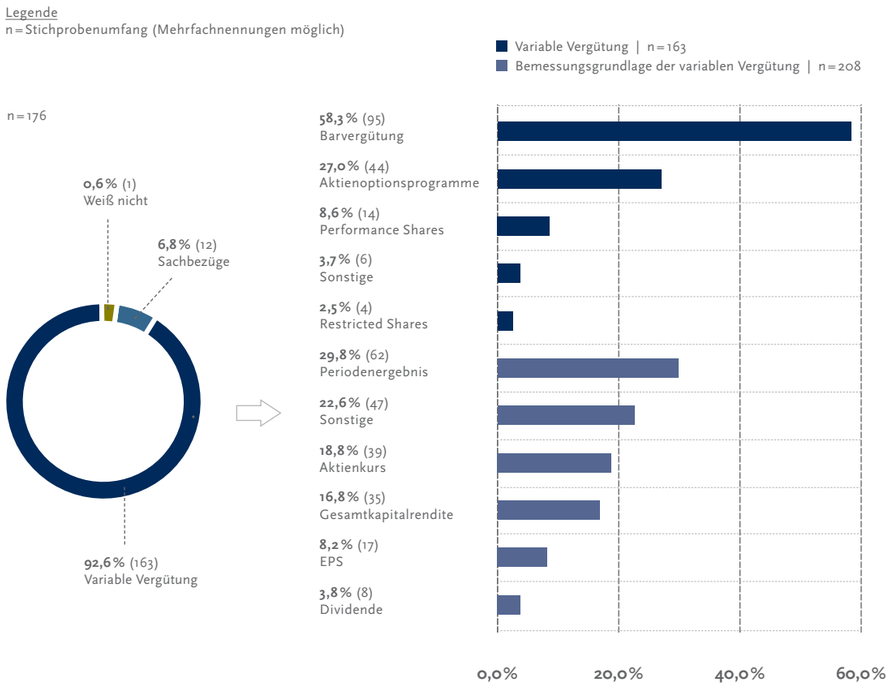


Abb. 29: Ausgestaltung der Managementvergütungssysteme (Quelle: Eigene Darstellung)

VARIABLE VERGÜTUNG		BEMESSUNGSGRUNDLAGE DER VARIABLEN VERGÜTUNG			
Kategorie Sonstige	**Anzahl**	**Kategorie Sonstige**	**Anzahl**	**Kategorie Sonstige**	**Anzahl**
Phantom Shares	2	10 % persönliche Ziele	1	Net Sales	1
Bonus	1	Auftragseingang	1	Operative Ziele	1
MBO	1	Bestimmte, festgelegte Geschäftsziele	1	Persönliche Leistung	1
Sach- und sonstige Bezüge	1	Betriebsergebnis nach US-GAAP	1	Persönliche Ziele des Bereichsvorstandes	1
Stock Appreciation Right (Barausgleich, kein Bezug von Aktien)	1	CVA	1	Qualitative Ziele	1
		Deckungsbeitrag	1	Return On Sales	1
		Eigenkapitalrendite	1	Umsatz	1
		EVA	5	Umsatzrendite	1
		Exiterlöse der Beteiligungsverkäufe	1	Umsatzwachstum	2
		(Free) Cash Flow	7	Unternehmensentwicklung	1
		Individuelle Zielerreichung	8	Unterschreitung Capex-Ziel	1
		Individuelle Zielfestlegung je Manager inkl. qualitativer Kriterien	1	Wachstum	1
		Jahresüberschuss	1	Wertbeiträge des Konzerns	1
		Kennzahlen	1	Zielvereinbarungen	1
		Kundenzufriedenheitsindex	1		
Gesamte Anzahl der Nennungen: 6		**Gesamte Anzahl der Nennungen: 47**			

Tab. 2: Ausgestaltung des Managementvergütungssystems – Kategorie Sonstige (Quelle: Eigene Darstellung)

Sonstige (22,6 %) verzeichnet werden. Die einzelnen Nennungen in der Antwortkategorie Sonstige sind in Tab. 2 ausführlich dargestellt. Hier zeigt sich, dass insbesondere die individuelle Zielerreichung (h = 8), der (Free) Cash Flow (h = 7) sowie der Economic Value Added (EVA) (h = 5) als Bemessungsgrundlagen dienen. Des Weiteren wurde nach dem Vorhandensein eines Dividendenschutzes für mögliche Aktienoptionsprogramme des Managements gefragt.

Als Ergebnis zeigt sich, dass die Unternehmen mehrheitlich (61,5 %) nicht über einen Dividendenschutz für mögliche Aktienoptionsprogramme des Managements verfügen. Lediglich bei 7,3 % der Unternehmen kann ein Schutz für mögliche Aktienoptionsprogramme des Managements nachgewiesen werden.

Bei einem Vergleich der einzelnen Bemessungsgrundlagen der variablen Managementvergütung mit der Relevanzeinschätzung der Determinanten der Ausschüttungspolitik ist folgendes festzustellen:

- Bei 29,8 % der befragten Unternehmen dient das Periodenergebnis als Bemessungsgrundlage für die variable Managementvergütung. Bei Betrachtung der Relevanzeinschätzung der erfolgsorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik ist zu erkennen, dass auch die Unternehmen das Periodenergebnis in Form des Konzernjahresüberschusses als „sehr wichtig“ einstufen.
- Der Aktienkurs, der bei 18,8 % der befragten Unternehmen als Bemessungsgrundlage der variablen Managementvergütung eingesetzt wird, wird von den Unternehmen als „wichtige“ Determinante der Ausschüttungspolitik betrachtet.
- Die Kapitalrendite, die bei 16,8 % der antwortenden Unternehmen als Bemessungsgrundlage für die variable Managementvergütung dient, wird als „wichtige“ Determinante der Ausschüttungspolitik eingestuft.
- Der Cash Flow, der bei fünf antwortenden Unternehmen als Bemessungsgrundlage der variablen Managementvergütung eingesetzt wird, sowie der Free Cash Flow, der bei zwei weiteren Unternehmen als Bemessungsgrundlage dient, erweisen sich als „wichtige“ Determinanten der Ausschüttungspolitik.
- Die Variable Earnings per Share wird als „wichtige“ Determinante der Ausschüttungspolitik klassifiziert. Als Bemessungsgrundlage der variablen Managementvergütung spielt diese Determinante jedoch eine vernachlässigbare Rolle.
- Die wertorientierten Kennzahlen, die aus Perspektive der Unternehmen als „weniger wichtige“ Determinanten der Ausschüttungspolitik eingestuft werden, dienen bei sieben befragten Unternehmen als Bemessungsgrundlage der variablen Managementvergütung.
- Die Variable Wachstum, die lediglich bei drei Unternehmen als Bemessungsgrundlage eingesetzt wird, wird aus Sicht der Unternehmen als „wichtige“ Determinante der Ausschüttungspolitik eingestuft.
- Die Dividende, die sich als die wichtigste Ausschüttungsform erweist, dient lediglich bei 3,8 % der befragten Unternehmen als Bemessungsgrundlage der variablen Managementvergütung.

Folglich ist zusammenfassend festzustellen, dass eine Diskrepanz zwischen der Relevanzeinschätzung der einzelnen Determinanten der Ausschüttungspolitik und den Bemessungsgrundlagen für die variable Managementvergütung in den Unternehmen besteht. Es bleibt somit eine offene Frage, ob und inwieweit sich die Manager nachhaltig dem Ziel verpflichtet sehen, investorenorientierte Maßnahmen zur Gestaltung der Ausschüttungspolitik zu treffen, wenn gleichzeitig andere Bemessungsgrundlagen in den Anreizsystemen im Vordergrund stehen.

DIVIDENDENSCHUTZ FÜR MÖGLICHE AKTIENOPTIONSPROGRAMME DES MANAGEMENTS

n = 96 (Stichprobenumfang)

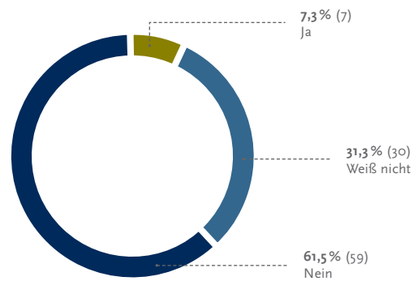


Abb. 30: Dividendenschutz für mögliche Aktienoptionsprogramme des Managements (Quelle: Eigene Darstellung)

++

ausblick

Seite 42
++ Fazit und Ausblick ++

Fazit und Ausblick

Die unternehmensbezogenen Einflussfaktoren, insbesondere die erfolgs- sowie die liquiditätsorientierten Determinanten, werden als die wesentlichen Einflussfaktoren der Ausschüttungspolitik betrachtet. Dabei werden jedoch einzelne Determinanten aus interner und externer Perspektive signifikant unterschiedlich eingestuft. Ferner zeigt sich, dass die Dividende weiterhin die bedeutendste Ausschüttungsform darstellt. Auch künftig stellt die Ausschüttungspolitik eine wichtige Managemententscheidung dar, die in der Unternehmenspraxis und betriebswirtschaftlichen Theorie intensiv diskutiert werden wird.

Aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals werden die unternehmensbezogenen Determinanten der Ausschüttungspolitik als überwiegend entscheidungsrelevant eingestuft. Demgegenüber werden die makroökonomischen Determinanten aus interner und externer Sicht als meist nicht entscheidungsrelevant eingeschätzt. Während sich die branchenbezogene Determinante sowie die anteilseignerorientierten Determinanten aus Perspektive der Unternehmen als nicht entscheidungsrelevant erweisen, erachten die Investment Professionals die branchenbezogene Determinante als entscheidungsrelevant. Für die orientierten Determinanten kann aus externer Sicht keine klare Entscheidung getroffen werden; fünf Determinanten werden als entscheidungsrelevant eingestuft, fünf Determinanten als nicht entscheidungsrelevant.

Die höchste Relevanz messen die Investment Professionals den liquiditätsorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik bei. Aus Sicht der Unternehmen zeigt sich demgegenüber, dass der Konzernjahresüberschuss als die wichtigste Determinante der Ausschüttungspolitik eingestuft wird. Besonders auffällig gestaltet sich, dass die Relevanz der rechtlich maßgeblichen Determinante Jahresüberschuss (Einzelabschluss) als geringer eingeschätzt wird. Die Investment Professionals erachten diese Determinante sogar lediglich als tendenziell „weniger wichtig". Der Vergleich der Ausgestaltung der Managementvergütungssysteme mit der jeweiligen Relevanzeinschätzung der einzelnen Determinanten der Ausschüttungspolitik zeigt darüber hinaus, dass hierbei eine gewisse Diskrepanz zu erkennen ist.

Aufbauend auf der Untersuchung der einzelnen Determinanten der Ausschüttungspolitik wurde der Frage nach der (präferierten) Gestaltung der Ausschüttungspolitik nachgegangen. Sowohl aus Sicht der Unternehmen als auch der Investment Professionals wird die Dividende als die wichtigste Ausschüttungsform betrachtet, gefolgt vom Aktienrückkauf und der Sonderdividende. Bei Betrachtung der Zeitperspektive zeigt sich zudem, dass insbesondere die Ausschüttungsform des Aktienrückkaufs, die vorzugsweise bei einer Unterbewertung des Unternehmens eingesetzt wird, an Bedeutung gewonnen hat und gewinnen wird.

Ein Vergleich der beiden Perspektiven ergibt, dass die Determinanten der Ausschüttungspolitik von Unternehmen und Investment Professionals als unterschiedlich relevant eingeschätzt werden. Auch die Relevanz der jeweiligen Ausschüttungsformen wird zwischen interner und externer Perspektive signifikant unterschiedlich beurteilt. Dagegen werden die Motive für Aktienrückkaufprogramme lediglich in 20 % der Fälle signifikant unterschiedlich in Abhängigkeit von der jeweiligen Perspektive der Befragten eingeschätzt.

Als Fazit der vorliegenden Studie lässt sich demnach festhalten, dass die unternehmensbezogenen Einflussfaktoren, insbesondere die erfolgs- und die liquiditätsorientierten Determinanten, als die wesentlichen Determinanten der Ausschüttungspolitik aus Perspektive der Unternehmen und Investment Professionals zu betrachten sind. Die genauere Analyse ergibt jedoch, dass die einzelnen Determinanten der Ausschüttungspolitik aus Perspektive der Unternehmen und Investment Professionals teilweise signifikant unterschiedlich eingestuft werden. Ferner zeigt sich, dass sich die Dividende weiterhin als eine bedeutende Ausschüttungsform darstellt.

Die ermittelten Befunde verdeutlichen zudem, dass sich sowohl die Determinanten als auch die Gestaltung der Ausschüttungspolitik im Wandel befinden. Insofern ist auch künftig eine intensive Diskussion zwischen Theorie und Praxis erforderlich, durch die weiterer Forschungsbedarf generiert werden wird.

Ihre Notizen

Hier können Sie Ihre Anmerkungen und Ideen notieren.

Impressum

ANSPRECHPARTNER

Kirchhoff Consult AG
Stv. Vorstandsvorsitzende und Geschäftsführerin
Kirchhoff Consult AG

Petra Nix
Arosastrasse 7
8008 Zürich
Schweiz

T +41 44 38 58 0 20
F +41 44 38 58 0 28

Weinstrasse 5
80333 München
Deutschland

T +49 89 54 24 49 0
F +49 89 54 24 49 20

Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg
Lehrstuhl für Rechnungswesen und Controlling

Prof. Dr. Thomas M. Fischer
Lange Gasse 20
90403 Nürnberg
Deutschland

T +49 911 53 02 213
F +49 911 53 02 445

KONZEPTION UND GESTALTUNG

Kirchhoff Consult AG
München

www.controlling.wiso.uni-erlangen.de
www.kirchhoff.de