

**c. andres • a. betzer • i. van den bongard • c. haesner •
e. theissen**

**dividend announcements reconsidered:
dividend changes versus dividend surprises**

CFR working paper 12-03

In der Literatur besteht weitgehend Konsens darüber, dass Dividendenankündigungen bewertungsrelevante Informationen enthalten. Entsprechend sollte der Aktienkurs auf die Ankündigung einer Dividendenänderung reagieren. Auf einem informationseffizienten Kapitalmarkt sollte es allerdings nur insoweit zu einer Kursreaktion kommen, wie die angekündigte Dividende von den Erwartungen der Marktteilnehmer abweicht. Es ist daher erforderlich, den unerwarteten Anteil der Dividendenankündigung zu identifizieren. Bei der Analyse des Informationsgehalts von Dividendenankündigungen wird in der empirischen Literatur zumeist angenommen, dass jede Veränderung der Dividende unerwartet ist. Damit wird implizit ein naives Prognosemodell unterstellt, bei dem die Marktteilnehmer erwarten, dass die Dividende der des Vorjahres entspricht. Angesichts der Tatsache, dass eine Vielzahl von Aktienanalysten regelmäßig Schätzungen zukünftiger Unternehmensgewinne und Dividenden veröffentlichen, ist ein solches naives Prognosemodell wenig realistisch. Um den unerwarteten Teil der Dividendenankündigung zu identifizieren, verwenden wir in der Studie daher die Differenz zwischen der tatsächlich angekündigten Dividende und der Markterwartung in Form von Analystenschätzungen. Die Erwartungen lassen sich dem Institutional Brokers' Estimate System (I/B/E/S) entnehmen. Unsere Ergebnisse zeigen, dass der Aktienkurs auf den unerwarteten Teil der Dividendenankündigung (d.h. auf die Dividendenüberraschung) reagiert, jedoch nicht auf die Änderung der Dividende per se. Daraus ergibt sich, dass der in dieser Studie gewählte Ansatz für die Berechnung der Dividendenüberraschung, welcher die Markterwartung (approximiert durch die I/B/E/S Analystenprognosen) berücksichtigt, dem naiven Ansatz vorzuziehen ist. In der weiteren Regressionsanalyse finden wir sowohl empirische Evidenz für die Cash Flow Signaling Hypothese als auch für Klienteleffekte. Ebenfalls lassen unsere Ergebnisse auf einen nicht-linearen Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Aktienkursreaktion auf Dividendenüberraschungen schließen. Hingegen finden wir keine Anhaltspunkte für ein Erklärungspotential der Free Cash Flow – Hypothese hinsichtlich der untersuchten Werteffekte.