

Schriftenreihe des Instituts für Geld- und Kapitalverkehr
der Universität Hamburg
Hrsg.: Hartmut Schmidt

Mihail Topalov

Die Wahrnehmung von Dividenden durch Finanzvorstände



Springer Gabler

RESEARCH

Schriftenreihe des Instituts für Geld- und Kapitalverkehr der Universität Hamburg

Band 27

Herausgegeben von

H. Schmidt, Hamburg, Deutschland

Mihail Topalov

Die Wahrnehmung von Dividenden durch Finanzvorstände

Eine empirische Untersuchung
zu den Determinanten
der Dividendenpolitik
in der Bundesrepublik Deutschland

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Hartmut Schmidt

 Springer Gabler

RESEARCH

Mihail Topalov
Hamburg, Deutschland

Dissertation Universität Hamburg, 2011

ISBN 978-3-8349-3965-4
DOI 10.1007/978-3-8349-3966-1

ISBN 978-3-8349-3966-1 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media
www.springer-gabler.de

Geleitwort

In der Finanzierungstheorie wird die Frage, ob und warum Unternehmen finanzielle Mittel an ihre Aktionäre auszahlen sollen, kontrovers diskutiert. Wie unüberschaubar viele vor ihm hat sich Mihail Topalov von der Frage faszinieren lassen, was die Ausschüttungen von Aktiengesellschaften bestimmt. Die Faszination dürfte nicht nur von der Frage selbst, sondern auch von der Widersprüchlichkeit der theoretischen und empirischen Literatur ausgegangen sein. Seine Untersuchung beschränkt der Autor auf Bardividenden.

Im ersten Teil der Arbeit werden die Ansätze zur Erklärung des Ausschüttungsverhaltens von Unternehmen systematisiert und erläutert. Dabei wird auch eine Vielzahl empirischer Untersuchungen angesprochen. Als am besten abgesichert erweist sich Lintners Erklärung der Dividende und ihrer Änderungen, während alle anderen Erklärungsansätze der empirischen Überprüfung häufig nicht standhalten. Diese Beobachtung veranlasst Herrn Topalov, Anregungen für den Fortschritt wie Lintner in einer Befragung der Vorstandsmitglieder zu suchen. Sie sind es, die großen Einfluss auf die Dividendenentscheidung haben und die für die Dividendenvorschläge verantwortlich sind.

Der zweite Teil behandelt eine im Jahr 2000 durchgeführte Befragung deutscher Finanzvorstände, die als Pilotstudie einer internationalen Untersuchung diente und der weitere Befragungen in Deutschland folgten. Die Reaktionen auf 26 Aussagen, die den Finanzvorständen börsennotierter deutscher Unternehmen zur Zustimmung oder Ablehnung vorgelegt wurden, lassen jeweils Rückschlüsse darauf zu, ob die Vorstände Ausschüttungen im Einklang mit Thesen der Finanzierungstheorie betrachten. Die interessante und gelungene Befragung der Finanzvorstände hat die Komplexität, die der Frage nach den Determinanten der Ausschüttung in der Literatur bereits anhaftet, noch erhöht, statt einige gängige Erklärungsansätze zu bestätigen oder den Weg in eine neue Richtung zu weisen. Die Schlüsselstelle ist dabei die Bildung der Wahrnehmungsgruppen, die über eine Faktor- und eine Clusteranalyse erfolgt. Erst die Gegenüberstellung der Unternehmen in der Zahlergruppe und der Nichtzahlergruppe öffnete die Augen dafür, dass Wahrnehmung der Finanzvorstände durch ihr jeweiliges Umfeld, durch die Situation ihres Unternehmens geprägt ist.

Nachdem Befragung und Gruppenbildung zum Einfluss des Umfelds führten, werden die Determinanten des Umfelds der Finanzvorstände in den Unternehmensmerkmalen gesucht und entdeckt. Sie gehen dann in die Regressionsanalysen ein, mit denen die Bestimmungsgrößen dafür identifiziert werden, ob und in welcher Höhe ein Unternehmen Dividende zahlt. Auch hierbei bewähren sich einige dieser Unternehmensmerkmale als Determinanten, was im selben Schritt erkennen lässt: Einzelne Erklärungsansätze, z.B. die Pecking-Order-Theorie, passen dann zum Ausschüttungsverhalten von Unternehmen, wenn dort bestimmte Determinantenkonstellationen auftreten. Möglicherweise hat jede Ausschüttungstheorie ihr Habitat, das nicht bei allen, aber

doch bei einigen Theorien in der realen Wirtschaft tatsächlich vorkommt. Diese Perspektive auf die Diskussion der Erklärungsansätze wird hier nicht einfach postuliert und als Ausgangspunkt gewählt. Vielmehr wird sie – so der Titel des Buches – aus der „Wahrnehmung der Dividenden durch Finanzvorstände“ abgeleitet. Die Perspektive, die Mihail Topalov zu bieten hat, wird nicht am Reißbrett gewonnen, sondern baut auf dem Wissen in der Wirtschaft auf, das er erst erheben musste. Der Autor hatte den Mut, diese Vorgehensweise zu wählen, obwohl dabei die Untersuchungsschritte zu Beginn nicht absehbar waren. Er musste auf das Prinzip vertrauen, dass sich der Untersuchungsweg beim Forschen erst nach und nach aus dem Erkenntnisfortschritt ergibt.

Schon wegen ihrer Ergebnisse scheint mir diese Arbeit eine lohnenswerte Lektüre für alle zu sein, die sich für Dividenden oder ihre Determinanten interessieren. Ich wünsche dem Buch eine gute Aufnahme.

Hartmut Schmidt

Vorwort

Nach zwei Jahren Tätigkeit am Institut für Geld- und Kapitalverkehr der Universität Hamburg sprach alles noch dafür, dass ich im Rahmen meiner Promotion einen Beitrag über den Einfluss der Liquidität auf die Aktienkurse leisten würde. Im Herbst 1999 lernte ich dann Herrn Professor Dr. George M. Frankfurter von der Louisiana State University kennen, der eine Gastprofessur an unserem Lehrstuhl wahrnahm. Herr Professor Frankfurter hatte die Vision einer länderübergreifenden Befragung von Finanzvorständen hinsichtlich ihrer Wahrnehmung der Dividendenproblematik, um sich der Lösung des „Dividend Puzzle“ zu nähern. Er fragte mich, ob ich an dem Projekt mitarbeiten möchte. Seine Begeisterung war so ansteckend und das Projekt so interessant, dass ich bereit war, wieder von null anzufangen. So bildete die im Rahmen dieser Arbeit dargestellte Befragung die Pilotstudie, der weitere Umfragen in den USA, Großbritannien, der Türkei und Hongkong folgten. Ohne Herrn Professor Frankfurter wäre diese Arbeit nie entstanden. Dafür danke ich ihm von ganzem Herzen.

Mein größter Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hartmut Schmidt, der mir die Chance gab, bei ihm zu promovieren. Er förderte stets die Arbeit durch wertvolle Anregungen und Hinweise. Ich habe fachlich und menschlich von Herrn Professor Schmidt sehr viel gelernt. Ihm verdanke ich auch die finanzielle Förderung der Veröffentlichung durch die Stiftung des Vereins der Mitglieder der Wertpapierbörse in Hamburg. Es freut mich, dass er die Arbeit in seine Schriftenreihe aufgenommen hat. Herrn Professor Dr. Wolfgang Drobetz danke ich herzlich für die Übernahme des Korreferats und die hilfreichen Ratschläge bei der empirischen Untersuchung. Mein Dank gilt auch Herrn Professor Dr. Henrik Sattler als Vorsitzendem des Promotionsausschusses.

Bedanken möchte ich mich auch bei meinen Kolleginnen und Kollegen am Institut für Geld- und Kapitalverkehr für die freundschaftliche und produktive Zusammenarbeit. Einen ganz besonderen Dank schulde ich Herrn Professor Dr. Stefan Prigge und Frau Dr. Claudia Bott, die mich während meiner Promotion immer unterstützt haben. Sie beide, zusammen mit Herrn Dr. Michael Grelck, Herrn Dr. Kai Treske und Herrn Dr. Till Gombert, waren äußerst kreativ, wenn es darum ging, mich zu motivieren. Claudias und Stefans Hinweise nach dem Korrekturlesen des Manuskripts haben die Qualität der Arbeit spürbar verbessert.

Ein Teil der Arbeit entstand parallel zu meiner Tätigkeit bei der TKL.Fonds GmbH. Deshalb möchte ich mich sehr herzlich bei meinem Geschäftspartner Herrn Dr. Lars Tegmeier bedanken, der die Entstehung dieser Arbeit stark gefördert und mir wertvolle Ratschläge gegeben hat. Herrn Andy Torpan danke ich für die Unterstützung bei der Erfassung und Aufbereitung der Unternehmensdaten für die empirische Untersuchung.

Schließlich möchte ich meiner lieben Frau Saskia danken, die immer an mich geglaubt hat und für mich da ist. Sie zeigt mir jeden Tag und hoffentlich für den Rest meines Lebens, wie schön das Leben ist.

Diese Arbeit möchte ich Saskia sowie meinen Eltern Rumi und Angel und meiner Oma Steriani widmen. Ihre Liebe hat in mir den Optimismus und die Zuversicht wachsen lassen, die mich bei allem, was ich tue, auf meinem Weg begleiten.

Mihail Topalov

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort.....	V
Vorwort.....	VII
Abbildungsverzeichnis.....	XIII
Tabellenverzeichnis.....	XV
Abkürzungsverzeichnis.....	XIX
Symbolverzeichnis.....	XXI
Einleitung	1
Erster Teil: Erklärungsansätze der Dividendenpolitik.....	3
A. Systematisierung der Erklärungsansätze	3
B. Dividendenpolitik unter der Annahme perfekter Märkte	5
I. Dividendenpolitik unter Sicherheit	5
II. Dividendenpolitik unter Unsicherheit.....	6
C. Dividendenpolitik unter der Annahme imperfekter Märkte und symmetrischer Informationsverteilung.....	7
I. Der Einfluss von Transaktionskosten auf die Dividendenpolitik.....	7
II. Der Einfluss von Steuern auf die Dividendenpolitik	9
1. Argumente für und gegen die Relevanz der Besteuerung.....	9
2. Der Zusammenhang zwischen erwarteter Dividenden- und Aktienrendite.....	12
3. Kursverhalten am Ex-Dividenden-Tag.....	15
4. Klienteleffekte.....	20
5. Steuerreformen und Dividendenpolitik	23
6. Der Fall von Citizen Utilities	25
D. Erklärungsansätze unter der Annahme imperfekter Märkte und asymmetrischer Informationsverteilung	26
I. Dividendenpolitik vor dem Hintergrund der Agency-Theorie	26
1. Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern.....	27
1.1. Theoretische Grundlagen	27
1.2. Empirische Ergebnisse	28
2. Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Unternehmensführung. 30	
2.1. Theoretische Grundlagen	30

2.2. Empirische Ergebnisse	34
3. Interessenkonflikt zwischen Groß- und Kleinaktionären	38
II. Signaling-Modelle zur Erklärung der Dividendenpolitik	39
1. Theoretische Grundlagen	39
2. Empirische Ergebnisse	42
2.1. Kurseffekte bei Ankündigungen von Dividendenänderungen ...	42
2.2. Informationsgehalt von Dividendenänderungen	44
E. Verhaltenswissenschaftliche Erklärungsansätze	46
I. Die Dividendenproblematik im Lichte der Prospect-Theorie	47
II. Reueaversion und Dividenden	48
III. Selbstkontrolle und Dividenden	49
IV. Theorie des sozialen Kontrakts	50
V. Das Modell von Lintner	51
1. Theoretische Grundlagen	51
2. Empirische Ergebnisse	53
VI. Die Catering-Theorie	55
1. Theoretische Grundlagen	55
2. Empirische Ergebnisse	56
F. Zusammenfassung	57

Zweiter Teil: Umfrage zur Wahrnehmung von Dividenden durch die Finanzvorstände und empirische Untersuchung der Determinanten der Dividendenpolitik deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften

A. Befragung von Finanzvorständen börsennotierter Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland zur Wahrnehmung von Dividenden	59
I. Literaturüberblick	59
1. Umfragen zur Dividendenpolitik	59
2. Umfragen zum Aktienrückkauf	63
3. Umfragen zur Ausschüttung von Berichtigungsaktien	65
II. Gestaltung und Durchführung der Befragung	66
1. Die Befragung als Analyseinstrument	66
2. Gestaltung der Befragung	67
3. Auswahl der Stichprobe	68
4. Gestaltung des Fragebogens	70
5. Rücklauf	79

III. Analyse der gesamten Stichprobe	80
1. Untersuchungsmethodik	80
2. Ergebnisse.....	81
2.1. Korrelationsanalyse und deskriptive Statistik	81
2.2. Einigkeit	85
2.3. Uneinigkeit.....	88
2.4. Fehlendes Interesse	90
IV. Unterschiede in der Wahrnehmung der Finanzvorstände	91
1. Gruppenbildung anhand der Wahrnehmung der Finanzvorstände.....	91
1.1. Untersuchungsmethodik.....	91
1.1.1 Vorgehensweise bei der Gruppenbildung	91
1.1.2 Grundlagen der Faktorenanalyse.....	92
1.1.3 Grundlagen der Clusteranalyse.....	96
1.1.4 Vergleich der Wahrnehmung von Dividenden zwischen den Gruppen.....	99
1.2. Ergebnisse der Faktorenanalyse	100
1.3. Ergebnisse der Clusteranalyse.....	106
2. Charakterisierung der Gruppen durch unternehmensspezifische Charakteristika	112
2.1. Datenbasis	112
2.2. Untersuchungsmethodik.....	114
2.3. Ergebnisse	116
2.3.1. Unternehmensspezifische Charakteristika zum Umfragezeitpunkt.....	116
2.3.2. Unternehmensspezifische Charakteristika zum 31. Dezember 2006.....	120
V. Analyse vor dem Hintergrund der verschiedenen Erklärungsansätze	123
1. Untersuchungsmethodik	123
2. Ergebnisse.....	123
2.1. Irrelevanztheorie	123
2.2. Steuer- und Klienteleffekte	125
2.3. Agency-Theorie.....	128
2.4. Pecking-Order-Theorie.....	132
2.5. Die Signaling-Theorie	134
2.6. Theorie von Lintner	137

2.7. Verhaltenswissenschaftliche Theorien	140
VI. Zusammenfassung	142
B. Empirische Untersuchung der Determinanten der Dividendenpolitik	146
I. Literaturüberblick	146
II. Formulierung der Hypothesen	153
III. Datenbasis	158
IV. Determinanten der Entscheidung zur Dividendenzahlung	160
1. Untersuchungsmethodik	160
1.1. Modellformulierung	160
1.2. Stichprobe	164
1.3. Prüfung der Modellvoraussetzungen	165
1.3.1 Größe der Stichprobe	165
1.3.2 Keine Multikollinearität	166
2. Ergebnisse	169
V. Determinanten der Höhe der Dividende	173
1. Untersuchungsmethodik	173
1.1. Modellformulierung	173
1.2. Stichprobe	176
1.3. Prüfung der Modellvoraussetzungen	177
1.3.1 Normalverteilung der Störgrößen	177
1.3.2 Homoskedastizität	178
1.3.3 Keine Multikollinearität	179
2. Ergebnisse	181
VI. Zusammenfassung und Einordnung in die Literatur	185
Schlussbetrachtung	189
Anhang	195
Literaturverzeichnis	235
Internetseitenverzeichnis	269

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Systematische Einordnung der Erklärungsansätze der Dividendenpolitik.....	4
Abb. 2: Skala der Antwortmöglichkeiten.....	70
Abb. 3: Quantifizierung der Antworten.....	80
Abb. 4: Diagramm der Eigenwerte (Geröll-Plot).....	101
Abb. 5: Entwicklung des Heterogenitätsmaßes (Geröll-Plot).....	106

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Zuordnung der Aussagen zu den theoretischen Erklärungsansätzen	77
Tab. 2: Unternehmen nach Börsensegment und Indexzugehörigkeit	79
Tab. 3: Größe und Dividenden der Unternehmen	79
Tab. 4: Korrelationsmatrix der Antworten auf die 26 Aussagen des Fragebogens ...	83
Tab. 5: Statistische Kennzahlen für die gesamte Stichprobe	86
Tab. 6: Aussagen mit dem höchsten Anteil neutraler Antworten	89
Tab. 7: Eignung der Korrelationsmatrix für die Faktoranalyse	100
Tab. 8: Eigenwerte der Faktoren und der durch sie erklärte Anteil an der Gesamtvarianz	101
Tab. 9: Korrelation der Aussagen mit den Hauptkomponenten	103
Tab. 10: Faktoren und die ihnen zugrundeliegenden Erklärungsansätze	105
Tab. 11: Differenzen zwischen den Antworten der Gruppen A und B	108
Tab. 12: Wahrnehmung der Finanzvorstände in den Gruppen A und B	110
Tab. 13: Unterschiede in der Wahrnehmung der Dividenden zwischen den Finanzvorständen der beiden Gruppen	111
Tab. 14: Unternehmen der Gruppen A und B nach Börsensegmenten	116
Tab. 15: Unternehmen der Gruppen A und B nach Branchenzugehörigkeit	117
Tab. 16: Dividenden-Zahler und -Nichtzahler in den Gruppen A und B	117
Tab. 17: Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A und B zum Umfragezeitpunkt	119
Tab. 18: Dividendenverhalten und dessen Veränderung	120
Tab. 19: Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A und B zum 31. Dezember 2006	122
Tab. 20: Aussagen zur Irrelevanztheorie und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	124
Tab. 21: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der Irrelevanz der Dividendenpolitik	124
Tab. 22: Aussagen zu Steuer- und Klienteleffekten und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	125
Tab. 23: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der Steuer- und Klienteleffekte	126
Tab. 24: Aussagen zur Agency-Theorie und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	129
Tab. 25: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der Agency-Theorie	130
Tab. 26: Aussagen zur Pecking-Order-Theorie und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	132
Tab. 27: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der Pecking-Order- Theorie	133
Tab. 28: Aussagen zur Signaling-Theorie und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	135
Tab. 29: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der Signaling-Theorie	137
Tab. 30: Aussagen zur Theorie von Lintner und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	138

Tab. 31: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der Theorie von Lintner ..	139
Tab. 32: Aussagen zu den verhaltenswissenschaftlichen Theorien und die Wahrnehmung der Finanzvorstände	140
Tab. 33: Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich der verhaltenswissenschaftlichen Theorien	141
Tab. 34: Überblick über Untersuchungen zu den Determinanten der Dividendenpolitik	147
Tab. 35: Anzahl der Beobachtungsfälle pro Ausprägung der abhängigen Variablen zum Umfragezeitpunkt und zum 31. Dezember 2006	165
Tab. 36: Korrelationsmatrix der in der logistischen Regression verwendeten Variablen zum Umfragezeitpunkt	167
Tab. 37: Korrelationsmatrix der in der logistischen Regression verwendeten Variablen zum 31. Dezember 2006	167
Tab. 38: Varianzinflationsfaktoren der in der logistischen Regression verwendeten unabhängigen Variablen	168
Tab. 39: Ergebnisse der logistischen Regression zum Umfragezeitpunkt und zum 31. Dezember 2006	169
Tab. 40: Kolgomorov-Smirnov-Test auf Normalverteilung der Störgrößen für die Stichproben zum Umfragezeitpunkt und zum 31. Dezember 2006	177
Tab. 41: Kolgomorov-Smirnov-Test auf Normalverteilung der Störgrößen für die Stichprobe zum Umfragezeitpunkt nach Transformation der abhängigen Variablen	178
Tab. 42: Ergebnisse des Verfahrens von Glesjer für die Stichprobe zum Umfragezeitpunkt	179
Tab. 43: Ergebnisse des Verfahrens von Glesjer für die Stichprobe zum 31. Dezember 2006	179
Tab. 44: Korrelationsmatrix der in der linearen Regression verwendeten Variablen zum Umfragezeitpunkt	180
Tab. 45: Korrelationsmatrix der in der linearen Regression verwendeten Variablen zum 31. Dezember 2006	180
Tab. 46: Varianzinflationsfaktoren der in der linearen Regression verwendeten unabhängigen Variablen	181
Tab. 47: Ergebnisse der multiplen linearen Regression zum Umfragezeitpunkt und zum 31. Dezember 2006	182
Tab. 48: Vergleich der Untersuchungsergebnisse mit Ergebnissen bisheriger Studien	187
Tab. 49: Ergebnisse der Befragung von Finanzvorständen und der quantitativen Analyse vor dem Hintergrund der einzelnen theoretischen Erklärungsansätze	191
Tab. Anh 1: Kommunalitäten der Acht- und Zwölf-Faktoren-Lösung	202
Tab. Anh 2: Statistische Kennzahlen für die Gruppe A	203
Tab. Anh 3: Statistische Kennzahlen für die Gruppe B	206
Tab. Anh 4: Kolgomorov-Smirnov-Test auf Normalverteilung der Unternehmensdaten zum Umfragezeitpunkt	209

Tab. Anh 5:	Kolgomorov-Smirnov-Test auf Normalverteilung der Unternehmensdaten zum 31. Dezember 2006	209
Tab. Anh 6:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A und B ohne Berücksichtigung von Vorzugsaktien und Genussscheinen zum Umfragezeitpunkt	210
Tab. Anh 7:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A und B ohne Berücksichtigung von Vorzugsaktien und Genussscheinen zum 31. Dezember 2006	211
Tab. Anh 8:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{IRR} und B_{IRR} zum Umfragezeitpunkt	212
Tab. Anh 9:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{IRR} und B_{IRR} zum 31. Dezember 2006	213
Tab. Anh 10:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{STKL} und B_{STKL} zum Umfragezeitpunkt	214
Tab. Anh 11:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{STKL} und B_{STKL} zum 31. Dezember 2006	215
Tab. Anh 12:	Differenzen bei der Wahrnehmung hinsichtlich des Einflusses der Steuerreform	216
Tab. Anh 13:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{ST} und B_{ST} zum Umfragezeitpunkt	217
Tab. Anh 14:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{ST} und B_{ST} zum 31. Dezember 2006	218
Tab. Anh 15:	Differenzen bei der Wahrnehmung von Klienteffekten	219
Tab. Anh 16:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{KL} und B_{KL} zum Umfragezeitpunkt	220
Tab. Anh 17:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{KL} und B_{KL} zum 31. Dezember 2006	221
Tab. Anh 18:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{AG} und B_{AG} zum Umfragezeitpunkt	222
Tab. Anh 19:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{AG} und B_{AG} zum 31. Dezember 2006	223
Tab. Anh 20:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{PO} und B_{PO} zum Umfragezeitpunkt	224
Tab. Anh 21:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{PO} und B_{PO} zum 31. Dezember 2006	225
Tab. Anh 22:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{SIG} und B_{SIG} zum Umfragezeitpunkt	226
Tab. Anh 23:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{SIG} und B_{SIG} zum 31. Dezember 2006	227
Tab. Anh 24:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{LIN} und B_{LIN} zum Umfragezeitpunkt	228
Tab. Anh 25:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{LIN} und B_{LIN} zum 31. Dezember 2006	229
Tab. Anh 26:	Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{VER} und B_{VER} zum Umfragezeitpunkt	230

Tab. Anh 27: Vergleich der Unternehmenscharakteristika in den Gruppen A_{VER} und B_{VER} zum 31. Dezember 2006	231
Tab. Anh 28: Ergebnisse der logistischen Regression zum Umfragezeitpunkt ohne Berücksichtigung der Unternehmen, die am Neuen Markt notiert waren	232
Tab. Anh 29: Vergleich von Alter und Unternehmensgröße zwischen den Gruppen der Dividenden-Zahler und Dividenden-Nichtzahler aus der Stichprobe für die logistische Regression	233

Abkürzungsverzeichnis

Bei Mehrfachbelegung von Abkürzungen geht die relevante Bedeutung jeweils aus dem Kontext eindeutig hervor.

A	Aussage
AG	Agency-Theorie
AktG	Aktiengesetz
ca.	circa
BFH	Bundesfinanzhof
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
d.h.	das heißt
EStG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii (Maskulinum), et aliae (Femininum)
EUR	Euro
EUREX	European Exchange
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FCF	Free Cash Flow
FK	Fremdkapital
HGB	Handelsgesetzbuch
HL-Test	Hosmer-Lemeshow-Test
Hrsg.	Herausgeber
IRR	Irrelevanztheorie
Jg.	Jahrgang
KL	Klienteneffekte
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
LIN	Lintner-Theorie
LR-Test	Likelihood-Ratio-Test
MBV	Marktwert-Buchwert-Verhältnis
MDAX	Mid-Cap-DAX
Mio.	Millionen
MSA	measure of sampling adequacy
Mrd.	Milliarden
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NEMAX	Neuer-Markt-Index
NYSE	New York Stock Exchange
p.a.	per annum
PO	Pecking-Order-Theorie
PPS	pay performance sensitivity
S.	Seite

SDAX	Small-Cap-DAX
SIC	Standard Industrial Classification
SIG	Signaling-Theorie
SMAX	Small-Cap-Segment
Sp.	Spalte
ST	Steuereffekte
STKL	Steuer- und Klienteleffekte
StSenkG	Steuersenkungsgesetz
TRA	Tax Reform Act
USA	United States of America
VER	Verhaltenswissenschaftliche Theorien
VIF	Varianzinflationsfaktor
Vol.	Volume
z.B.	zum Beispiel
ZNV	Zustimmung-Nicht-Zustimmung-Verhältnis

Symbolverzeichnis

Bei Mehrfachbelegung von Symbolen geht die relevante Bedeutung jeweils aus dem Kontext eindeutig hervor.

Erster Teil

a_1	Regressionskonstante
a_2, a_3	Regressionskoeffizienten der unabhängigen Variablen
a_i	Konstante des Unternehmens i
β_{it}	systematisches Risiko der Aktie i für die Periode t
c_i	Anpassungsquote des Unternehmens i
d_{it}	Dividendenrendite der Aktie i für die Periode t
D	gezahlte Dividende
D_{it}	Dividende des Unternehmens i in der Periode t
D_{it}^*	Zieldividende des Unternehmens i in der Periode t
$\Delta(D_{it}, D_{i(t-1)})$	Dividendenänderung des Unternehmens i von Periode $t-1$ zu Periode t
$E(P_{ex})$	erwarteter Aktienkurs am Ex-Dividenden-Tag
G_{it}	Jahresüberschuss nach Steuern des Unternehmens i in der Periode t
P_y	Aktienkurs am Vortag
r_i	Zielausschüttungsquote des Unternehmens i
r_{ft}	risikofreie Rendite für die Periode t
r_{it}	Rendite der Aktie i für die Periode t
t_d	Steuersatz auf Dividendenzahlungen
t_k	Steuersatz auf Kursgewinne
u_{it}	Störgröße des Unternehmens i in der Periode t

Zweiter Teil
Abschnitt A

a_{ij}	Koeffizient (Faktorladung)
d_i	Faktorladung auf den variablen-spezifischen Faktor
d_{ij}	Euklidische Distanz der Objekte i und j
F_j	hinter den Einflussgrößen stehender gemeinsamer Faktor
k	anfänglich unbekannt, im Verlauf der Faktorenanalyse zu bestimmende Anzahl der gemeinsamen Faktoren
K	Anzahl der erhobenen Merkmale
n	Anzahl der nicht neutralen Antworten
n_1	Anzahl aller Antworten in der Gruppe 1
n_2	Anzahl aller Antworten in der Gruppe 2
n_1	Anzahl der Beobachtungen in der ersten Stichprobe
n_2	Anzahl der Beobachtungen in der zweiten Stichprobe
n_1	Anzahl der Messwerte in der 1. Stichprobe
n_2	Anzahl der Messwerte in der 2. Stichprobe
p_1	Anteil von Zustimmung (bzw. Neutralität oder Nicht-Zustimmung) in der Gruppe 1
p_2	Anteil von Zustimmung (bzw. Neutralität oder Nicht-Zustimmung) in der Gruppe 2
π	Eintrittswahrscheinlichkeit der Zustimmung
R_1	Rangsumme der 1. Stichprobe
σ_1^2	Varianz der ersten Stichprobe
σ_2^2	Varianz der zweiten Stichprobe
U_i	variablen-spezifischer Faktor
V_g	Fehlerquadratsumme der Gruppe g
X	Anzahl der zustimmenden Antworten
x_1	Anzahl der zustimmenden (bzw. neutralen oder nicht-zustimmenden) Antworten in der Gruppe 1
x_2	Anzahl der zustimmenden (bzw. neutralen oder nicht-zustimmenden) Antworten in der Gruppe 2
\bar{x}_1	Mittelwert der ersten Stichprobe
\bar{x}_2	Mittelwert der zweiten Stichprobe
x_i	Variable
y_{ik}	Merkmalsausprägung des Objekts i auf dem Merkmal k
y_{jk}	Merkmalsausprägung des Objekts j auf dem Merkmal k
y_{jkg}	Ausprägung des Merkmals k bei Objekt j (für alle Objekte $j = 1, \dots, J_g$) in der Gruppe g
\bar{y}_{kg}	Mittelwert über die Beobachtungswerte des Merkmals k in der Gruppe g
Z	Standardnormalvariable (Prüfgröße)

Abschnitt B

α	Regressionskonstante
AFA	Abschreibungen
β_j	Regressionskoeffizient der unabhängigen Variablen j
BS	Bilanzsumme
BW _{EK}	Buchwert des Eigenkapitals
DIV	Dividenden auf stimmberechtigte Aktien
DIV _i	Höhe der gezahlten Dividende für das Unternehmen i
DIVZ _i	Ereignis Dividendenzahlung für das Unternehmen i
e	2,71828183 (Eulersche Zahl)
EKQ	Eigenkapitalquote
FCF _i	Free Cash Flow des Unternehmens i
FK _i	Fremdkapital des Unternehmens i
GR _i	Größe des Unternehmens i
INST _i	Anteil institutioneller Anleger am Unternehmen i
INV _i	Investitionen des Unternehmens i
J	Anzahl der unabhängigen Variablen
JÜ _i	Jahresüberschuss des Unternehmens i
MAN _i	Anteil des Managements am Unternehmen i
MBV _i	Marktwert-Buchwert-Verhältnis des Unternehmens i
MW _{EK}	Marktwert des Eigenkapitals
p _i	Wahrscheinlichkeit des Eintretens des Ereignisses Dividendenzahlung für das Unternehmen i
R _j ²	Bestimmtheitsmaß für Regression der unabhängigen Variablen j auf die übrigen Variablen
SACH _i	Sachanlagen des Unternehmens i
STR _i	Streubesitz am Unternehmen i
u _i	Störgröße für das Unternehmen i
VDIV	Dividenden auf Vorzugsaktien
VIF _j	Varianzinflationsfaktor von Variabler j
x _{ji}	unabhängige Variable j für das Unternehmen i
y _i	abhängige Variable für das Unternehmen i
Y*	transformierte abhängige Variable
Y	zu transformierende abhängige Variable
z _i	latente abhängige Variable für das Unternehmen i

Einleitung

Das Phänomen der Zahlung von Dividenden ist untrennbar mit der Geschichte der Kapitalgesellschaft verknüpft und blickt auf eine mehr als 500-jährige Historie zurück. Ursprünglich handelte es sich bei den Dividenden um Liquidationszahlungen. Gemeinschaftlich finanzierte Schiffsreisen endeten nach ihrem Abschluss mit der Veräußerung von Ware und Schiff und der Auszahlung des Erlöses an die Anteilseigner. Später ging man dazu über, lediglich die erzielten Gewinne auszuschütten, um Erfahrung und Wissen in der Kapitalgesellschaft zu erhalten. Durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle entwickelte sich die Praxis der Zahlung von Dividenden zu einer weitgehend vom Management bestimmten Dividendenpolitik.¹

Die Frage, warum börsennotierte Aktiengesellschaften Dividenden zahlen, ist Gegenstand einer breiten Diskussion in der finanzierungstheoretischen Literatur besonders dort, wo Dividendenzahlungen gegenüber Kursgewinnen lange Zeit steuerlich benachteiligt wurden. Aufgrund der entwickelten Aktienmärkte wäre es den Anlegern dann möglich, eventuell gewünschte Zahlungen über den Verkauf von Aktien zu erhalten und dabei Steuern zu sparen. Trotzdem zahlen sehr viele Unternehmen regelmäßig zum Teil hohe Dividenden. Es scheint dabei das Prinzip der Vermögensmaximierung, die das Ziel eines „homo oeconomicus“ sein sollte, verletzt zu werden. Das "Dividend Puzzle"² gilt bis heute als ungelöst, obwohl eine Fülle an theoretischen Erklärungsansätzen von der weltweiten Wissenschaftsgilde geboten wurde, begleitet von einer noch größeren Anzahl empirischer Untersuchungen.

In Deutschland rückt die Dividende in den letzten zehn Jahren verstärkt in den Mittelpunkt des Interesses, nachdem sich in den Jahren 1999/2000 das Augenmerk vieler Marktteilnehmer auf wachstumsstarke Unternehmen und mögliche Kursgewinne richtete.³ Die 30 DAX-Unternehmen zahlen für das Jahr 2010 Dividenden in Höhe von insgesamt 26 Mrd. EUR: sechs Mrd. EUR mehr als im Vorjahr und nur zwei Mrd. EUR weniger als im Rekordjahr 2007.⁴ Der von der Deutsche Börse AG seit März 2005 berechnete DivDAX, der die 15 DAX-Unternehmen mit der höchsten Dividendenrendite enthält, spiegelt die verstärkte Nachfrage der Anleger nach Dividenden wider.⁵

¹ Zur Geschichte der Kapitalgesellschaft und der Praxis der Dividendenzahlungen siehe Frankfurter und Wood (2003), S. 11-47.

² Der Begriff "Dividend Puzzle" erscheint zum ersten Mal bei Black (1976). Aktuellere Beiträge, die einen Überblick über die Problematik schaffen, finden sich z.B. bei Frankfurter und Wood (2003), Brealey et al. (2008), S. 441-465, und Baker (2009). Eine etwas andere Sichtweise auf die Kontroverse liefern Frankfurter und McGoun (2000) und Frankfurter (2002).

³ Prokot (2006), S. 5.

⁴ Handelsblatt (2011), S. 25.

⁵ Börsen-Zeitung (2005), S. 18.

Die Dividende lässt sich grundsätzlich in barer und unbarer Form auszahlen. In Deutschland ist die Zahlung einer Bardividende am gebräuchlichsten. Dem Anteilseigner können jedoch auch eine unbare Naturaldividende oder eine unbare Wertpapierdividende vorgeschlagen werden. Bei der Wertpapierdividende erfolgt die Ausschüttung in Form von Schuldverschreibungen oder Aktien. Wenn im Rahmen einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln Rücklagen in Grundkapital umgewandelt werden, bekommen die Aktionäre Berichtigungsaktien.⁶ Eine weitere Möglichkeit der Dividendenzahlung stellt der Rückkauf eigener Aktien dar. In Deutschland ist sie gemäß § 71 AktG seit dessen Änderung durch das KonTraG im Jahr 1998 bis zu einer Höhe von 10% des Grundkapitals erlaubt.

Zielsetzung der vorliegenden Arbeit ist es, auf der Basis der in der finanzierungstheoretischen Literatur vorhandenen theoretischen Erklärungsansätze potenzielle Einflussfaktoren der Dividendenpolitik herauszuarbeiten und empirisch zu überprüfen. Dabei befasst sich die Arbeit lediglich mit der Problematik der Zahlung von Bardividenden.⁷

Der erste Teil der Arbeit liefert einen Überblick über die existierenden theoretischen Erklärungsansätze zur Dividendenpolitik und die Ergebnisse ihrer empirischen Überprüfung. Vor diesem Hintergrund wird das weitere Vorgehen für die eigene empirische Untersuchung begründet. Es lässt sich zeigen, dass die Kombination einer Befragung von Entscheidungsträgern mit der quantitativen Analyse anhand von Unternehmenscharakteristika vielversprechend erscheint.

Im zweiten Teil der Arbeit werden die Ergebnisse einer Befragung von Finanzvorständen börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland dargestellt und analysiert. Dabei richtet sich das Augenmerk sowohl auf das Gesamtbild als auch auf Unterschiede in der Wahrnehmung von Dividenden durch die Finanzvorstände. Indem man Differenzen in der Wahrnehmung mit Unterschieden hinsichtlich Bilanzdaten und Unternehmenscharakteristika in Verbindung bringt, lässt sich das Verständnis der Einflussfaktoren der Dividendenentscheidung vor dem Hintergrund der Theorie weiter vertiefen.

Eine rein quantitative Analyse auf der Basis von Bilanz- und Anteilseignerkennzahlen rundet die empirische Untersuchung ab. Auf der Grundlage der vorhandenen Datenbasis werden Determinanten herausgearbeitet und Hypothesen aufgestellt, anhand derer sich die theoretischen Erklärungsansätze empirisch überprüfen lassen.

Die Schlussbetrachtung führt die Ergebnisse der Befragung und der rein quantitativen Analyse zusammen.

⁶ Matschke und Sieben (1981), Sp. 395 f., und Bohr (1984), Sp. 1187 f.

⁷ Zur Praxis und Theorie des Erwerbs eigener Aktien siehe ausführlich Lease et al. (2000), S. 153-178, Frankfurter und Wood (2003), S. 206-219, Hsieh und Wang (2009), S. 241-273, sowie Cornell (2009), S. 275-290. Zur Ausschüttung von Berichtigungsaktien siehe Frankfurter und Wood (2003), S. 193-205, und Michayluk (2009), S. 325-341.

Erster Teil: Erklärungsansätze der Dividendenpolitik

A. Systematisierung der Erklärungsansätze

Die Fülle der theoretischen Erklärungsansätze lässt sich nach verschiedenen Kriterien systematisch einordnen. Die durch Abbildung 1 veranschaulichte Systematisierung ist in ihrem Kern an Frankfurter und Wood (2002) angelehnt und bietet eine Übersicht der wichtigsten theoretischen Erklärungsansätze.

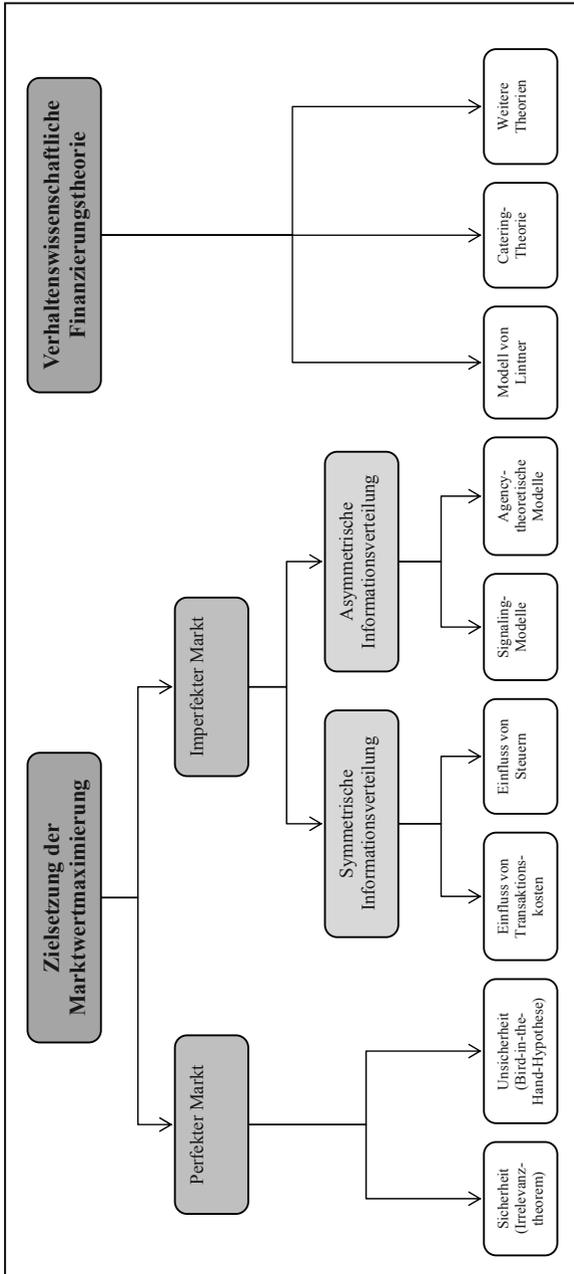
Eine erste Unterteilung kann man auf der Basis der angenommenen Motivation für die Dividendenzahlung vornehmen. Die moderne Finanzierungstheorie geht davon aus, dass sich die beteiligten Wirtschaftssubjekte rational im Sinne eines „homo oeconomicus“ verhalten. Das Management verfolgt das *Ziel der Marktwertmaximierung* und ordnet auch die Dividendenpolitik diesem Ziel unter. Diese Annahme wird im Rahmen der *verhaltenswissenschaftlichen Finanzierungstheorie* aufgehoben. Die Wirtschaftssubjekte verhalten sich teilweise irrational. Verhaltenswissenschaftliche Erklärungsansätze wie das Modell von Lintner (1956) und die Catering-Theorie versuchen, das Verhalten der Wirtschaftssubjekte aus empirischen Beobachtungen abzuleiten und zu modellieren. Andere Theorien wie die Prospect-Theorie oder die Theorie des sozialen Kontrakts wenden Erkenntnisse aus der Psychologie und Soziologie auf die Dividendenproblematik an.

Eine weitere Unterteilung der Erklärungsansätze, die von der Zielsetzung der Marktwertermaximierung ausgehen, lässt sich nach der Beschaffenheit des Kapitalmarktes durchführen. An einem *perfekten Markt* zeigen Miller und Modigliani (1961), dass die Dividendenpolitik für den Wert des Unternehmens irrelevant ist. An einem *imperfekten Markt* können Marktimperfectionen jedoch dazu führen, dass die Dividendenpolitik einen Einfluss auf den Unternehmenswert hat.

Zahlreiche theoretische und empirische Untersuchungen befassen sich mit der Bedeutung von Marktimperfectionen für die Dividendenentscheidung. Unter der Annahme einer *symmetrischen Informationsverteilung* zwischen den Marktteilnehmern richtet sich das Augenmerk auf Transaktionskosten und Steuern. Bei *asymmetrischer Informationsverteilung* wird zum einen im Rahmen von Signaling-Modellen die Bedeutung der Dividendenpolitik beim Abbau der Informationsasymmetrie untersucht. Zum anderen gehen agencytheoretische Modelle der Frage nach, welche Rolle Dividenden bei der Bewältigung von Interessenskonflikten zwischen den Wirtschaftssubjekten spielen.⁸

⁸ In der Abbildung 1 fehlt auf den ersten Blick die Residual-Hypothese der Dividendenpolitik. Eine theoretische Begründung für die Residualpolitik lieferte Jensen (1986) im Rahmen der Free-Cash-Flow-Hypothese. Sie stellt ein agencytheoretisches Modell dar und wird im Abschnitt D.I.2. behandelt. Ausführlich zur Dividenden-Residualpolitik siehe Smith (2009).

Abbildung 1: Systematische Einordnung der Erklärungsansätze der Dividendenpolitik



B. Dividendenpolitik unter der Annahme perfekter Märkte

I. Dividendenpolitik unter Sicherheit

Die folgenden Ausführungen sind weitgehend an den bahnbrechenden Aufsatz von Miller und Modigliani (1961) angelehnt und gehen von einem perfekten Markt aus. Das bedeutet:

- Informationen sind kostenlos und für jeden Marktteilnehmer in gleicher Weise zugänglich.
- Es bestehen keine Konflikte zwischen dem Management und den Aktionären. Das Management verfolgt das Ziel der Marktwertmaximierung.
- Es existieren für die Aktionäre keine Unterschiede in der Besteuerung verschiedener Einnahmequellen. Insbesondere Bardividenden und Kursgewinne werden gleich besteuert.
- Es fallen keine Transaktionskosten am Primär- und Sekundärmarkt an.
- Der Markt hat eine atomistische Struktur: Kein Marktteilnehmer besitzt genug Marktmacht, um den Aktienkurs zu beeinflussen.
- Das Investitionsprogramm des Unternehmens steht fest und hängt nicht von der Dividenden- oder Finanzierungspolitik ab.
- Die zukünftigen Zahlungsüberschüsse des Unternehmens sind sicher.

Aus den erwirtschafteten Zahlungsüberschüssen muss das Unternehmen das Investitionsprogramm finanzieren. Wenn nach den Investitionen ein Überschuss bleibt, kann er voll oder teilweise an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Der Aktienkurs fällt dann genau um die Höhe der gezahlten Bardividende. Ansonsten ergäben sich für die Anleger Arbitragemöglichkeiten: Sollte der Kursrückgang höher (niedriger) als die Dividende sein, kann ein Anleger die Aktie vor dem Ausschüttungszeitpunkt verkaufen (kaufen) und sie am Ex-Dividenden-Tag wieder erwerben (veräußern). So erzielt er einen risikofreien Gewinn. Der arbitragebasierte Handel würde den Aktienkurs auf das entsprechende Niveau treiben.

Wenn das Management eine höhere Dividende als den ausschüttbaren Zahlungsüberschuss zahlen will, müssen die Mittel für die Ausschüttung außerhalb des Unternehmens aufgenommen werden. Bei einer Fremdfinanzierung muss der aufgenommene Betrag zuzüglich Zinsen in zukünftigen Perioden aus den erwirtschafteten Zahlungsüberschüssen zurückgezahlt werden. Die Aktionäre werden demzufolge in kommenden Perioden auf Dividenden verzichten müssen. Wenn der Unternehmenswert sich aus dem zukünftigen Dividendenstrom berechnet⁹, wird der Aktienkurs um das Ausmaß der ausgeschütteten Zahlungsüberschüsse zuzüglich der diskontierten künftigen Dividendenausfälle, d.h. des aufgenommenen Fremdkapitals zur Finanzierung der höheren Dividende, fallen. Die Summe beträgt genau die Höhe der gezahlten Bardividende.

⁹ Zum Dividendendiskontierungsmodell siehe Gordon (1959).

Wenn anstelle einer Fremdmittelaufnahme neues Eigenkapital durch die Emission junger Aktien aufgenommen wird, fällt der Aktienkurs ebenfalls um die Höhe der gezahlten Dividende. Der um die ausgeschütteten Zahlungsüberschüsse reduzierte Unternehmenswert verteilt sich auf eine höhere Anzahl von Aktien als vor der Emission. Folglich fällt der Aktienkurs genau um den aus Zahlungsüberschüssen und Eigenkapitalaufnahme finanzierten Ausschüttungsbetrag.¹⁰

In allen drei Fällen verändert sich das Vermögen der Aktionäre durch die Ausschüttung von Bardividenden nicht. Eine höhere (niedrigere) Dividendenzahlung wird durch einen niedrigeren (höheren) Aktienkurs exakt kompensiert. Die Dividendenpolitik ist vor dem Hintergrund der Zielsetzung Marktwertmaximierung irrelevant. Sie führt nur zu einer Veränderung des Anteils der beiden Einkommensarten Dividenden und Kursgewinne am Gesamteinkommen des Aktionärs.

DeAngelo und DeAngelo (2006) argumentieren, dass Miller und Modigliani in ihrer Beweisführung implizit von der Annahme ausgehen, dass der Free Cash Flow einer Periode voll ausgeschüttet wird. Wenn jedoch das Management einen Teil des Free Cash Flow thesaurieren darf, kann es in Projekte mit negativem Nettobarwert investieren und den Unternehmenswert verringern. Somit hätte die Dividendenpolitik einen Einfluss auf das Vermögen der Aktionäre.¹¹ Allerdings widerlegt Berlingeri (2006) anhand von arbitragebasierten Überlegungen das Argument von DeAngelo und DeAngelo (2006).

II. *Dividendenpolitik unter Unsicherheit*

Unter der Annahme unsicherer zukünftiger Zahlungsüberschüsse des Unternehmens argumentieren einige Autoren, dass Dividenden leichter als Kursgewinne voraussagen sind. Die Manager sind in der Lage, die Dividende, nicht aber den Aktienkurs zu stabilisieren. Also stellen Dividenden ein sicheres Einkommen dar, während Kursgewinne unsicher, d.h risikobehaftet sind.¹² Deshalb werden Kursgewinne mit einem höheren Diskontierungssatz als Dividendenzahlungen abgezinst. Wenn zwei Unternehmen sich ausschließlich durch die Höhe der gezahlten Dividenden unterscheiden, ist ihr Marktwert nicht gleich, da die einbehaltenen zukünftigen Zahlungsüberschüsse heute weniger wert sind als die auszuschüttenden. Das Unternehmen mit den höheren Dividendenzahlungen würde folglich auch den höheren Marktwert aufweisen.¹³

¹⁰ Ein mathematischer Beweis der Irrelevanz der Dividendenpolitik für den Unternehmenswert auf der Basis des Dividendendiskontierungsmodells findet sich beispielsweise bei Lease et al. (2000), S. 37–42.

¹¹ Die Argumentation von DeAngelo und DeAngelo (2006) schlägt eine Brücke zu der Free-Cash-Flow-Hypothese von Jensen (1986). Siehe hierzu Abschnitt D.I.2.1.

¹² Die sogenannte „Bird-in-the-Hand“-Hypothese wurde von Gordon (1959) entwickelt.

¹³ In ihrem Standardwerk zur Aktienanalyse plädierten Graham und Dodd (1951) „... to evaluate common stock by applying one multiplier to that portion of the earnings paid out in dividends and a much smaller multiplier to the undistributed balance“. Graham und Dodd (1951), S. 432.

Diese Argumentation gilt jedoch nicht für den Fall, dass der Anleger seine Aktien an einem perfekten Markt veräußern oder das Unternehmen neue Aktien emittieren kann. Der Aktionär kann eine sichere Zahlung zum jetzigen Zeitpunkt durch eine höhere Ausschüttung erhalten. Die höhere Bardividende – bei unverändertem Investitionsprogramm – kann durch die Aufnahme von Fremdkapital oder zusätzlichem Eigenkapital finanziert werden. Die Aufnahme von Fremdkapital erhöht das Risiko des Unternehmens. Die erwartete Rendite der Eigenkapitalgeber, mit der die zukünftigen Dividenden abgezinst werden, steigt. Der Unternehmenswert sinkt, und zwar genau in der Höhe der gezahlten höheren Dividende. Ansonsten ergäben sich Arbitragemöglichkeiten.¹⁴ Das Vermögen des Aktionärs bleibt also gleich. Ähnliches gilt für den Fall der Emission neuer Aktien: Der Aktienkurs fällt aufgrund der höheren Aktienanzahl genau um den Betrag der höheren Dividende. In beiden Fällen verändern sich der Unternehmenswert und das Vermögen des Aktionärs nicht, es findet lediglich ein Risiko- und Eigentumstransfer statt: vom Altaktionär zu den Fremdkapitalgebern bzw. zu den neuen Aktionären.

Die sichere Vermögensposition kann der Anleger auch durch den Verkauf von Anteilen statt durch eine höhere Ausschüttung erzielen („homemade dividend“). In diesem Fall findet ebenfalls ein Risiko- und Eigentumstransfer zwischen den Alt- und Neuaktionären statt. Der Unternehmenswert und das Vermögen des Anlegers bleiben unverändert.¹⁵

Auch unter Unsicherheit ist somit die Dividendenpolitik auf perfekten Märkten irrelevant.

C. Dividendenpolitik unter der Annahme imperfekter Märkte und symmetrischer Informationsverteilung

I. Der Einfluss von Transaktionskosten auf die Dividendenpolitik

Die Dividendenpolitik ist für den Unternehmenswert irrelevant, wenn die Aktionäre ihre Präferenzen bezüglich der zeitlichen Verteilung der Zahlungen aus dem Unternehmen unabhängig von der Ausschüttungspolitik des Unternehmens realisieren können. Bei zu hoher Ausschüttung können die Anleger die überschüssigen Mittel erneut anlegen, bei zu niedriger Dividendenzahlung können sie den benötigten Zahlungsstrom durch Aktienverkäufe induzieren.

Wenn jedoch Aktienkäufe und -verkäufe mit Transaktionskosten¹⁶ verbunden sind, ist es für die Aktionäre nicht mehr irrelevant, wie der Zahlungsstrom zustande kommt.

¹⁴ Miller und Modigliani (1961), S. 428-430.

¹⁵ Siehe hierzu Brealey (1998), S. 138 f. sowie Brealey et al. (2008), S. 456.

¹⁶ Transaktionskosten sind beispielsweise Provisionen, Kosten sofortigen Abschlusses usw. Ausführlich zu den Komponenten der Transaktionskosten siehe Schmidt (1977), S. 21-30, und Schmidt (1983), S. 192-195.