

c. andres • m. doumet • e. fernau • e. theissen
the Lintner model revisited: dividends versus total payouts
CFR working paper 14-02

Unternehmen können erwirtschaftete Überschüsse an ihre Aktionäre ausschütten, indem sie entweder Dividenden zahlen oder eigene Aktien zurückkaufen. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob Dividenden und Rückkäufe perfekte Substitute sind, oder ob es Faktoren gibt, die einen systematischen Einfluß auf die Wahl der Ausschüttungsform haben. Hier könnte zum einen die steuerliche Behandlung von Dividenden und Rückkäufen eine Rolle spielen. Zum anderen wurde die Hypothese entwickelt, daß Rückkäufe zur Ausschüttung einmaliger Überschüsse dienen während eine Dividendenänderung dann in Betracht gezogen wird, wenn das Management von einer nachhaltigen Änderung der Ertragslage ausgeht. Dies wird als Flexibilitätshypothese bezeichnet (Jagannathan et al. 2000).

Der vorliegende Beitrag untersucht diese Frage empirisch anhand dynamischer Panel-Modelle. Datengrundlage ist eine Stichprobe von mehr als 400 deutschen Unternehmen, die über den Zeitraum 1988-2008 betrachtet werden. Während bis 1998 Rückkäufe faktisch verboten waren, sind sie seitdem bei Vorliegen einer entsprechenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung erlaubt. Wir können daher untersuchen, wie sich die Möglichkeit des Rückkaufs eigener Aktien auf das Ausschüttungsverhalten auswirkt.

Die methodische Grundlage unserer Arbeit ist das Partial-Adjustment-Modell von Lintner (1956). Wir erweitern es dahingehend, daß wir erstens Rückkäufe mit einbeziehen und zweitens die Möglichkeit eines Strukturbruchs im Jahr 1998 in Betracht ziehen. Unsere Ergebnisse deuten klar darauf hin, daß Dividenden und Rückkäufe keine perfekten Substitute sind. Steuerliche Aspekte scheinen für die Wahl zwischen Dividenden und Rückkäufen von untergeordneter Bedeutung zu sein. Dagegen finden wir deutliche Hinweise für die Gültigkeit der Flexibilitätshypothese. Deutsche Unternehmen scheinen Rückkäufe tendenziell dazu zu verwenden, einmalige, aber eben nicht nachhaltig erzielbare Überschüsse an ihre Aktionäre auszuschütten.