Die Dividendenrendite als Einflussfaktor der Marktbewertung von Schweizer Unternehmen

Bachelorarbeit

Eingereicht am 10. Juni 2013

Universität Zürich

Institut für Banking und Finance

Lehrstuhl für Corporate Finance

Prof. Alexander Wagner, Ph.D.

Verfasst von

Gian Andri Huber

Executive Summary

Problemstellung

Bei diversen Unternehmen und Privatpersonen besteht ein grosser Bedarf an direkten und indirekten Investitionen in verschiedene Produkte, sei dies zur Schaffung von finanziellen Mehrwerten oder zur finanziellen Absicherung. Für eine möglichst zielorientierte Investition werden dabei für die Analyse der diversen Produkte auf verschiedene Modelle und Kennzahlen zurückgegriffen. Vor allem in wirtschaftlich kritischen Zeiten wird die Dividendenrate als ein Indikator für solche Analyse herangezogen. Dabei geht man davon aus, dass Unternehmen mit einer hohen Dividendenausschüttung sichere und gewinnbringende Investitionen darstellen. Dieses Phänomen wurde bereits von diversen Akademikern und Analysten untersucht, wobei es zu verschiedenen Schlussfolgerungen kam. So fanden einerseits Litzenberger und Ramaswamy (1979) heraus, dass es für den amerikanischen Markt anscheinend einen direkten Zusammenhang zwischen der Dividendenrate und der Kursrendite gibt. Ihre Aussagen wurden von Lemmon und Nguyen (2008) für den Hongkonger-Markt bestätigt. Black und Scholes (1974) kamen zu einem anderen Schluss. Sie untersuchten ebenfalls den Zusammenhang zwischen der Dividendenrate und der Kursrendite und konnten langfristig keinen Zusammenhang zwischen diesen beiden Kennzahlen feststellen. Es scheinen somit verschiedene Ansichten zu dieser Thematik zu existieren. Nun stellt sich die Frage, in wie fern ein solcher Zusammenhang zwischen der Ausschüttung von Unternehmen und ihrer Kursrendite für den Schweizer Markt besteht.

Vorgehen

Diese Arbeit versucht diesen Zusammenhang für den für die an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen zu untersuchen. Um eine repräsentative Menge an kotierten Titel zu erhalten, wurde der Swiss Performance Index als Grundmenge für die Analyse gewählt.

Die Analyse gliedert sich in drei Phasen. In einem ersten Schritt wurden die Titel basierend auf ihrer individuellen Dividendenrenditen einem von elf Portfolios zugeiteilt. Anschliessend wurden die monatlichen Kurs- und Dividendenrenditen der Portfolios berechnet. Dank eines gleichgewichteten Ansatzes kann dabei sichergestellt werden, dass nicht einzelne grosse Titel die Kennzahlen der Portfolios zu stark beeinflussen. Als Basis für die Berechnung wurde ein Return Index gewählt. Dadurch

wurde gewährleistet, dass Dividenden in die eigenen Titel wieder reinvestiert wurden und somit neben der eigentlichen Kursrendite auch die Dividendenrendite berücksichtigt wird. In einem zweiten Schritt wurden die erhaltenen Kursrenditen auf die Renditefaktoren des Capital Asset Pricing Models und eines Vier-Faktoren-Modells regressiert. Nach der Regression konnten mittels dieser zwei Modelle die theoretischen Kursrenditen und anschliessend die daraus folgenden Überrenditen berechnet werden. Durch das Verwenden von zwei unterschiedlichen Modellen kann einerseits sichergestellt werden, dass es nicht zu modellspezifischen Verzerrungen kommt und andererseits ermöglicht uns dieses duale System eine breitere und vertiefte Analyse der Beeinflussung der Kursrendite durch die Dividendenrate. In einem letzten Schritt wurden die erhaltenen Überrenditen auf die jeweiligen Dividendenrenditen der Portfolios regressiert.

Resultate und allgemeine Beurteilung

Bei der Konstruktion der Portfolios und der anschliessenden Berechnung der Kursrenditen erhielten wir sowohl negative als auch positive durchschnittliche Renditen. Die tiefste Rendite generierte dabei das Portfolio mit der höchsten Dividendenrendite. Bei Betrachtung aller Portfolios kann mit abnehmender Dividendenrate eine Zunahme der Kursrendite festgehalten werden. Interessanterweise generiert das Portfolio, welches keine Dividenden ausschüttet, nicht die höchste Rendite. Bei der Regression der erhaltenen Kursrenditen auf die jeweiligen Dividendenrenditen konnte eine Beeinflussung ermittelt werden, welche jedoch nur schwach ausgeprägt ist. Die anschliessende Regression der Kursrenditen auf die Modellfaktoren ermöglichte eine Berechnung der theoretisch zu erwartenden Kursrenditen. Für das CAPM konnten keine signifikanten Abweichungen zwischen den Portfolios festgestellt werden. Beim Vier-Faktoren-Modell hingegen können wir wie bereits bei den tatsächlichen Kursrenditen mit abnehmender Dividendenrate eine Zunahme in der durchschnittlichen Kursperformance festhalten. Hinzuzufügen ist, dass wir in beiden Modellen für alle Portfolios positive durchschnittliche Kursrenditen erhielten. Dies macht sich dementsprechend auch bei den Berechnungen der Überrenditen der jeweiligen Portfolios bemerkbar. Hier erhielten wir für die Portfolios mit einer hohen Dividendenrate negative Überrenditen. Für das Portfolio mit der höchsten Dividendenrendite erhielten wir sogar einen signifikant negativen Wert von -1.43%. Insgesamt können wir aber den negativen Zusammenhang zwischen der Kurs- und der Dividendenrendite, welchen wir bei der tatsächlichen Kursrendite festgestellt haben, bestätigen. Bei der abschliessenden Analyse der Beeinflussung der Überrenditen

durch die Dividendenrenditen wurde für alle Portfolios in beiden Modellen ein negativer Zusammenhang festgestellt. Das heisst, dass die Dividendenrendite die Überrenditen insgesamt negativ beeinflussen. Hinzuzufügen ist, dass diese Beziehung jedoch nur schwach ausgeprägt ist und dadurch die Bewegungen der Überrenditen nur teilweise durch die Dividendenrenditen erklärt werden können.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass durch die Portfoliokonstruktion basierend auf Dividendenrenditen positive Kurs- und insbesondere Überrenditen generiert werden können und eine direkte, wenn auch nur schwache, Beeinflussung der Kursrenditen durch die Dividendenrendite stattfindet.