

Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Fachseminar Finanzwirtschaft: Dividendenpolitik

Dozent: Prof. Dr. Heiko Jacobs

Wintersemester 2020/21

### Nehmen Dividendenzahlungen im Zeitablauf tatsächlich ab?

Robert Hennings

Matrikel-Nr.: XXXXXXXXXX  
5. FS BWL, B. Sc.

Abgabe: 22.01.2021

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	II
Abbildungsverzeichnis .....	III
Anhangsverzeichnis.....	III
Abkürzungsverzeichnis.....	IV
1 Einleitung .....	1
2 Grundlagen .....	2
2.1. Definition grundlegender Begriffe .....	2
2.2. Bedeutung und Einordnung der Dividendenpolitik .....	3
3 Internationale Entwicklung der Dividendenausschüttung.....	3
3.1. Die Dividende im Zeitverlauf: Der US-amerikanische Kapitalmarkt .....	3
3.2. Die Dividende im Zeitverlauf: Internationale Kapitalmärkte .....	6
3.3. Konzentration der Dividenden am US-amerikanischen Kapitalmarkt.....	9
3.4. Konzentration der Dividenden an internationalen Kapitalmärkten.....	10
4 Charakterisierung von Unternehmen anhand ihrer Ausschüttungspolitik .....	11
4.1. Einordnung der Firmen am US-amerikanischen Kapitalmarkt .....	11
4.2. Einordnung der Firmen an internationalen Kapitalmärkten .....	13
5 Fazit .....	14
Anhang .....	16
Literaturverzeichnis .....	24

## **Abbildungsverzeichnis**

<b>Abbildung 1:</b> Anzahl der Firmen in verschiedenen Kategorien im Zeitraum 1926 bis 1996 nach Ausschüttungsverhalten im US- Markt.....	4
<b>Abbildung 2:</b> Aggregierte Dividenden, Verluste, Gewinne und absolute Gewinne der Industriefirmen von 1950-2000 des US-amerikanischen Marktes. ....	5
<b>Abbildung 3:</b> Absolute Firmenanzahlen in verschiedenen Dividendenkategorien auf internationaler Ebene im Zeitraum 1985 bis 2006.....	7

## **Anhangsverzeichnis**

<b>Anhang A1:</b> Gegenüberstellung deskriptiver Statistik aggregierter Dividendenmaße der Jahre 1978 und 2000. ....	17
<b>Anhang A2:</b> Firmenanzahl in verschiedenen Dividendenkategorien und Auszahlungsrate weltweit im Zeitraum 1985 bis 2006. ....	17
<b>Anhang A3:</b> Durchschnittlicher prozentualer Anteil der ausschüttenden Firmen an allen gelisteten Firmen je Land im Zeitraum 1985 bis 2006. ....	18
<b>Anhang A4:</b> Aggregiertes Dividendenvolumen und absolute Anzahl aller Firmen mit und ohne Amerika auf globaler Ebene zwischen 1985-2000. ....	20
<b>Anhang A5:</b> Prozentuale Konzentration des Dividendenvolumens absolut und kumuliert auf Unternehmen für den amerikanischen Markt in Gegenüberstellung der Jahre 1985 und 2000. ....	21
<b>Anhang A6:</b> Anzahl der Firmen nach gezahltem Dividendenvolumen im Vergleich der Jahre 1985 und 2000. ....	22
<b>Anhang A7:</b> Prozentualer Anteil der 10 größten Firmen am aggregierten Dividendenvolumen je Land im Zeitraum 1985 bis 2006. ....	23

## **Abkürzungsverzeichnis**

Abb.	Abbildung
AMEX	American Stock Exchange
d. h.	das heißt
et al.	et alii, und andere
EU	Europäische Union
FOE	Forschung und Entwicklung
GB	Großbritannien
i. H. v.	in Höhe von
Jg.	Jahrgang
jhrl.	jährlich
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
S.	Seite
s.	siehe
USD	US-amerikanische Dollar
vgl.	vergleiche

# 1 Einleitung

Bereits Black beschäftigte sich 1976<sup>1</sup> mit der Frage wieso Unternehmen einen spezifischen Weg wählen, ihre Gewinne zu verteilen oder diese anders zu verwenden. Dieser Sachverhalt ist seitdem, vor dem Hintergrund der Dividendenpolitik von Unternehmen, bekannt als das „Dividendenpuzzle“<sup>2</sup>.

Auf Länderbasis untersuchten Fama/French 2001<sup>3</sup>, DeAngelo et al. 2004<sup>4</sup> und Armitage/Gallagher 2020<sup>5</sup>, auf internationaler Ebene Eije/Megginsin 2005<sup>6</sup>, Fatemi/Bildik 2012<sup>7</sup>, Denis/Osobov<sup>8</sup> und Kuo/Zhang 2013<sup>9</sup> dieses Phänomen.

Ziel dieser Arbeit ist es die anfänglich aufgeworfene Frage im Hinblick auf die zeitliche Entwicklung der Volumina und Konzentration der Dividendenzahlungen an den internationalen Kapitalmärkten zu analysieren. Beispielsweise betrug der Anteil der Firmen, welche Cash Dividende ausschütteten, 1978 noch 66,5 % am US-amerikanischen Kapitalmarkt und 1999 nur noch 20,8 %.<sup>10</sup> Basierend auf Literaturrecherche wird diese Entwicklung in Bezug auf einzelne nationale Märkte aber auch auf internationaler Ebene durch Betrachtung fundamentaler Kennzahlen beantwortet. Folglich sind Rückschlüsse auf die tatsächlichen Determinanten der Dividendenpolitik möglich. Darüber hinaus wird eine Klassifikation von Firmen anhand ihrer Ausschüttungspolitik vorgenommen und überprüft, ob und wenn ja, wo Dividenden eingesetzt werden.

Nach der Einführung in die Grundthematik der Dividendenpolitik, durch Definition der Kernbegriffe in Kapitel zwei, wird diese in den Kontext der Situation an den Kapitalmärkten eingeordnet. In Kapitel drei werden die Verteilungen der Dividendenbeträge, sowie deren zeitlicher Verlauf herausgearbeitet. Anhand der Ausschüttungspolitik wird in Kapitel vier eine Klassifikation von Unternehmen vorgenommen. Ein abschließendes Fazit wird im fünften Kapitel gezogen.

---

<sup>1</sup> Vgl. Black, F. (1976), S. 5.

<sup>2</sup> Vgl. Black, F. (1976), S. 5.

<sup>3</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 4.

<sup>4</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 427.

<sup>5</sup> Vgl. Armitage, S./Gallagher, R. S. 1.

<sup>6</sup> Vgl. von Eije, H./Megginsin, W. (2006), S. 1.

<sup>7</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 662.

<sup>8</sup> Vgl. Denis, D. J./Osobov, I. (2008), S. 62.

<sup>9</sup> Vgl. Kuo, J.-M./Philip, D./Zhang, Q. (2013), S. 3499.

<sup>10</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 3.

## 2 Grundlagen

### 2.1. Definition grundlegender Begriffe

Innerhalb eines börsennotierten Unternehmens stellt sich die grundlegende Frage, in wie weit erwirtschaftete Gewinne für etwaige Zwecke einbehalten oder an Investoren ausgeschüttet werden. Wenn im Entscheidungsprozess der Ausschüttungspolitik die Aktionäre mit bedacht wurden, stellt sich die Frage nach der Art der Ausschüttung.

Amman et al.<sup>11</sup> verstehen „unter [der] Ausschüttungspolitik alle unternehmenspolitischen Maßnahmen, 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.“<sup>12</sup> Diese Summe wird im Folgenden als aggregiertes Dividendenvolumen bezeichnet. Ausschüttungsmöglichkeiten können (Bar-)Dividende, Aktienrückkäufe, Aktiendividenden und Naturaldividenden sein.<sup>13</sup> Die Bardividende wird als Recht auf einen Anteil des erwirtschafteten Gewinns des Unternehmens betrachtet, für das es genügt die jeweilige Aktie des Unternehmens zum Tag der Dividendenausschüttung zu besitzen.<sup>14</sup> Zu den Entscheidungen, die im Rahmen der Dividendenpolitik getroffen werden, gehören die Höhe, der Zeitpunkt und die zeitliche Entwicklung der Dividende sowie die verfolgte Unternehmensstrategie bzw. -zielsetzung.<sup>15</sup>

Des Weiteren ist zwischen Ausschüttungspolitik und Finanzierungspolitik zu differenzieren, welche jedoch in unmittelbarer Verbindung durch Entscheidungen über die Gewinnverwendung stehen.<sup>16</sup>

Der folgende Teil der Arbeit bezieht sich auf das aggregierte Dividendenvolumen, bei dem die Begriffe Ausschüttungspolitik und Dividendenpolitik synonym verwendet werden. Basierend auf dem Ausschüttungsverhalten, sind folgende Dividendengruppen zu unterscheiden: Zahler gelten als Nicht-Zahler, wenn keine Ausschüttungen mehr erfolgen, wenn sie vom Handel durch Abstieg vom Börsenhandelsplatz ausge-

---

<sup>11</sup> Vgl. Ammann, M./Seiz, R./Zulauf, M. (2006), S. 1.

<sup>12</sup> Vgl. Ammann, M./Seiz, R./Zulauf, M. (2006), S. 1.

<sup>13</sup> Vgl. Guserl, R./Pernsteiner, H. (2015), S. 415f. .

<sup>14</sup> Vgl. Guserl, R. (2015), S. 374.

<sup>15</sup> Vgl. Constantinides, G. M./Harris, M./Stulz, R. M. (2003), S. 340.

<sup>16</sup> Vgl. Paul, S., et al. (2017), S. 23f.

geschlossen werden oder wenn Unternehmen fusionieren. Zahler kommen hinzu, indem ehemalige Zahler wieder beginnen Dividendenausschüttungen an Investoren weiterzugeben und Nie-Zahler oder neugelistete Firmen erstmalig Zahlungen leisten.<sup>17</sup> Industriefirmen sind gemäß Fama/French alle Firmen, die nicht zum Finanz- oder Betriebsmittelbereich gehören und werden in dieser Arbeit fokussiert.<sup>18</sup>

## **2.2. Bedeutung und Einordnung der Dividendenpolitik**

Die Bedeutung der Dividendenpolitik wird durch die unmittelbare Verknüpfung zu den Themenbereichen der Finanzierungspolitik des Unternehmens sowie dessen Bewertung der Aktionäre an den Kapitalmärkten begründet.<sup>19</sup>

Ausgangspunkt der kontroversen Diskussion um die Determinanten der Dividendenpolitik ist der Theorieansatz von Modigliani/Miller, der die Irrelevanz der Ausschüttungspolitik in einem perfekten Kapitalmarkt annimmt.<sup>20</sup> In der Realität sind aber Abweichungen von einem perfekten Kapitalmarkt zu beobachten, wie ihn Miller/Modigliani formulierten.<sup>21</sup> 1976 setzte Black an den Schwächen des perfekten Kapitalmarktes an und formulierte verschiedene Ansätze, die versuchen, die Dividendenpolitik zu erklären.<sup>22</sup> Da seiner Meinung nach die Ausgestaltung der Ausschüttungspolitik ihre Berechtigung hat, drängt sich die Untersuchung der Determinanten auf.<sup>23</sup> Aus dem „Dividendpuzzle“<sup>24</sup> ergibt sich eine weitere ungeklärte Frage nach der Bedeutung des „Disappearing Dividends“<sup>25</sup> Phänomens, welches in dieser Arbeit genauer analysiert wird.

## **3 Internationale Entwicklung der Dividendenausschüttung**

### **3.1. Die Dividende im Zeitverlauf: Der US-amerikanische Kapitalmarkt**

Ausgangspunkt für die Untersuchung des Dividendenvolumens und den Dimensionen der Zahlungen ist hier die Analyse des US-Kapitalmarktes von Fama/French.<sup>26</sup> Der Zeitraum nach 1978 ist von besonderem Interesse, da ab diesem Zeitpunkt eine

---

<sup>17</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 7.

<sup>18</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 6.

<sup>19</sup> Vgl. Miller, M./Modigliani, F. (1961), S. 411.

<sup>20</sup> Vgl. Miller, M./Modigliani, F. (1961), S. 414.

<sup>21</sup> Vgl. Miller, M./Modigliani, F. (1961), S. 412.

<sup>22</sup> Vgl. Black, F. (1976), S. 5-8.

<sup>23</sup> Vgl. Black, F. (1976), S. 5.

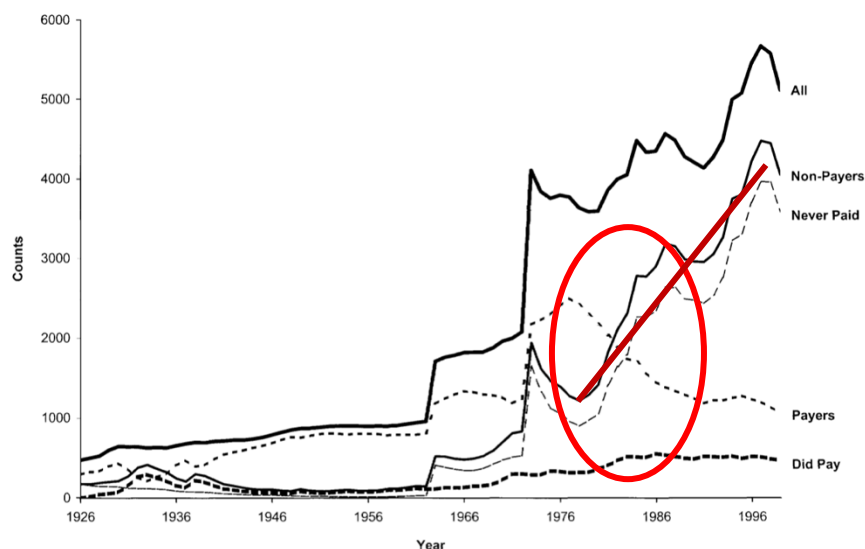
<sup>24</sup> Vgl. Black, F. (1976), S. 5.

<sup>25</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 3.

<sup>26</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 3.

signifikante Abnahme der Dividende zahlenden Firmen einsetzte.<sup>27</sup> Der US-amerikanische Kapitalmarkt verzeichnet einen Anstieg von 52,8 % im Jahr 1973 auf das Allzeithoch von zahlenden Firmen in 1978 mit 66,5 %, gefolgt von einer rapiden Abnahme der Anzahl der ausschüttenden Firmen auf das Niveau von 1999 mit 20,8 %.<sup>28</sup> Die Abnahme von 45,7 % wirft die Frage nach den Gründen dafür auf. Fama/French<sup>29</sup> stellten die Unternehmen als Marktakteure in den Fokus, die für das Angebot an Dividende verantwortlich sind.

Dazu wird die Entwicklung der Firmenanzahlen aus dividendenpolitischer Perspektive zwischen 1926 und 1998 anhand der verschiedenen Firmenkategorien von Zahler, ehemaliger-Zahler, Nie-Zahler, Nicht-Zahler und aller zusammen in Abbildung 1 dargestellt. Deutlich ist ein Auseinanderdriften der Nicht- und Nie-Zahler von denen der Zahler und ehemaligen Zahler nach 1978 zu erkennen. Der Anteil der ehemaligen Zahler bleibt annähernd konstant, im Gegensatz zu der Kurve der Nicht-Zahler, von dessen Firmen der Hauptanteil aus Nie-Zahlern besteht.



**Abbildung 1:** Anzahl der Firmen in verschiedenen Kategorien im Zeitraum 1926 bis 1996 nach Ausschüttungsverhalten im US-Markt<sup>30</sup>

Die Ergebnisse der Studie von Fama/French lassen die Frage aufkommen, ob das aggregierte Dividendenvolumen diesem auseinanderdriftenden Trend nachfolgt. Das aggregierte Dividendenvolumen, welches von Industriefirmen gezahlt wurde,

<sup>27</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 4.

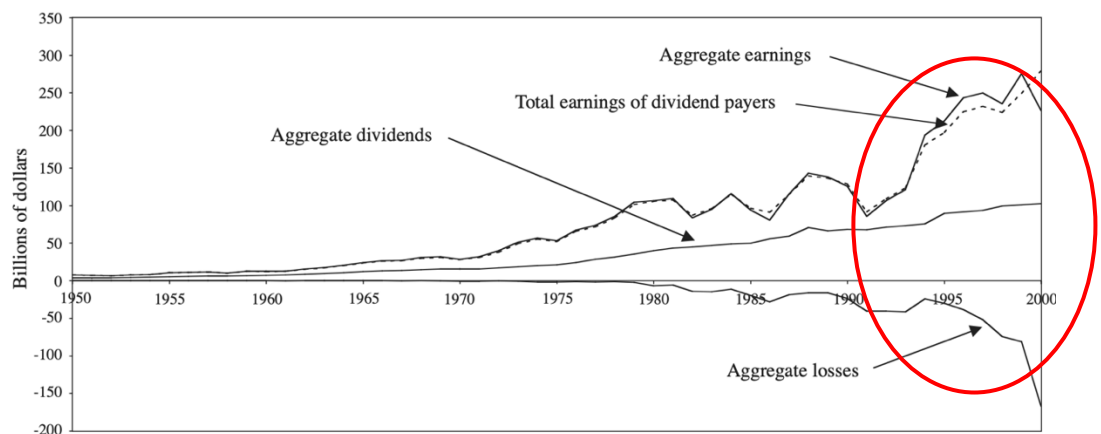
<sup>28</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 4.

<sup>29</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 3.

<sup>30</sup> Entnommen aus Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 7.



stieg in dem Selben Zeitraum von 1978-2000 um 182,9 %<sup>31</sup>, obwohl sich die Anzahl der zahlenden Firmen nach Fama/French nahezu halbiert hat.<sup>32</sup> Somit konzentrieren sich die Dividenden auf wenige Unternehmen einerseits und andererseits erfolgte eine Abnahme von marginalen Anteilen des aggregierten Dividendenvolumens von den Unternehmen, die ihre Zahlungen einstellten oder neu hinzukamen.<sup>33</sup> Während die Anzahl der ausschüttenden Firmen in dem Industriesektor um 58,8 % fiel, d.h. von 2250 Firmen in 1978 existierten im Jahr 2000 nur noch 926, trifft dieser abnehmende Trend auf andere Sektoren nicht zu. Im Bereich der Finanzen und Betriebsmittel, also aller anderen Firmen, erfolgte ein Anstieg von 852 auf 933 zahlenden Unternehmen, was einem Zuwachs von 9,5 % entspricht.<sup>34</sup> Demzufolge spiegelt die Abnahme an zahlenden Unternehmen im Industriebereich eine Sonderrolle und steht nicht stellvertretend für eine allumfassende Tendenz einer abnehmenden Anzahl von Zahlern per se.



**Abbildung 2:** Aggregierte Dividenden, Verluste, Gewinne und absolute Gewinne der Industriefirmen von 1950-2000 des US-amerikanischen Marktes.<sup>35</sup>

Während der kontinuierlichen Zunahme des aggregierten Dividendenvolumens über den gesamten Untersuchungszeitraum ist ein ungleichmäßiger, aber deutlicher Anstieg der aggregierten Gewinne zwischen 1990 bis etwa 1998 in Abb. 2 ersichtlich. Hervorzuheben ist der Kurvenverlauf der absoluten Gewinne der ausschüttenden Unternehmen, die nahezu deckungsgleich zu der der aggregierten Gewinne aller gelisteten Firmen verläuft. Demnach sind die aggregierten Gewinne

<sup>31</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 427.

<sup>32</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 425.

<sup>33</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 425.

<sup>34</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 428.

<sup>35</sup> Entnommen aus DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 430.

fast ausschließlich auf die Dividendenzahler zurückzuführen. Neben den aggregierten Gewinnen ist in Abb. 2 auch die zeitliche Entwicklung der aggregierten Verluste dargestellt. Beide Kurven verlaufen nach 1990 gegenläufig d. h. je mehr aggregierte Gewinne, desto mehr aggregierte Verluste werden registriert. Dem deutlichen Anstieg der aggregierten Gewinne nach 1990 gehen aggregierte Verluste bereits seit 1978 voraus, mit einem negativen exponentiellen Kurvenverlauf nach 1995.

Ein direkter Vergleich der Dividendenvolumina von 1978 und 2000 ist in Tabelle 1 im Anhang A1 beigefügt. Von einem „Verschwinden“<sup>36</sup> der Dividenden ist in Betracht dieser Zahlen nicht zu sprechen. Auf Unternehmensebene ist eine Zunahme der durchschnittlichen realen Dividende pro Unternehmen zahlender Firmen von 14,4 Millionen USD in 1978 auf 41,4 Millionen USD in 2000 zu verzeichnen. Die Median Dividende ist von 1,4 Millionen USD auf 3,6 Millionen USD etwas geringer angestiegen. In absoluten Zahlen heißt das, dass es 1246 weniger ausschüttende Firmen im Jahr 2000 gab als 1978, was einer Abnahme von 57,3 % entspricht.

Eine Tilgung der Dividende vom amerikanischen Kapitalmarkt kann nicht bestätigt werden, sondern vielmehr der Anzahl der Firmen, die diese zahlen. Firmen der Industriebranche sind hier besonders hervorzuheben, da sich dieser Trend vornehmlich bei diesen Unternehmen einstellt.

Es ist eine wachsende Konzentrierung der Dividendenzahlungen auf einen immer kleiner werdenden Anteil an Firmen, die diese zahlen, zu beobachten. Diese Firmen vereinen einen Großteil der aggregierten Gewinne auf sich. Ob dieses Phänomen lediglich in den USA vorzufinden ist oder weltweit beobachtet werden kann, wird im folgenden Kapitel untersucht.

### **3.2. Die Dividende im Zeitverlauf: Internationale Kapitalmärkte**

Nach Darstellung der zeitlichen Entwicklung der Firmenkategorisierung von Fama/French 2001<sup>37</sup> und DeAngelo et al. 2004<sup>38</sup>, wird im Folgenden analysiert, ob der abnehmende Trend der Anzahl der ausschüttenden Firmen auch auf dem globalen Kapitalmarkt zu beobachten ist.

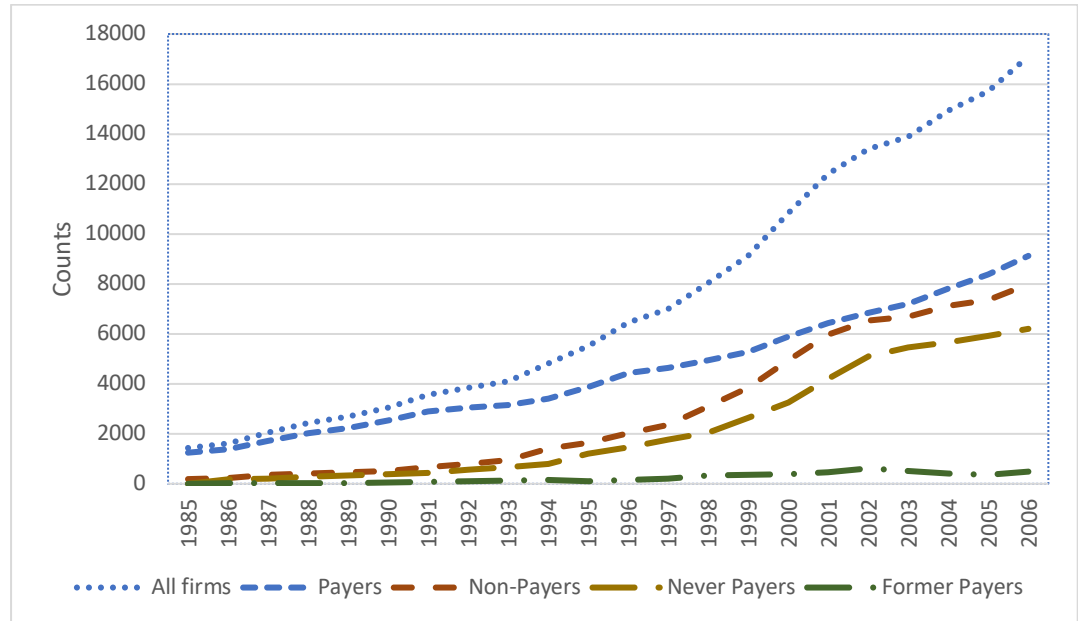
---

<sup>36</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 3.

<sup>37</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 7.

<sup>38</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 428.

Anhand der Daten in der Tabelle des Anhangs A2 hat die Anzahl der zahlenden Firmen weltweit über die 22 Jahre des Untersuchungszeitraums von 1985-2006 stark abgenommen von 87% 1985 auf 53% im Jahr 2006<sup>39</sup>. Der Anteil der Nie-Zahler ist zum Ende des Untersuchungszeitraums auf einem Höchststand mit 36 % aller Firmen. Dies sind absolut betrachtet 6201 Firmen, ausgehend von einem Anteil von Nie-Zahlern von 0 % im Jahr 1985.<sup>40</sup>



**Abbildung 3:** Absolute Firmenanzahlen in verschiedenen Dividendenkategorien auf internationaler Ebene im Zeitraum 1985 bis 2006.

Aus Abb. 3 ist die zeitliche Entwicklung verschiedener Dividendengruppen abgetragen, bei denen der Anteil der ehemaligen Zahler im Jahr 2006 etwa 3 % mit 485 Firmen beträgt und daher in der weiteren Analyse vernachlässigbar ist, wohingegen der Anteil der Nicht-Zahler 47 % mit 7985 Unternehmen weltweit einnimmt. In Verbindung mit der geringen Anzahl der ehemaligen Zahler zeigt dies, dass der Hauptteil der Nicht-Zahler aus nie zahlenden Unternehmen besteht<sup>41</sup>. Für den Zeitraum von 1989-2005 kann das ebenfalls für die EU durch Eije/Meggison bestätigt werden.<sup>42</sup>

Basierend auf den Angaben der Tabelle im Anhang A3 für den Zeitraum 1985-2006, bestätigt die Analyse einzelner Länder den US-amerikanischen Trend der

<sup>39</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 663.

<sup>40</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 663.

<sup>41</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>42</sup> Vgl. von Eije, H./Meggison, W. (2006), S. 5.

abnehmenden Anzahl der zahlenden Firmen, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Die Abnahme zahlender Firmen wirkt sich sowohl auf die aufkommenden Märkte als auch auf die bereits entwickelten Märkte aus, auf Letztere jedoch stärker<sup>43</sup>. Diese Entwicklung zeigt sich auch auf dem europäischen Kapitalmarkt, in dem der Anteil der zahlenden Firmen unter allen von 88% im Jahr 1989 auf 51% im Jahr 1990 fiel.<sup>44</sup> Beispielhaft für die stärkere Abnahme des prozentualen durchschnittlichen Anteils zahlender Firmen auf globaler Ebene sind hier die Kapitalmärkte Australien: 67 %, Kanada: 60 %, GB: 56 %, USA: 47 % und Deutschland: 45 % zu nennen.<sup>45</sup>

Zwischen 1985 und 2006 ist aus Sicht des aggregierten Dividendenvolumens auf globaler Ebene, ähnlich wie in den USA, keine Abnahme zu verzeichnen, wie es der Tabelle im Anhang A4 zu entnehmen ist. Die aggregierten Dividenden im Jahr 1985 i. H. v. 27,66 Billionen USD steigerten sich in 2006 um das fünfzehnfache auf 436,80 Billionen USD.<sup>46</sup>

Die Bedeutung des amerikanischen Kapitalmarktes und der dort beheimateten Firmen zeichnet sich auf globaler Ebene deutlich ab. Daher wurden im Anhang A4 aggregierte Berechnungen erneut ohne den USA Anteil durchgeführt. Von dem Volumen der in 2006 gezahlten aggregierten Dividenden beliefen sich knapp 50 Billionen USD allein auf 3021 amerikanische Firmen. Das restliche Dividendenvolumen des Jahres 2006 i. H. v. 386,7 Billionen USD entfällt auf den verbleibenden Rest der Welt mit 14085 Firmen<sup>47</sup>.

Die Ergebnisse der globalen Untersuchung bestätigen das Bild des amerikanischen Kapitalmarktes in zweierlei Hinsicht. Einerseits zeigt sich ein Anstieg des aggregierten Dividendenvolumens und andererseits eine andeutende Konzentration dieses Volumens auf einige wenige Kapitalmärkte.

Diese Entwicklung wird durch die Konzentration des Dividendenvolumens in den jeweiligen Ländern auf die dortigen Firmen getrieben, welche im Folgenden genauer betrachtet werden soll.

---

<sup>43</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>44</sup> Vgl. von Eije, H./Megginson, W. (2006), S. 12.

<sup>45</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>46</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 666.

<sup>47</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 666.

### 3.3. Konzentration der Dividenden am US-amerikanischen Kapitalmarkt

Der Einfluss der Konzentration der gezahlten Dividenden am amerikanischen Kapitalmarkt wird anhand der Daten der Tabelle im Anhang A5 untersucht.

Dazu werden vergleichend die kumulierten Prozentzahlen (mittlere zwei Spalten) und der Gesamtbetrag der Dividenden für die Jahre 1978 und 2000 analysiert. Bereits zu Anfang der Untersuchungsperiode machen die Top 100 Firmen von insgesamt 2176 einen Anteil von 67,3 % der gesamten Dividenden aus, welcher sich 2006 bis auf 81,8 % steigert.<sup>48</sup> Die hohe Konzentration der Dividenden im Jahre 1985 verstärkte sich 2000 noch deutlicher. 1985 zahlten 500 Firmen 92,4 % des Dividendenvolumens. 2000 schrumpfte diese Anzahl auf 200 Firmen, die 92 % der US-amerikanischen Dividenden erwirtschafteten. Die Top 100 Unternehmen steigerten ihre Zahlungen von 1978-2000 um 10,4 Billionen USD auf 31,477 Billionen USD und erzielten 2000 ein ausgeschüttetes Gesamtvolumen von 38,461 Billionen USD aller Firmen.<sup>49</sup> Das verdeutlicht, dass die Dividendenverteilung alternativ anhand der Höhe des Dividendenbetrages und der Anzahl der Firmen, die den jeweiligen Betrag verantworteten geordnet werden sollte.

Die Einteilung der Firmenanzahlen in Bezug auf ihre gezahlten Dividenden in der Tabelle im Anhang A6 dokumentiert die Abnahme vor allem von Firmen, die einen kleinen Beitrag zum Dividendenvolumen leisteten. Die Kategorie der Zahlungen von weniger als 100 Millionen USD verzeichnet die größten Abnahmen an Unternehmen. Von den insgesamt 1280 weggefallenen Firmen im Zeitraum 1985-2006 sind 712 in der kleinsten Kategorie der Dividenden im Jahr 2006 nicht mehr vertreten.<sup>50</sup> Im gleichen Zeitraum ist in der Kategorie der Beträge von 100-199,9 Millionen USD ein Zuwachs von 18 Firmen registriert worden, was einem nahezu hundertprozentigen Zuwachs von Zahlern entspricht.<sup>51</sup>

Durch das Hinzukommen von einigen Zahlern in den sehr großen Dividendenkategorien konnte die starke Abnahme der Anzahl in den geringeren Dividendenkategorien ausgeglichen werden. Das Resultat ist ein angestiegenes aggregiertes Dividendenvolumen für den amerikanischen Kapitalmarkt mit hoher Konzentration der Dividenden auf einige Firmen unter den ausschüttenden Firmen.

---

<sup>48</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 433.

<sup>49</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 433.

<sup>50</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 433.

<sup>51</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 433.

### 3.4. Konzentration der Dividenden an internationalen Kapitalmärkten

Für einen internationalen Ländervergleich wird die Konzentration von Unternehmen der jeweils zehn größten Zahler am Dividendenvolumen, entsprechend der Datentabelle von Fatemi, A./Bildik<sup>52</sup> im Anhang A7 untersucht.

Im Jahr 2006 wurden durchschnittlich 66 % der aggregierten Dividenden von den zehn größten Firmen gezahlt. Für den gesamten Zeitraum 1985-2006 war es sogar ein höherer durchschnittlicher Anteil von 69 %.<sup>53</sup> Die prozentuale Verteilung einzelner Nationen stellt sich wie folgt dar. In vier der Länder beträgt die Konzentration auf die 10 größten Zahler über 90 %, welche sind: Dänemark, Österreich, China und die Niederlande. Über 80 % herrscht in den Nationen Belgien, Finnland, Norwegen, Italien, Spanien.<sup>54</sup> Im zeitlichen Verlauf zeigen diese hohen Zahlen der Konzentration einen leicht abnehmenden Trend. Die ersten fünf Jahre betrug im Durchschnitt der Prozentanteil der 10 größten Firmen 72 %, die letzten fünf Jahre nur noch 66 %, was nur in acht Ländern nicht der Fall war, in denen eine Zunahme der Konzentration erfolgte.<sup>55</sup> Auf internationaler Ebene veranschaulicht die Analyse der Gewichtung der Länder entsprechend ihres Anteils am aggregierten globalen Dividendenvolumen diesen Trend. Den Großteil des globalen Dividendenvolumens, mit 27 % aller gezahlten Beträge, verantworten die USA und GB, zusammen mit den Nationen Deutschland, Frankreich und Japan vereinen diese fünf Länder 48 % aller gezahlten Dividenden global auf sich.<sup>56</sup> Von 33 analysierten Ländern weltweit verantworten somit fünf Nationen knapp die Hälfte aller gezahlten Dividenden, d. h., dass international die Dividendenverteilung auf wenige Länder hochkonzentriert ist. Somit auch auf die Unternehmen in diesen Ländern, welche ebenso gering in

---

<sup>52</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>53</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>54</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>55</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 666.

<sup>56</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 666.

ihrer Anzahl, sehr hohe Beträge entrichten. Wie diese Unternehmen im Detail aussehen, soll im Folgenden Teil dargestellt werden.

## **4 Charakterisierung von Unternehmen anhand ihrer Ausschüttungspolitik**

### **4.1. Einordnung der Firmen am US-amerikanischen Kapitalmarkt**

Der Grund für die annähernd deckungsgleichen Kurvenverläufe der Dividendenzahlungen und -gewinne der Abb. 2 wird im Weiteren näher untersucht. Zur Differenzierung von verschiedenen Firmenkategorien werden die Erfolgsmaße von Zahlern und Nicht-Zahlern herausgestellt, um deren Anteile an den aggregierten Dividendenvolumina besser nachvollziehen zu können. Entsprechend Fama/French<sup>57</sup> werden zur Charakterisierung die Kriterien Profitabilität, Investmentmöglichkeiten und Firmengröße analysiert.<sup>58</sup>

Nach Fama/French 2001 wird Profitabilität durch das Verhältnis von aggregierten Gewinnen vor Zinsen zum aggregierten Vermögen gemessen.<sup>59</sup>

Die Ergebnisse der Studie von Fama/French (2001) zeigen, dass im Zeitraum von 1963-1998 die Nicht-Zahler 5,37 % und die Zahler einen durchschnittlichen jhrl. Betrag der aggregierten Gewinne von 7,82 % erwirtschaften, gefolgt von einer starken Abnahme nach 1979/1980.<sup>60</sup> Nach 1984 weisen mindestens 20 % aller Firmen negative Gewinne vor Zinsen auf, was sich im Zeitraum von 1996-1998 auf 30 % aller Firmen steigert.<sup>61</sup> Von diesen zunehmend unprofitablen Firmen, die später im Untersuchungszeitraum anteilmäßig zunehmen, sind vor allem neugelistete Firmen für diesen Trend verantwortlich.<sup>62</sup> Bis 1978 waren 90 % der neugelisteten Firmen noch sehr profitabel, 1998 wiesen nur noch 51,5 % dieser Firmen positive Gewinne je Aktie auf.<sup>63</sup>

Zusätzlich zur Profitabilität eines Unternehmens werden die Investmentmöglichkeiten zur Charakterisierung herangezogen. Diese werden gemessen als Vermögen des aktuellen Jahres abzüglich dessen des letzten Jahres.<sup>64</sup> Wie der Tabelle A7 im

---

<sup>57</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>58</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>59</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>60</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>61</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>62</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>63</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 12.

<sup>64</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 13.

Anhang zu entnehmen ist, weisen Firmen, die nie gezahlt haben, die besten Investmentmöglichkeiten auf mit deutlich höheren Vermögens Wachstumsraten.<sup>65</sup> Für den Zeitraum 1963-1998 betragen diese jhrl. für Nie-Zahler 16,50 %, für Zahler 8,78 % jhrl. und 4,67 % jhrl. für ehemalige Zahler.<sup>66</sup> Die Investmentmöglichkeiten, beispielsweise in FOE machen bei Nie-Zahlern durchschnittlich 2,76 % ihres Vermögens aus, bei Zahlern 1,61 % und 1,03 % bei den ehemaligen Zahler.<sup>67</sup> Nie-Zahler investieren die höchsten Beträge für Investmentmöglichkeiten, sowie für Investitionen in auf die Zukunft ausgelegte FOE. In diesem Kontext nehmen die neugelisteten Firmen eine Sonderposition ein.

Neugelistete Firmen, die während 1963-1998 jhrl. Dividenden zahlen, investieren mit 13,42 % jhrl., einer höheren Rate als alle Dividenden zahlenden Firmen zu der Zeit, mit 8,78 %.<sup>68</sup> Die durchschnittliche jhrl. Wachstumsrate der nicht zahlenden, neugelisteten Firmen beträgt somit 30,28 %, wohingegen der Vergleichswert für alle Nie-Zahler 16,50 % ist.<sup>69</sup>

Ein weiteres Kriterium zur Charakterisierung eines Unternehmens ist die Firmengröße. Wie in den vorherigen Kapiteln herausgearbeitet, gibt es nur wenige sehr große Unternehmen die Dividende zahlen. Das durchschnittliche Vermögen der Zahler ist acht Mal so groß wie das der Nicht-Zahler im Zeitraum 1963-1967.<sup>70</sup> Innerhalb der Gruppe der Nicht-Zahler sind die ehemaligen Zahler um den Faktor drei größer als die Nie-Zahler.<sup>71</sup> Zahlenmäßig zeigt sich die zunehmende Konzentration besonders in den Jahren 1993-1998, in denen das durchschnittliche Vermögen der Zahler das der Nicht-Zahler um das Dreizehnfache übersteigen.<sup>72</sup> Während 1973-1977 93,5 %-95,8 % des aggregierten Buchwerts und Marktwertes des Vermögens sowie des Aktienvolumens, welche nur einen Anteil von 66,3 % aller Firmen der Zeit ausmachten.<sup>73</sup> Aggregierte Gewinne konzentrieren sich in den letzten Jahren des Untersuchungszeitraums 1993-1998, in denen die Zahlenden 23,6 % der Firmen 92,7 % der aggregierten Gewinne ausmachen.<sup>74</sup>

---

<sup>65</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 15.

<sup>66</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 15.

<sup>67</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 15.

<sup>68</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 16.

<sup>69</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 16.

<sup>70</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 17.

<sup>71</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 17.

<sup>72</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 17.

<sup>73</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 17 f.

<sup>74</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 18.



Zusammenfassend zeigt die Analyse der amerikanischen Firmen im Hinblick auf die Faktoren Profitabilität, Investmentmöglichkeiten und Größe, dass es gravierende Unterschiede in der fundamentalen Struktur der verschiedenen Dividendengruppen gibt. Dividende ausschüttende Firmen sind größer, profitabler und weisen hohe Gewinne, jedoch niedrige Investmentmöglichkeiten auf.<sup>75</sup> Wohingegen Nicht-Zahler kleiner, weniger profitabel, weniger Gewinne, aber dafür mehr Investmentmöglichkeiten aufweisen.<sup>76</sup>

Die Abnahme der Anzahl der Dividende zahlenden Firmen ist mit einer Angleichung der Firmencharakteristika zu begründen hin zu jenen die Nicht-Zahler charakterisieren.<sup>77</sup> Der Haupttreiber dieser Veränderung bilden nicht die bestehenden Firmen am amerikanischen Kapitalmarkt, sondern die durch Neulistungen hinzugekommenen Firmen. Die Population dieser Unternehmen erlebte eine gravierende Veränderung ihrer Charakteristika. Zu Beginn des Untersuchungszeitraums waren diese kleinen, schnell wachsenden Firmen noch sehr profitabel, was sich in Folge einer Erhöhung der Neulistungen nahe der Jahrtausendwende änderte.<sup>78</sup> Hinzukommende Firmen waren geprägt von kleiner Größe, geringer Profitabilität, geringen Gewinnen und hohen Investmentmöglichkeiten.<sup>79</sup>

#### **4.2. Einordnung der Firmen an internationalen Kapitalmärkten**

Denis/Osobov<sup>80</sup> und Fatemi/Bildik<sup>81</sup> führten eine Analyse des internationalen Kapitalmarktes mit denselben Firmencharakteristiken wie Fama/French zum US-amerikanischen Kapitalmarkt durch. Fatemi/Bildik<sup>82</sup> zeigen, dass, basierend auf dem Median des gesamten Vermögens und auch aufgrund ihrer Marktkapitalisierung, ausschüttende Firmen, generell deutlich größer und profitabler sind, weniger Investmentmöglichkeiten besitzen und weniger in FOE investieren.<sup>83</sup> Ähnliche Tendenzen werden durch die Länderstudie von Denis/Osobov für die Nationen Amerika, Kanada und GB bestätigt.<sup>84</sup> Für das Jahr 2006 ist der durchschnittliche Median des

---

<sup>75</sup> Vgl. Denis, D. J./Osobov, I. (2008), S. 64.

<sup>76</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 19.

<sup>77</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 19.

<sup>78</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 19.

<sup>79</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 19.

<sup>80</sup> Vgl. Denis, D. J./Osobov, I. (2008), S. 64.

<sup>81</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 669.

<sup>82</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 669.

<sup>83</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 669.

<sup>84</sup> Vgl. Denis, D. J./Osobov, I. (2008), S. 64 f.

absoluten Vermögens einer dividendenzahlenden Firma mit 220 Millionen USD angegeben, ihr Marktwert betrug 456 Millionen US Dollar, ihre Profitabilitätsmaßzahl lag bei 8,12 %, ihre durchschnittlichen Gewinne vor Zinsen wurden mit 146,86 Millionen USD beziffert und ihre Netto Gewinne betrugen 61,35 Millionen USD.<sup>85</sup> Entsprechende Angaben für ein nicht ausschüttendes Unternehmen sind deutlich geringer. Der durchschnittliche Median des gesamten Vermögens betrug 42 Millionen USD, der Marktwert war 65 Millionen USD, die Profitabilitätsmaßzahl betrug 1,20 %, die durchschnittlichen Gewinne vor Zinsen lag bei 13,63 % und die Netto Gewinne wurden mit 0,01 Millionen USD beziffert.<sup>86</sup>

Die internationale Entwicklung der typischen Durchschnittsfirma je Land folgt tendenziell der Richtung der Charakteristika der typischen Nicht-Zahler, demnach hin zu einer kleineren, weniger profitablen und mehr verschuldeten Firma.<sup>87</sup> Bis zum Jahr 1996 waren Nicht-Zahler weniger verschuldet als Zahler. Im Zeitraum von 1996-2006 wendete sich der Trend als Folge zahlreicher Neulistungen von Firmen in allen Kapitalmärkten.<sup>88</sup> Während der Jahre 1988-1990 verantworten die Zahler 78-80 % des aggregierten Buch- und Marktwertes auf internationaler Ebene.<sup>89</sup> In einzelnen Beispielen sogar über 90 % in den Nationen GB, Deutschland, Frankreich und Japan<sup>90</sup>, wodurch der US-amerikanische Trend bestärkt wird. In dem genannten Zeitraum zahlten 83 % aller Firmen Dividenden, wohingegen zwischen 2003-2006 etwa die Hälfte aller Firmen bereits 87-88 % des aggregierten Buch- und Marktwertes auf sich vereinten konnten.<sup>91</sup>

## 5 Fazit

Die Untersuchung des US-amerikanischen Kapitalmarktes hat gezeigt, dass keine Abnahme der aggregierten Dividende festgestellt werden konnte, sondern eine Abnahme der Firmen, die diese zahlen und das besonders ab 1978.<sup>92</sup> Als einer der Hauptründe lässt sich die große Zahl der Neulistung von unprofitablen Unternehmen identifizieren, die einen Hauptteil der ansteigenden aggregierten Verluste auf sich

---

<sup>85</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 669.

<sup>86</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 669.

<sup>87</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 669 f.

<sup>88</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 670.

<sup>89</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 670.

<sup>90</sup> Vgl. Denis, D. J./Osobov, I. (2008), S. 63.

<sup>91</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 670.

<sup>92</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 432 f.

vereinen.<sup>93</sup> Diese machen einen Hauptteil an allen Nicht-Zahlern als Nie-Zahler aus.<sup>94</sup> Unter Betrachtung aggregierter Maße aus Abb. 2, zeigt sich, dass Dividenden langfristig, stetig und kontinuierlich steigen.<sup>95</sup> Die abnehmende Anzahl ausschüttender Firmen vereinen einen Hauptteil der wachsenden aggregierten Gewinne auf sich.<sup>96</sup> Ebenso wie die Gewinne, konzentrieren sich die Dividenden auf diese Firmengruppe, wobei in der Gruppe der Zahler wiederum eine hohe Konzentration auf einige wenige Firmen zu beobachten ist.<sup>97</sup> Unter den Zahlern fand eine Abnahme vor allem unter jenen statt, die nur geringe Beiträge zum aggregierten Volumen leisteten. Der Zuwachs unter den großen Zahlern konnte aber diese große Abnahme der Anzahl der Zahler auffangen.<sup>98</sup> Ein typischer Zahler zeichnet sich durch jeweils hohe Profitabilität, Investitionsmöglichkeiten und Größe aus bis auf die Investmentmöglichkeiten.<sup>99</sup> Bei Nicht Zahlern ist das genau entgegengesetzt.<sup>100</sup> Bei Nicht Zahlern ist das genau entgegengesetzt.

Diese grundlegenden Tendenzen stellen sich auch international, wenn auch differenziert, ein.<sup>101</sup> Generell ist der globale Anteil der zahlenden Firmen gesunken, der Anteil der Nicht Zahler gestiegen, sowie dessen Hauptteil bestehend aus Nie-Zahlern.<sup>102</sup> In einzelnen Märkten gibt es diesbezüglich unterschiedlich starke Ausprägungen.<sup>103</sup> Aggregierte Dividenden haben genauso zugenommen und sind unter den zahlenden Firmen hochkonzentriert.<sup>104</sup> Zudem herrscht international eine starke Konzentration auf einzelne Kapitalmärkte.<sup>105</sup> Dennoch ist die Entwicklungen der abnehmenden Zahlungsbereitschaft der ausschüttenden Firmen sowie die Dividenstrategie verschiedener Industriesektoren nicht vollständig geklärt<sup>106</sup> und sollte zukünftig weiter verfolgt werden vor allem in Bezug auf die Diversifikation von Investoren die mit ihrem Portfolio eine Dividendenstrategie verfolgen.<sup>107</sup>

<sup>93</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 4 f.

<sup>94</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>95</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 431.

<sup>96</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 435 f.

<sup>97</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 432 f.

<sup>98</sup> Vgl. DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004), S. 433.

<sup>99</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 11-19.

<sup>100</sup> Vgl. Fama, E. F./French, K. R. (2001), S. 11-19.

<sup>101</sup> Vgl. Denis, D. J./Osobov, I. (2008), S. 64 f.

<sup>102</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 663 f.

<sup>103</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 666.

<sup>104</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 664.

<sup>105</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 667.

<sup>106</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 672.

<sup>107</sup> Vgl. Fatemi, A./Bildik, R. (2012), S. 672.

## Anhang

### Anhang A1: Gegenüberstellung deskriptiver Statistik aggregierter Dividendenmaße der Jahre 1978 und 2000

Entnommen aus:

**DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004):** Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, in: Journal of Financial Economics, 72. Jg., S. 431.

	1978	2000	Absolute (%) change
1. Aggregate nominal dividends (\$ billions)	\$31.3 billion	\$101.6 billion	\$70.3 billion (+ 224.6%)
2. Aggregate real dividends (\$ billions, 1978 base)	\$31.3 billion	\$38.4 billion	\$7.1 billion (+ 22.7%)
3. Mean real dividend (\$ millions, per dividend-paying firm)	\$14.4 million	\$41.4 million	\$27.0 million (+ 187.5%)
4. Median real dividend (\$ millions, per dividend-paying firm)	\$1.4 million	\$3.6 million	\$2.2 million (+ 157.1%)
5. Number of dividend-paying industrials on CRSP/Compustat	2,176	930	-1,246 (-57.3%)
6. Percent of all CRSP/Compustat industrials that paid dividends	65.1%	19.4%	-45.7%
7. Percent of dividend-paying industrials that are NYSE-listed	45.0%	66.0%	+ 21.0%
8. Percent of total dollar dividends accounted for by NYSE-listed firms	94.7%	97.4%	+ 2.7%

## Anhang A2: Firmenanzahl in verschiedenen Dividendenkategorien und Auszahlungsrate weltweit im Zeitraum 1985 bis 2006

Entnommen aus:

**Fatemi, A./Bildik, R. (2012):** Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, in: Journal of Banking & Finance, 36.Jg., S. 664.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
All firms	1434	1623	2059	2433	2697	3052	3556	3855	4105	4823	5519	6459	6997	8047	9128	10837	12407	13388	13895	14928	15714	17106
Mean of dividend payout ratio of payers	38%	38%	37%	33%	34%	35%	37%	38%	38%	36%	35%	35%	34%	35%	34%	33%	35%	37%	36%	34%	34%	34%
Median of dividend payout ratio of payers	34%	34%	33%	30%	30%	31%	32%	34%	34%	31%	31%	30%	29%	30%	29%	28%	30%	32%	31%	29%	29%	29%
Payers	1246	1393	1707	2020	2236	2529	2883	3048	3157	3418	3867	4425	4642	4951	5282	5882	6427	6843	7208	7809	8367	9121
	87%	86%	83%	83%	83%	83%	81%	79%	77%	71%	70%	69%	66%	62%	58%	54%	52%	51%	52%	52%	53%	53%
Non-payers	188	230	352	413	461	523	673	807	948	1405	1652	2034	2355	3096	3846	4955	5980	6545	6687	7119	7347	7985
	13%	14%	17%	17%	17%	17%	19%	21%	23%	29%	30%	32%	34%	39%	42%	46%	48%	49%	48%	48%	47%	47%
Never payers	0	169	202	284	343	387	444	571	674	805	1201	1469	1773	2061	2635	3246	4200	5106	5453	5662	5907	6201
	0%	10%	10%	12%	13%	13%	13%	15%	16%	17%	22%	23%	25%	26%	29%	30%	34%	38%	39%	38%	38%	36%
Former payers	0	14	25	21	28	49	76	100	122	142	108	150	203	329	354	392	468	617	514	413	367	485
	0%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	3%	2%	3%

Anhang A3: Durchschnittlicher prozentualer Anteil der ausschüttenden Firmen an allen gelisteten Firmen je Land im Zeitraum 1985 bis 2006

Entnommen aus:

**Fatemi, A./Bildik, R. (2012):** Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, in: Journal of Banking & Finance, 36.Jg., S. 665 ff..

	AUT (%)	BEL (%)	BRA (%)	CHE (%)	CHL (%)	DEU (%)	DNK (%)	ESP (%)	FIN (%)	FRA (%)	GRC (%)	ITA (%)	NLD (%)	NOR (%)	SWE (%)	TUR (%)
1985	57	88		87		93	78	67	100	85	0	100	95	100	94	
1986	86	69		92		88	90	75	100	91	50	100	95	67	100	
1987	75	72		86	100	80	92	75	92	86	83	89	89	73	100	
1988	77	88		90		83	88	85	88	87	100	93	88	60	100	
1989	87	93	91	93	100	83	94	84	92	89	100	94	89	55	96	100
1990	87	96	85	93	93	85	89	88	94	92	100	86	81	50	93	100
1991	88	90	53	90	89	89	78	74	89	87	90	88	84	45	92	86
1992	84	79	73	85	100	86	73	76	64	87	89	84	80	53	80	88
1993	76	80	100	70	93	81	73	63	61	84	83	79	85	59	61	94
1994	68	79	100	66	92	75	73	64	68	76	80	76	88	78	68	100
1995	76	86	100	77	93	78	87	65	89	82	82	75	86	78	81	96
1996	81	88	100	79	94	74	79	64	89	77	85	76	81	76	85	86
1997	75	76	100	80	98	72	78	75	90	71	89	80	81	58	76	82
1998	80	76	75	83	92	69	79	65	96	74	86	78	74	55	69	72
1999	80	72	50	83	85	63	80	68	88	70	84	80	76	48	61	68
2000	75	70	74	81	89	52	76	71	79	65	77	72	70	51	52	52
2001	67	68	67	80	84	48	67	67	80	63	78	65	68	42	49	42
2002	60	63	60	62	88	46	55	62	77	59	73	66	66	36	45	21
2003	60	63	67	60	88	44	55	63	76	60	77	63	64	45	46	23
2004	68	72	68	64	89	44	58	68	82	60	77	61	65	46	46	22
2005	70	69	71	63	85	46	60	73	79	61	77	63	68	46	48	47
2006	67	64	76	66	86	48	65	74	78	62	72	64	67	42	51	53

	AUS (%)	CAN (%)	GBR (%)	NZL (%)	USA (%)	
Average proportion of payers: Common law countries						
1985	96	88	99	100	74	
1986	96	82	96	100	71	
1987	90	75	94	100	68	
1988	85	76	95	100	65	
1989	77	71	94	75	65	
1990	75	68	93	100	63	
1991	71	65	88	100	57	
1992	68	60	85	88	54	
1993	71	57	86	88	51	
1994	73	56	84	93	40	
1995	71	54	87	94	37	
1996	69	48	82	89	34	
1997	73	48	76	100	32	
1998	63	35	76	86	29	
1999	54	29	74	86	27	
2000	40	25	64	76	25	
2001	31	25	58	61	24	
2002	29	24	55	53	23	
2003	31	26	53	60	24	
2004	29	26	50	63	26	
2005	30	28	46	70	28	
2006	29	29	43	71	28	
			THA (%)		ZFA (%)	
Average proportion of payers: Civil law and common law countries						
1985			0		95	
1986			0		96	
1987			100		100	
1988			100		100	
1989			100		100	
1990			80		100	
1991			97		100	
1992			100		100	
1993			92		93	
1994			89		89	
1995			82		93	
1996			81		88	
1997			77		90	
1998			35		68	
1999			44		61	
2000			48		63	
2001			55		53	
2002			62		57	
2003			70		63	
2004			70		68	
2005			75		67	
2006			73		64	
	CHN (%)	ISR (%)	JPN (%)	KOR (%)	TWN (%)	HKG (%)
Average proportion of payers: Civil law/common law and customary law countries						
1985			99	100		95
1986			97	100		96
1987			95	100		97
1988			94	96	100	97
1989			91	95	100	95
1990			92	96	83	88
1991			94	91	65	91
1992	57		94	85	64	90
1993	33	0	93	86	51	91
1994	71	71	91	81	35	95
1995	78	87	88	84	44	90
1996	62	65	87	83	30	82
1997	60	72	88	83	24	77
1998	53	52	90	67	29	71
1999	51	70	89	61	32	57
2000	47	58	85	66	45	51
2001	54	42	85	64	45	48
2002	84	37	85	62	53	45
2003	87	43	81	66	57	48
2004	85	40	82	68	64	50
2005	49	45	85	71	62	55
2006	45	47	85	73	100	57
	IDN (%)		IND (%)		MYS (%)	SGP (%)
Average proportion of payers: Civil law/common law, muslim law and customary law countries						
1985				92		94
1986				93		94
1987				88		91
1988				89		96
1989			100	88		100
1990	50		100	87		100
1991	89		71	89		91
1992	96		63	90		87
1993	96		64	91		90
1994	97		85	92		90
1995	95		87	92		94
1996	96		93	91		89
1997	92		92	90		86
1998	48		92	79		85
1999	39		89	69		75
2000	64		87	67		68
2001	46		81	69		65
2002	45		82	66		57
2003	47		80	62		59
2004	46		82	60		57
2005	48		80	62		62
2006	55		69	63		65

Anhang A4: Aggregiertes Dividendenvolumen und absolute Anzahl aller Firmen  
mit und ohne Amerika auf globaler Ebene zwischen 1985-2006

Entnommen aus:

**Fatemi, A./Bildik, R. (2012):** Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, in: Journal of Banking & Finance, 36.Jg., S. 669.

Year	Global number of firms	Global total amount (\$m)	Global total number of firms excluding US	Global total amount excluding US (\$m)
1985	1434	\$27,661	861	\$13,393
1986	1623	\$30,593	1024	\$18,255
1987	2059	\$39,646	1409	\$24,662
1988	2433	\$45,701	1714	\$29,395
1989	2697	\$55,739	1967	\$36,648
1990	3052	\$67,785	2299	\$43,443
1991	3556	\$67,862	2700	\$46,056
1992	3855	\$62,985	2950	\$45,784
1993	4105	\$68,260	3127	\$46,986
1994	4823	\$77,988	3471	\$57,061
1995	5519	\$93,489	3990	\$72,060
1996	6459	\$103,298	4755	\$82,170
1997	6997	\$105,465	5157	\$81,465
1998	8047	\$129,383	5957	\$104,783
1999	9128	\$146,900	6908	\$120,370
2000	10837	\$146,287	8460	\$126,264
2001	12407	\$168,785	9976	\$149,300
2002	13388	\$164,275	10902	\$140,108
2003	13895	\$204,540	11342	\$180,895
2004	14928	\$280,971	12199	\$247,497
2005	15714	\$338,286	12861	\$299,481
2006	17106	\$436,806	14085	\$386,698



Anhang A5: Prozentuale Konzentration des Dividendenvolumens absolut und kumuliert auf Unternehmen für den amerikanischen Markt in Gegenüberstellung der Jahre 1985 und 2000

Entnommen aus:

**DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004):** Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, in: Journal of Financial Economics, 72. Jg., S. 432.

Dividend ranking	Percent of total dividends (%)		Cumulative % of total dividends (%)		Real dividends (\$ millions, 1978 base)	
	1978	2000	1978	2000	1978	2000
Top 100	67.3	81.8	67.3	81.8	\$21,111	\$31,477
101–200	11.8	10.1	79.1	92.0	3,691	3,889
201–300	6.3	3.9	85.4	95.8	1,970	1,492
301–400	4.0	1.9	89.4	97.7	1,247	748
401–500	2.8	1.0	92.2	98.8	865	401
501–600	1.9	0.6	94.0	99.4	585	223
601–700	1.4	0.3	95.4	99.7	431	132
701–800	1.0	0.2	96.4	99.9	325	70
801–900	0.8	0.1	97.2	99.9	249	29
901–1000	0.6	<0.1	97.8	100.0	192	1
1001–1100	0.5		98.3		153	
1101–1200	0.4		98.7		120	
1201–1300	0.3		99.0		96	
1301–1400	0.2		99.3		76	
1401–1500	0.2		99.5		61	
1501–1600	0.2		99.6		49	
1601–1700	0.1		99.7		40	
1701–1800	0.1		99.8		31	
1801–1900	0.1		99.9		23	
1901–2000	0.1		99.9		16	
2001–2100	<0.1		99.9		10	
2100–2176	<0.1		100.0		2	
Total for all firms	100.0	100.0	100.0	100.0	\$31,343	\$38,461
Number of firms					2,176	930

Anhang A6: Anzahl der Firmen nach gezahltem Dividendenvolumen im Vergleich der Jahre 1985 und 2000

Entnommen aus:

**DeAngelo, H./DeAngelo, L./Skinner, D. J. (2004):** Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, in: Journal of Financial Economics, 72. Jg., S. 434.

	Real dividend payment (1978 dollars)	Number of firms 1978	Number of firms 2000	Change from 1978 to 2000	Percent change from 1978 to 2000 (%)	Real dividends 1978	Real dividends 2000	Change from 1978 to 2000	Percent change from 1978 to 2000 (%)
1.	\$500 million or more	6	16	10	166.7	\$9,095	\$17,591	\$8,496	93.4
2.	\$400-\$499.9 million	4	4	0	0.0	1,717	1,829	112	6.5
3.	\$300-\$399.9 million	4	6	2	50.0	1,441	2,005	564	39.1
4.	\$200-\$299.9 million	9	13	4	44.4	2,099	3,094	995	47.4
5.	\$100-\$199.9 million	19	37	18	94.7	2,630	5,062	2,432	92.5
6.	\$80-\$99.9 million	18	10	-8	-44.4	1,591	879	-712	-44.8
7.	\$60-\$79.9 million	24	21	-3	-12.5	1,649	1,462	-187	-11.3
8.	\$40-\$59.9 million	55	36	-19	-34.5	2,642	1,744	-898	-34.0
9.	\$20-\$39.9 million	108	66	-42	-38.9	3,003	1,883	-1,120	-37.3
10.	\$10-\$19.9 million	161	94	-67	-41.6	2,233	1,337	-896	-40.1
11.	\$5-\$9.9 million	187	115	-72	-38.5	1,344	812	-532	-39.6
12.	\$1-\$4.9 million	633	276	-357	-56.4	1,523	655	-868	-57.0
13.	Less than \$1 million	948	236	-712	-75.1	375	106	-269	-71.7
	Total	2,176	930	-1,246	-57.3	\$31,342	\$38,461	\$7,118	22.7
	\$100 million and above	42	76	34	81.0	\$16,982	\$29,582	\$12,600	74.2
	Less than \$100 million	2,134	854	-1,280	-60.0	14,360	8,878	-5,482	-38.2
	Less than \$5 million	1,581	512	-1,069	-67.6	\$1,898	\$761	-\$1,137	-60.0

# Anhang A7: Prozentualer Anteil der 10 größten Firmen am aggregierten Dividendenvolumen je Land im Zeitraum 1985 bis 2006

Entnommen aus:

**Fatemi, A./Bildik, R. (2012):** Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, in: Journal of Banking & Finance, 36.Jg., S. 668.

Year	AUS (%)	AUT (%)	BEL (%)	BRA (%)	CAN (%)	CHE (%)	CHL (%)	CHN (%)	DEU (%)	DNK (%)	ESP (%)	FIN (%)	FRA (%)	GBR (%)	GRC (%)	HKG (%)	IDN (%)
1985	77				90				73				72	65		90	
1986	83				87	78			77				66	65		89	
1987	76				84	63			74				61	64		86	
1988	74		93		81	59			70		94		60	60		80	
1989	73		94		80	61			69	88	92	91	61	61		78	
1990	80		91		77	58			67	87	91	85	57	57		79	
1991	76		90		79	59			67	89	93	80	61	57		72	84
1992	74		92		78	64	87		66	88	88	89	60	56	82	68	72
1993	73		93		77	71	85		66	88	93	91	56	63	82	66	71
1994	67		92		80	72	80		67	84	91	86	58	61	73	65	71
1995	64		91		72	67	74	64	62	87	92	80	53	61	64	55	57
1996	62	93	92		67	60	69	65	63	84	93	82	48	64	77	59	52
1997	61	90	91		63	61	61	55	62	81	93	79	54	61	78	58	58
1998	64	87	87		58	56	66	61	76	83	93	81	54	67	79	55	88
1999	63	87	84		55	52	53	58	63	82	90	79	57	66	76	62	86
2000	68	88	86	81	56	61	70	84	61	82	84	84	52	60	81	54	86
2001	65	86	86	85	60	53	84	83	59	88	82	85	56	66	63	59	79
2002	69	89	85	79	43	61	64	59	57	86	74	85	56	66	77	54	82
2003	64	86	85	80	43	57	68	74	58	87	86	81	55	63	75	64	84
2004	61	98	86	72	35	58	77	74	55	84	87	78	60	62	73	55	86
2005	57	90	85	74	38	55	63	91	57	77	80	78	55	64	75	58	83
2006	59	93	86	73	31	51	57	92	59	95	80	72	57	62	73	59	84
Avg. <sup>a</sup>	69	90	89	78	65	61	71	72	65	85	88	83	58	62	75	67	77
Last5 <sup>b</sup>	62	91	86	76	38	56	66	78	57	86	81	79	57	64	75	58	84
First5 <sup>c</sup>	76	89	93	82	84	65	79	61	73	88	93	91	64	63	76	85	71
Diff1 <sup>d</sup>	-15	2	-8	-6	-46	-9	-13	17	-15	-3	-11	-12	-8	1	-1	-27	13
Diff1 <sup>e</sup>	-18	0	-6	-7	-59	-27	-30	28	-13	6	-14	-19	-16	-3	-10	-31	1

Year	IND (%)	ISR (%)	ITA (%)	JPN (%)	KOR (%)	MYS (%)	NLD (%)	NOR (%)	SGP (%)	SWE (%)	THA (%)	TUR (%)	TWN (%)	USA (%)	ZAF (%)	Avg.
Country-by-country analysis of concentration of dividends: The percentages of aggregate dividends accounted for by those of the largest 10 dividend payers																
1985				25		73		92						35		69
1986				25		79	95	93						29		72
1987			83	23		72	93	92	82					36		71
1988			83	24	75	73	91	92	80					36	81	72
1989			84	22	70	66	90	90	78	89				39	76	74
1990			84	21	70	63	89	89	80	87				44	72	73
1991			83	22	67	49	89	89	75	87	78			34	70	72
1992			81	21	60	48	89	89	73	85	63			32	73	71
1993			83	21	54	47	87	90	74	87	54			33	63	71
1994			78	21	52	55	89	85	70	85	55		72	34	62	69
1995	95		89	20	49	42	89	91	73	77	52			58	33	67
1996	37		90	23	51	42	89	82	74	74	52	69		53	31	72
1997	38		87	20	50	39	88	82	73	72	55			60	36	65
1998	37		87	20	54	53	86	93	75	70	76			73	60	68
1999	39		89	20	64	47	95	89	73	77	61			68	53	65
2000	45	80	84	26	63	42	85	93	83	69	63			77	46	63
2001	47	80	82	33	61	39	82	89	81	70	54			79	66	61
2002	60	78	84	22	57	51	80	86	66	63	61	80		57	39	76
2003	61	76	84	25	58	44	88	79	68	67	65	81		50	31	65
2004	51	80	90	26	67	45	85	79	58	70	64	81		47	33	50
2005	47	71	88	26	57	43	94	81	60	67	64	74		51	31	57
2006	45	85	84	27	54	46	90	84	56	69	70	67		51	30	62
Avg. <sup>f</sup>	50	79	85	23	60	53	89	88	73	76	62	74		56	34	67
Last5 <sup>g</sup>	53	78	86	26	59	46	87	82	62	67	65	77		51	33	62
First5 <sup>h</sup>	49	80	83	24	72	73	92	92	80	89	61	70		61	35	78
Diff1 <sup>i</sup>	4	-2	3	2	-14	-27	-5	-10	-18	-21	4	7		-10	-2	-16
Diff1 <sup>j</sup>	-49	5	1	2	-21	-27	-5	-8	-26	-19	-8	-2		-21	-5	-19

<sup>a</sup> Average: All periods.

<sup>b</sup> Average: Last 5-year percentages.

<sup>c</sup> Average: First 5-year percentages.

<sup>d</sup> Change: Last 5-year average—first 5-year average.

<sup>e</sup> Change: Last year-, first-year percentage.

<sup>f</sup> Average: All periods.

<sup>g</sup> Average: Last 5-year percentages.

<sup>h</sup> Average: First 5-year percentages.

<sup>i</sup> Change: Last 5-year average—first 5-year average.

<sup>j</sup> Change: Last year-, first-year percentage.

## Literaturverzeichnis

- Ammann, Manuel/Seiz, Ralf/Zulauf, Martin (2006):** Nennwertrückzahlungen am Schweizer Aktienmarkt und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert, in: Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES), 142. Jg., Nr. IV, S. 447-477.
- Armitage, Seth/Gallagher, Ronan** The evolving relation between dividends and flexible payouts: A different evolution, in: European Financial Management, n/a. Jg., Nr. n/a.
- Black, Fischer (1976):** The Dividend Puzzle, in: The Journal of Portfolio Management, 2. Jg., Nr. 2, S. 5-8.
- Constantinides, George M/Harris, Milton/Stulz, René M (2003):** Handbook of the Economics of Finance: Corporate finance.
- DeAngelo, Harry/DeAngelo, Linda/Skinner, Douglas J (2004):** Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, in: Journal of Financial economics, 72. Jg., Nr. 3, S. 425-456.
- Denis, David J/Osobov, Igor (2008):** Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, in: Journal of Financial economics, 89. Jg., Nr. 1, S. 62-82.
- Fama, Eugene F/French, Kenneth R (2001):** Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, in: Journal of Financial economics, 60. Jg., Nr. 1, S. 3-43.
- Fatemi, Ali/Bildik, Recep (2012):** Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence, in: Journal of Banking & Finance, 36. Jg., Nr. 3, S. 662-677.
- Guserl, Richard (2015):** Finanzmanagement : Grundlagen - Konzepte - Umsetzung, 2. Aufl. 2015. Aufl., Wiesbaden.
- Guserl, Richard/Pernsteiner, Helmut (2015):** Finanzmanagement: Grundlagen-Konzepte-Umsetzung.
- Kuo, Jing-Ming/Philip, Dennis/Zhang, Qingjing (2013):** What drives the disappearing dividends phenomenon?, in: Journal of Banking & Finance, 37. Jg., Nr. 9, S. 3499-3514.
- Miller, Merton/Modigliani, Franco (1961):** Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, in: The Journal of Business, 34. Jg.
- Paul, Stephan/Horsch, Andreas/Kaltofen, Daniel/Uhde, André/Weiß, Gregor (2017):** Unternehmerische Finanzierungspolitik: Eine wertorientierte Einführung, 1. Aufl., Stuttgart.
- von Eije, Henk/Meggison, William (2006):** Dividend Policy in the European Union, in: SSRN Electronic Journal.