

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.

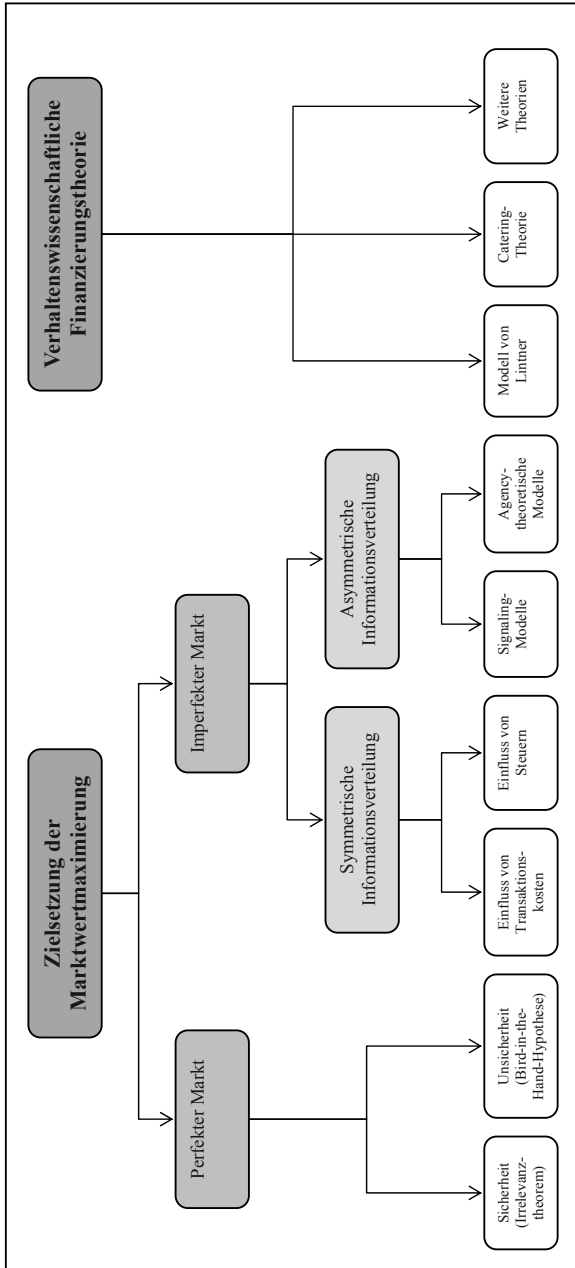
Eine erste Unterteilung kann man auf der Basis der angenommenen Motivation für die Dividendenzahlung vornehmen. Die moderne Finanzierungstheorie geht davon aus, dass sich die beteiligten Wirtschaftssubjekte rational im Sinne eines „*homo oeconomicus*“ verhalten. Das Management verfolgt das *Ziel der 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 Finanzierungs politik 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.

Bei niedrigeren Kosten der Zahlung von Bardividenden im Vergleich zu den Transaktionskosten beim Aktienhandel ziehen es die Anleger vor, das benötigte Einkommen aus der Zahlung von Bardividenden zu beziehen. Die Zahlungsüberschüsse der Anleger sind nach Transaktionskosten höher. Vor dem Hintergrund der Vermögensmaximierung sind sie c.p. bestrebt, die mit dem Realisieren des gewünschten Zahlungsstroms verbundenen Transaktionskosten zu minimieren. Anleger, die hohe (geringe) regelmäßige Zahlungen aus ihren Unternehmensanteilen erwarten, werden in Unternehmen investieren, die eine nachhaltig hohe (niedrige) Bardividende zahlen. Es bilden sich Klientelen heraus, die auf den zeitlichen Konsumpräferenzen basieren.¹⁷ Die Dividendenpolitik wäre in diesem Fall nicht mehr irrelevant.¹⁸

An einem Markt, an dem Transaktionskosten anfallen, ist eine stabile Dividendenpolitik optimal. Es können sich die entsprechenden Klientelen bilden und die Transaktionskosten minimiert werden. In einem solchen Gleichgewicht kann die Unternehmensführung den Unternehmenswert durch die Dividendenpolitik nicht mehr beeinflussen. Eine Veränderung des Dividendenstroms wird zu einer Änderung der Aktionärsstruktur, der Klientel führen. Da jedoch eine Klientel genauso gut ist wie die andere, bleibt die Dividendenpolitik für den Unternehmenswert irrelevant.¹⁹

Neben den Transaktionskosten der Anleger entstehen auch Kosten bei der Aufnahme von externem Kapital durch das Unternehmen. Wenn das Unternehmen zusätzliches Eigenkapital aufnehmen muss, um eine höhere Bardividende zu finanzieren, fallen Emissionskosten an.²⁰ Unter sonst gleichbleibenden Annahmen erwarten die Aktionäre, dass das Management die Transaktionskosten der externen Kapitalaufnahme minimiert. Das Unternehmen wird dann eine Residualpolitik betreiben. Die Höhe der Bardividende wird tendenziell umso niedriger sein, je höher die Schwankungen in den erwirtschafteten Zahlungsüberschüssen sind. Das Unternehmen wird den maximal möglichen Betrag nicht ausschütten, um mit den einbehaltenen Gewinnen die notwendigen Investitionen in zukünftigen Perioden zu finanzieren und Emissionskosten zu vermeiden.²¹

Empirische Untersuchungen bestätigen den Einfluss der Transaktionskosten auf die Dividendenpolitik. Rozeff (1982) entwickelt und bestätigt empirisch ein Modell, in dem die optimale Ausschüttungsquote aus dem Trade off zwischen Transaktionskosten

¹⁷ Siehe zu steuerbedingten Klienteleffekten auch Abschnitt D.II.4.

¹⁸ Pettit (1977) weist einen signifikanten Einfluss zweier Variabler, die die relative Zeitpräferenz der Anleger widerspiegeln sollen, auf die Dividendenrendite nach. Er schließt daraus, dass die Transaktionskosten zur Klientelbildung führen und die Dividendenpolitik beeinflussen. Pettit (1977), S. 435.

¹⁹ Lease et al. (2000), S. 48. Hier liegen andere Marktimperfektionen nicht vor, wie z.B. asymmetrische Informationsverteilung und damit verbundene Agency-Kosten.

²⁰ Zu Emissionskosten allgemein siehe z.B. Brealey et al. (2008), S. 417-421.

²¹ Rozeff (1982), S. 251 f. Siehe hierzu auch die Ausführungen zur Pecking-Order-Theorie im Abschnitt E.I.2.1.

der Kapitalaufnahme und Agency-Kosten²² resultiert. Dempsey und Laber (1992) sehen das Modell von Rozeff (1982) auch auf einer breiteren Datenbasis bestätigt. Banerjee et al. (2007) zeigen, dass Eigentümer von weniger (mehr) liquiden Aktien eine höhere (niedrigere) Dividende erwarten.²³

II. Der Einfluss von Steuern auf die Dividendenpolitik

Steuern stellen eine wichtige Marktunvollkommenheit dar. In der Literatur wurde der Zusammenhang zwischen Besteuerung und Ausschüttungspolitik umfassend analysiert. Dabei bewegte sich die Forschung in vier Hauptrichtungen: Zusammenhang zwischen erwarteter Dividenden- und Aktienrendite, Entwicklung des Aktienkurses am Ex-Dividendtag, Bildung von Klientelen und Einfluss von Steuerreformen. Dieser Abschnitt stellt nach einem Überblick der Argumente für und gegen die Relevanz der Besteuerung, die in der Literatur angeführt werden, diese vier Forschungsstränge sowie den speziellen Fall von Citizen Utilities vor.

1. Argumente für und gegen die Relevanz der Besteuerung

Der Wert der Aktie bestimmt sich aus den erwarteten Zahlungsüberschüssen für die Aktionäre. Dabei sind für die Anleger die Zahlungsüberschüsse nach Steuern von Bedeutung. Wenn Dividenden und Kursgewinne oder andere Ausschüttungsformen steuerlich unterschiedlich behandelt werden, stehen die Aktionäre der Form der empfangenen Zahlung aus der Aktie nicht indifferent gegenüber. Steuern beeinflussen dann die Dividendenpolitik des Unternehmens.

Zunächst sei unterstellt, dass Bardividenden höher besteuert werden als Kursgewinne. Dann müssten die Anleger es vorziehen, ihren Anteil am Unternehmensgewinn in Form von Kursgewinnen statt Bardividenden zu erhalten. Sie hätten eine niedrigere Steuerbelastung und erzielen eine höhere Rendite nach Steuern. Eine Aktie, die das gleiche Risiko aufweist wie eine andere, aber eine höhere Dividendenrendite, müsste mit einem Kursabschlag gehandelt werden. Die Zahlung von Bardividenden würde den Unternehmenswert reduzieren.²⁴ Es wäre demnach optimal, sämtliche Gewinne einzubehalten.²⁵ In der Realität schütten viele Unternehmen jedoch regelmäßig Bardi-

²² Agency-Kosten entstehen aufgrund divergierender Interessen der Beteiligten und mindern den Marktwert des Unternehmens. Sie werden ausführlich im Abschnitt D.I. behandelt.

²³ Die Liquidität ist definiert als die Möglichkeit, Wertpapiere jederzeit ohne nennenswerte Zu- oder Abschläge vom Marktpreis zu kaufen bzw. zu verkaufen. Schmidt und Iversen (1991), S. 210. Zum Begriff und den Eigenschaften der Liquidität allgemein siehe Stützel (1959). Zum Begriff des Liquiditätsgrads von Finanztiteln und dessen Bedeutung siehe Stützel (1959) und Schmidt (1979).

²⁴ Der Effekt auf den Unternehmenswert wäre jedoch moderat, wenn der Steuervorteil mit einem risikobehafteten statt einem risikofreien Diskontierungssatz abgezinst wird. Modigliani (1982), S. 257.

²⁵ Brealey et al. (2008) nennen die Wissenschaftler, die für eine Ausschüttungsquote von Null plädieren, die "Leftists". Brealey et al. (2008), S. 457.

videnden aus. Diesen Widerspruch zwischen dem theoretisch begründeten rationalen und dem tatsächlich in der Praxis beobachteten Verhalten in den USA nannte Black (1976) das "Dividend Puzzle".

Masulis und Trueman (1988) argumentieren, dass nicht alle Gewinne einbehalten werden können, da das mit zusätzlichen Kosten verbunden ist. Die thesaurierten Gewinne müssten entweder in Projekte mit abnehmender marginaler Rendite oder in Wertpapiere investiert werden, die entweder zu zusätzlichen Steuerzahlungen führen oder im Fall, dass sie steuerfrei sind, eine niedrigere Rendite erzielen. Wegen dieser Kosten können auch Anleger in höheren Steuerklassen Dividenden bevorzugen. Das Modell erklärt jedoch nicht, warum die Unternehmen nicht ihre Aktien zurückkaufen, statt Bardividenden auszuschütten.

Feldstein und Green (1983) entwickeln ein Gleichgewichtsmodell, in dem es neben den steuerpflichtigen Anlegern auch Institutionen gibt, die keine Steuern zahlen müssen. Alle Anleger sind risikoavers und müssen ihre Entscheidungen unter Unsicherheit treffen. Die Aktionäre begegnen der Unsicherheit durch Diversifikation. Die Präferenzen der Anleger aus den verschiedenen Steuerklassen und ihr Wunsch nach Diversifikation führen zu einem Gleichgewicht, in dem alle Unternehmen einen Teil ihrer Gewinne ausschütten.

Sogar wenn Bardividenden und Kursgewinne gleich besteuert werden, haben Kursgewinne einen steuerlichen Vorteil. Sie werden besteuert, wenn die Aktie verkauft wird. Somit können die Aktionäre durch ihre Verkaufsentscheidung den Zeitpunkt und die Höhe ihrer Steuerzahlungen beeinflussen. Je später die Kursgewinne realisiert werden, desto niedriger ist der Barwert der Steuerzahlung.²⁶ De facto können Steuerzahlungen auf nicht realisierte Kursgewinne unendlich verschoben werden.²⁷

Eine mögliche Erklärung für die Existenz von Dividendenzahlungen liefern Miller und Scholes (1978). Sie zeigen in ihrem Modell, dass die Besteuerung der erhaltenen Bardividenden unter den damals gültigen steuerlichen Regelungen in den USA vermieden werden kann. Der Aktionär nimmt einen Kredit auf, auf den er Zinsen in Höhe seines Dividendeneinkommens zahlen muss. Beide Positionen können dann bei der Berechnung des zu besteuern Einkommens gegeneinander aufgerechnet werden. Das aufgenommene Kapital investiert der Anleger in steuerfreie Anlagen. Die Umgehung der Besteuerung der Dividenden reicht jedoch nicht aus, um die Nachfrage nach ihnen zu begründen. Wenn die Ergebnisse des Steuergleichgewichtsmodells von Miller (1977)²⁸ berücksichtigt werden, ist es für alle Anleger optimal, Zinseinkommen zu erhalten und

²⁶ Dieser Zusammenhang wurde von Constantinides (1983) und Constantinides (1984) modelliert. Siehe dazu auch Lease et al. (2000), S. 52.

²⁷ Zu dem sogenannten "Lock-in-Effekt" siehe Fredland et al. (1968). Swoboda und Köhler (1971) haben eine negative Korrelation zwischen der Verkaufswahrscheinlichkeit und der Höhe der Kapitalgewinnsteuer festgestellt.

²⁸ Im Modell von Miller (1977) fragen alle Anleger, deren Steuersatz über dem Körperschaftsteuersatz liegt, nur Kursgewinne nach, während alle anderen Zinseinkünfte bevorzugen.

darauf den beschriebenen Umgehungsmechanismus anzuwenden. DeAngelo und Masulis (1980) zeigen, dass die Annahme eines zusätzlichen Freibetrags für das Dividendeneinkommen notwendig ist, damit im Modell von Miller und Scholes (1978) Dividenden nachgefragt und gezahlt werden.²⁹

Empirische Untersuchungen konnten die Hypothese von Miller und Scholes (1978) jedoch nicht bestätigen. Feenberg (1981) zeigt, dass der beschriebene Steuerumgehungsmechanismus nur für eine begrenzte Anzahl von Aktionären anwendbar ist, die in keiner Einkommensklasse mehr als 15% des Dividendeneinkommens empfangen. Es ist unwahrscheinlich, dass sie die Dividendenpolitik beeinflussen können. Zu ähnlichen Ergebnissen gelangen Peterson et al. (1985): Sehr wenige Anleger, die einen sehr geringen Teil des Dividendeneinkommens empfangen, wenden den Umgehungsmechanismus von Miller und Scholes (1978) an.

Die Vertreter der sogenannten "neuen" Sichtweise argumentieren ebenfalls für die Irrelevanz der Besteuerung für die Dividendenpolitik.³⁰ Sie gehen davon aus, dass die von dem Unternehmen generierten Zahlungsüberschüsse früher oder später an die Aktionäre in Form von Bardividenden ausgeschüttet werden müssen. Die erwarteten Steuerzahlungen sind rational kapitalisiert in dem aktuellen Kurs der Aktie. Folglich bestimmt die aktuelle Ausschüttungsquote nur den Zeitpunkt der Ausschüttung. Eine Veränderung beeinflusst den Aktienkurs nicht. Dementsprechend kann der Unternehmenswert durch das Einbehalten von Gewinnen nicht gesteigert werden. Die "neue" Sichtweise geht jedoch von der restriktiven Annahme aus, dass die Zahlung von Bardividenden der einzige Weg ist, Gewinne an die Aktionäre auszuschütten. Eine vorteilhafte Besteuerung von Aktienrückkäufen wird nicht berücksichtigt.³¹

²⁹ Fung und Theobald (1984) wenden die Analyse von DeAngelo und Masulis (1980) auf Steuersysteme mit Steuergutschrift an. In Frankreich und Großbritannien dominieren Zinseinkünfte das Dividendeneinkommen, in Deutschland sind es perfekte Substitute. Die Einführung einer Steuergutschrift ist demnach nicht ausreichend, um ein Gleichgewicht zu erhalten. Es bedarf weiterer Steuervergünstigungen.

³⁰ Die "neue" Sichtweise basiert auf den Modellen von Elton und Gruber (1970) und Auerbach (1979). Eine Gegenüberstellung der "neuen" und der "traditionellen" Sichtweisen findet sich bei Zodrow (1991) und Dempsey (2001).

³¹ Poterba und Summers (1983) leiten die Implikationen der "neuen" und der "traditionellen" Sichtweise für Investitionsentscheidungen in Großbritannien für die Periode von 1950 bis 1980 ab und vergleichen die Performance der abgeleiteten Investitionsgleichungen. Sie weisen die Gültigkeit der "traditionellen" Sichtweise nach. Die "neue" Sichtweise kann demnach keine Erklärung für die Zahlung von Bardividenden liefern. Poterba und Summers (1983), S. 164.

2. Der Zusammenhang zwischen erwarteter Dividenden- und Aktienrendite

Wenn die Anleger aus steuerlichen Gesichtspunkten Kapitalgewinne der Ausschüttung von Bardividenden vorziehen, beeinflusst die Dividendenpolitik den Unternehmenswert. Dieser Tatbestand wurde von Brennan (1970) in einem Modell erfasst. Damit Aktien mit hoher Ausschüttungsquote nachgefragt werden, müssen sie dieselbe Rendite nach Steuern abwerfen wie Aktien mit niedriger Ausschüttungsquote. Da das Dividendeneinkommen steuerlich benachteiligt ist, muss die Vorsteuerrendite des Unternehmens mit hoher Ausschüttungsquote eine Prämie aufweisen. Wenn dieser Zusammenhang im Rahmen des Capital Asset Pricing Model (CAPM)³² betrachtet wird, so bedeutet das, dass die erwartete Rendite der Aktie vor Steuern nicht mehr ausschließlich vom Risiko abhängt. Brennan (1970) entwickelt ein Steuer-CAPM, in dem neben dem Risiko auch die Dividendenrendite der Aktie die erwartete Rendite vor Steuern bestimmt. Das Modell impliziert, dass Aktien mit höherer Dividendenrendite c.p. einen niedrigeren Kurs aufweisen. Es wird durch folgende Gleichung ausgedrückt:

$$E(r_{it} - r_{ft}) = a_1 + a_2 \cdot \beta_{it} + a_3 (d_{it} - r_{ft}) \quad (1)$$

mit: r_{it} = Rendite der Aktie i für die Periode t
 β_{it} = systematisches Risiko der Aktie i für die Periode t
 d_{it} = Dividendenrendite der Aktie i für die Periode t
 r_{ft} = risikofreie Rendite für die Periode t
 a_1 = Regressionskonstante
 a_2, a_3 = Regressionskoeffizienten der unabhängigen Variablen

Wenn a_3 signifikant positiv ist, erwarten die Anleger eine höhere Rendite vor Steuern für Aktien mit höherer Ausschüttungsquote. Sie wollen für die steuerliche Benachteiligung des Dividendeneinkommens kompensiert werden. In diesem Fall beeinflusst die Besteuerung der Dividenden den Unternehmenswert und ist relevant für die Dividendenpolitik.³³

Das Modell von Brennan (1970) wurde von Litzenberger und Ramaswamy (1979) weiterentwickelt. Sie führen einen progressiven Steuersatz und verschiedene Restriktionen ein, die die Kreditaufnahmemöglichkeiten der Anleger beschränken. Auf der Basis ihres Modells führen sie eine empirische Untersuchung durch. Litzenberger und Ramaswamy (1979) stellen eine statistisch signifikante positive Beziehung zwischen der Dividendenrendite und der Aktienrendite vor Steuern in dem Monat der Dividendenzahlung und dem darauffolgenden Monat fest. Die Ergebnisse führen sie auf Steuereffekte zurück. In einer ähnlich aufgebauten Untersuchung weisen auch Gordon und Bradford (1980) Steuereffekte nach. Die Tatsache, dass in der betrachteten Periode

³² Das CAPM wurde von Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966) entwickelt. Eine Darstellung des Modells findet sich beispielsweise bei Brealey et al. (2008), S. 232 ff.

³³ Eine Darstellung des Steuer-CAPM sowie seiner Modifikationen findet sich bei Schulz (2006), S. 57-69.

Kapitalgewinne und Bardividenden gleich bewertet werden, begründen sie mit der Existenz von steuerbefreiten Anlegern wie Pensionsfonds und sehen die Steuerhypothese bestätigt. Einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen der Dividenden- und Aktienrendite stellen auch Elton, Gruber und Rentzler (1983), Graddy und Karna (1986) sowie Morgan (1980) fest. Morgan (1980) kann ihn jedoch nur für die Teilperiode 1968-1971 in den USA nachweisen. In der Folgeperiode 1972-1977 sowie der Gesamtperiode 1968-1977 ist der Zusammenhang zwischen Dividenden- und Aktienrendite nicht signifikant. Morgan (1980) führt das auf die Steuerreform 1972 zurück.³⁴ Poterba und Summers (1984) untersuchen für die Periode 1955-1981 den Zusammenhang zwischen Aktien- und Dividendenrenditen während drei verschiedener Steuerregimes in Großbritannien und stellen einen signifikanten Einfluss der Änderungen in der Dividendenbesteuerung fest.

Um Steuer- und Informationseffekte auseinanderzuhalten, versuchen Morgan (1982) und Ang und Peterson (1985), den Zusammenhang zwischen erwarteter Aktien- und Dividendenrendite anhand von Ex-ante-Daten zu untersuchen. Beide Untersuchungen stellen eine signifikante positive Beziehung fest.³⁵

Den dargestellten Untersuchungen, die Steuereffekte nachweisen, steht eine Vielzahl von Untersuchungen entgegen, die einen Effekt der Besteuerung auf den Unternehmenswert und somit auf die Dividendenpolitik verneinen. Black und Scholes (1974) stellen für die Periode 1926-1966 keinen signifikanten Zusammenhang zwischen Dividenden- und Aktienrendite in den USA fest. Demzufolge bescheinigen sie der Dividendenpolitik höchstens einen kurzfristigen Effekt auf den Unternehmenswert.³⁶ Widersprüchliche Ergebnisse liefert Blume (1980). Die unterschiedliche Besteuerung von Dividenden und Kapitalgewinnen kann die Entwicklung der Aktienrenditen in der Periode 1936-1976 in den USA nicht erklären.

Die bekannteste Untersuchung, die einen Steuereffekt auf die Dividendenpolitik abstreitet, ist die Studie von Miller und Scholes (1982) für die Periode 1940-1978 in den USA. Ihnen zufolge ist der Zusammenhang zwischen Dividenden- und Aktienrendite abhängig von der Art der Berechnung der Dividendenrendite. Während Litzenberger und Ramaswamy (1979) monatliche Dividendenrenditen berechnen, ermitteln Miller und Scholes (1982) die Dividendenrenditen auf jährlicher Basis. Da die Unternehmen in den USA Dividenden quartalsweise ausschütten, weisen sie in zwei von drei Monaten eine Dividendenrendite von null auf. Wenn die Ausschüttungszeitpunkte gleichmäßig über das Jahr verteilt sind, beeinflussen diese Dividendenrenditen von null die Ergebnisse erheblich. Kurzfristig berechnete Dividendenrenditen sind demnach nicht

³⁴ Morgan (1980), S. 105.

³⁵ Der von Morgan (1982) festgestellte Zusammenhang zwischen erwarteter Dividenden- und Aktienrendite entspricht jedoch nicht exakt dem auf der Basis des Steuer-CAPM erwarteten Zusammenhang. Morgan (1982), S. 1086. Die von Ang und Peterson (1985) nachgewiesene positive Beziehung ist in manchen Jahren nicht signifikant. Ang und Peterson (1985), S. 546 f.

³⁶ Black und Scholes (1974), S. 21. Einen kurzfristigen, aber keinen langfristigen Effekt der Besteuerung auf die Aktienrenditen stellen für Großbritannien Brealey und Kwan (1999) fest.

geeignet, um langfristige Effekte der Besteuerung auf die Dividendenpolitik nachzuweisen. Miller und Scholes (1982) untersuchen die Beziehung zwischen Dividenden- und Aktienrenditen auf jährlicher Basis und stellen keinen signifikanten Zusammenhang fest.³⁷

Hess (1983) stellt zwar einen positiven Zusammenhang zwischen Dividenden- und Aktienrenditen fest. Die Ergebnisse lassen sich jedoch nicht durch Steuereffekte erklären: Keins der vier getesteten Modelle, unter anderem auch die Modelle von Brennan (1970) und Litzberger und Ramaswamy (1979), ist in der Lage, die beobachtete Beziehung zu begründen. Christie (1990) untersucht monatliche Renditen von Unternehmen, die keine Dividenden zahlen, und stellt eine negative monatliche Überrendite von -0,4 % fest. Die Ergebnisse lassen sich eher vor dem Hintergrund eines informationsbasierten Erwartungseffekts³⁸ als eines Steuereffekts interpretieren. Morgan und Thomas (1998) zeigen, dass die Beziehung zwischen Dividenden- und Aktienrenditen in Großbritannien für die Periode 1975-1993 dem in den USA festgestellten Zusammenhang sehr ähnlich ist. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Steuersysteme – in Großbritannien herrschte in der betrachteten Periode ein Anrechnungsverfahren – wäre jedoch das Gegenteil zu erwarten. Daraus schließen die Autoren, dass die Besteuerung für die Entwicklung der Aktienrenditen nicht relevant ist.³⁹

Die dargestellten Ergebnisse der Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen Dividenden- und Aktienrenditen sind auch aus einem anderen Grund mit Vorsicht zu betrachten: Jede empirische Untersuchung von Dividendeneffekten im Rahmen des CAPM ist gleichzeitig ein Test der Gültigkeit des CAPM.⁴⁰ Um diese Schwierigkeit zu umgehen, beschreitet Lamoureux (1990) einen anderen Weg. Er berücksichtigt die Steuereffekte in einem normativen Rahmen und zeigt, dass ein steuerbefreiter Anleger nicht schlechter dasteht, wenn er das effiziente Portfolio eines Anlegers hält, der 50% Steuern zahlt, und umgekehrt. Somit besteht kein systematischer Zusammenhang zwischen Dividenden- und Aktienrenditen, ganz gleich was für ein Gleichgewichtsmodell zugrunde gelegt wird. Die empirisch festgestellte Beziehung zwischen Aktien- und Dividendenrenditen muss auch nicht zwingend auf Steuereffekte zurückzuführen sein. Keim (1985) untersucht den Zusammenhang zwischen langfristig geschätzten erwarteten Dividenden- und Aktienrenditen für die NYSE 1931-1978. Ein Großteil des nachgewiesenen Zusammenhangs ist auf eine signifikante nichtlineare Beziehung zwischen

³⁷ Lease et al. (2000) zeigen, dass die Ergebnisse der beiden Untersuchungen nicht im Widerspruch zueinander stehen: Im Monat der Dividendenzahlung, in der Ex-Dividenden-Periode (siehe dazu auch den nächsten Abschnitt C.II.3.), sind die Aktienrenditen ungewöhnlich hoch, aber nicht abhängig von der Dividendenrendite. In diesem Fall finden Litzberger und Ramaswamy (1979) einen Effekt, da sie mit monatlichen Renditen arbeiten, während Miller und Scholes (1982) auf jährlicher Basis keinen Effekt feststellen. Lease et al. (2000), S. 64.

³⁸ Siehe hierzu auch Abschnitt E.II.

³⁹ Dempsey (2001) argumentiert, dass die Ergebnisse von Morgan und Thomas (1998) aus der „neuen“ Sichtweise mit der Steuerhypothese konsistent sind.

⁴⁰ Man nimmt also implizit an, dass das CAPM gültig ist. Roll (1977) hat gezeigt, dass das CAPM nicht getestet werden kann.

Dividenden- und Aktienrenditen im Januar zurückzuführen.⁴¹ Gombola und Liu (1993) zeigen für die Periode 1969-1984, dass der Zusammenhang zwischen monatlichen Dividenden- und Aktienrenditen positiv ist, wenn sich der Markt in der Abwärtsbewegung befindet. In Zeiten eines Bull-Marktes ist die beobachtete Beziehung jedoch negativ.

Für den deutschen Kapitalmarkt weist König (1990) im Zeitraum 1959-1986 eine statistisch hoch signifikante positive Beziehung zwischen der Dividendenrendite und der Aktienrendite nach. Nach der Umsetzung der Körperschaftsteuerreform 1977 sinkt der Koeffizient der Dividendenrendite, was der Autor als ein weiteres Indiz für die empirische Relevanz des Steuer-CAPM interpretiert. Auch Schulz (2006) stellt für den gesamten Untersuchungszeitraum 1968-2002 einen positiven Einfluss der Dividendenrendite auf die risikoadjustierte Rendite nach Steuern sowie einen Rückgang des Koeffizienten der Dividendenrendite nach der Umsetzung der Körperschaftsteuerreform 1977 fest.

Die empirischen Untersuchungen des Zusammenhangs zwischen erwarteter Dividenden- und Aktienrendite weisen sehr unterschiedliche Ergebnisse auf. Es wird auch die Schwierigkeit deutlich, die empirischen Zusammenhänge zwischen Dividenden- und Aktienrenditen zu interpretieren. Der Einfluss der Besteuerung auf die Ausschüttungspolitik ist auf diesem Weg nur schwer zu prüfen.

3. *Kursverhalten am Ex-Dividenden-Tag*

Der Ex-Dividenden-Tag ist der Tag, an dem die Aktie zum ersten Mal um einen Dividendenanspruch weniger gehandelt wird. Folglich muss der Kurs an diesem Tag niedriger als am Vortag sein, um die letzte oder gerade ausgezahlte Dividende widerzuspiegeln. Wenn der Anleger die Aktie am Vortag verkauft und sie am Ex-Dividenden-Tag wieder kauft, realisiert er einen Kursgewinn in Höhe des Kursrückgangs. Alternativ kann er die Aktie halten und die Dividende bekommen. Somit ist ein direkter Vergleich zwischen dem Wert des Kursgewinns und der Dividende möglich.

Wenn kein Unterschied in der Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen besteht, können zwei Fälle unterschieden werden: Unter Sicherheit müsste der Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag auf abgesehen von den Steuern perfekten Märkten genau in Höhe der Dividende erfolgen. Sonst ergäben sich Arbitragemöglichkeiten für die Anleger.⁴² Unter Unsicherheit ist das der Fall, wenn das Risiko, das sich in den Kursen

⁴¹ Der sogenannte Januar-Effekt beschreibt die empirische Feststellung, dass die Aktienkurse im Januar überdurchschnittlich häufig steigen. Breuer und Schweizer (2003), S. 278.

⁴² Sollte der Kursrückgang höher (niedriger) sein als die Dividende, kann der Anleger die Aktie am Vortag verkaufen (kaufen) und sie am Ex-Dividenden-Tag wieder erwerben (veräußern). So erzielt er einen risikofreien Gewinn, wenn keine Transaktionskosten anfallen.

während der Ex-Dividenden-Periode⁴³ widerspiegelt, nicht höher ist als an anderen Tagen. Wenn am Ex-Dividenden-Tag ein höheres, nicht diversifizierbares Risiko besteht und die Anleger risikoavers sind, muss der Kursrückgang niedriger als die Dividende sein, um den Anlegern die höhere erwartete Rendite zu gewährleisten.⁴⁴ Es bestehen dann zwar Arbitragemöglichkeiten, die jedoch nicht risikofrei sind. Der Risikoeffekt am Ex-Dividenden-Tag dürfte aus zwei Gründen gering sein: Die Ex-Dividenden-Periode ist sehr kurz. Außerdem existieren auf Grund der vielen Ex-Dividenden-Tage im Jahr Diversifikationsmöglichkeiten. Dementsprechend müsste der Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag unter Unsicherheit bei gleicher Besteuerung annähernd der Dividende entsprechen.

Wenn Kursgewinne und Dividenden unterschiedlich besteuert werden, entspricht der Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag nicht der Höhe der Dividende. Elton und Gruber (1970) haben diesen Zusammenhang mathematisch dargestellt. Die Rendite nach Steuern aus dem Kursgewinn muss der Rendite nach Steuern aus der Dividendenzahlung entsprechen:

$$(1 - t_k) \cdot [P_y - E(P_{ex})] = (1 - t_d) \cdot D \quad (2)$$

$$\frac{[P_y - E(P_{ex})]}{D} = \frac{(1 - t_d)}{(1 - t_k)} \quad (3)$$

mit: t_k = Steuersatz auf Kursgewinne
 t_d = Steuersatz auf Dividendenzahlungen
 P_y = Aktienkurs am Vortag
 $E(P_{ex})$ = erwarteter Aktienkurs am Ex-Dividenden-Tag
 D = gezahlte Dividende

Aus Gleichung (3) ist ersichtlich, dass bei höherer Besteuerung der Dividende, wie beispielsweise in den USA ($t_k < t_d$), der Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag geringer sein muss als die gezahlte Dividende. Aus dem dargestellten Zusammenhang können dann die marginalen Steuersätze der Anleger anhand des Kursrückgangs am Ex-Dividenden-Tag berechnet werden.

Kalay (1982a) zeigt jedoch, dass ein Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag um weniger als die Dividende Arbitragemöglichkeiten für Händler bietet, die kurzfristig handeln. Ihre Kursgewinne werden genauso wie ihr Dividendeneinkommen besteuert. Insbesondere für Dealer an der NYSE gibt es diesbezüglich keine gesetzlichen Be-

⁴³ Mit der Ex-Dividenden-Periode sind die Tage um den Ex-Dividenden-Tag gemeint, in denen durch die Ausschüttung verursachter Handel der Aktie stattfindet.

⁴⁴ Tatsächlich haben Lakonishok und Vermaelen (1986) empirisch festgestellt, dass die Volatilität der Aktie während der Ex-Dividenden-Periode höher ist. Zur modellmäßigen Darstellung des Einflusses des Risikos auf den Ex-Dividenden-Handel siehe Heath und Jarrow (1988) und Michaely und Vila (1995).

schränkungen. Somit könnten sie bei einem geringeren Kursrückgang Arbitragegewinne erzielen.⁴⁵ Ohne Transaktionskosten würden kurzfristige Händler dafür sorgen, dass der Kursrückgang gleich der Dividende ist.⁴⁶ Aufgrund der Arbitragemöglichkeiten könne der marginale Steuersatz des marginalen Anlegers nicht aus dem Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag abgeleitet werden. Steuereffekte seien somit durch die Kursbewegungen nicht eindeutig empirisch nachweisbar.⁴⁷

Bali und Hite (1998) und Frank und Jagannathan (1998) führen das Kursverhalten am Ex-Dividenden-Tag auf Effekte der Marktstruktur zurück. Sie argumentieren, dass der Kursrückgang, der geringer als die Dividende ausfällt, am Ex-Dividenden-Tag die vorgeschriebene Kursabstufung ("*tick size*") und den Bid-Ask Bounce widerspiegelt.⁴⁸ Dieses Kursverhalten sei auch an einem Markt ohne Steuern zu beobachten.⁴⁹ Graham et al. (2003) hingegen vergleichen Renditen am Ex-Dividenden-Tag vor und nach der Umstellung auf das Dezimalsystem in den USA und stellen Steuereffekte fest. Auch Elton et al. (2005), die das Kursverhalten von zwei Investmentfonds an Ex-Dividenden-Tagen bei unterschiedlichen Steuersystemen untersuchen, sehen die Steuer- und nicht die Marktstruktur-Hypothese bestätigt.

Zahlreiche Untersuchungen stellen einen Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag fest, der signifikant geringer ist als die gezahlte Bardividende. Das wird als Hinweis darauf gedeutet, dass Kursgewinne höher als Bardividenden bewertet werden und könnte für den Einfluss unterschiedlicher Besteuerung sprechen.⁵⁰

⁴⁵ Die Händler mit kurzfristigem Horizont können die Aktie Cum-Dividende kaufen und am Ex-Dividenden-Tag Ex-Dividende verkaufen. Sie erzielen die Differenz zwischen der gezahlten Dividende und dem Kursrückgang. Der Zinseffekt kann für einen Tag vernachlässigt werden. Die geschilderte Arbitrage wird eingeschränkt durch die gesetzliche Grenze, bis zu der Kursverluste mit Dividendeneinkommen verrechnet werden können. Diese Grenze gilt jedoch nicht beispielsweise für Dealer an der NYSE.

⁴⁶ Elton et al. (1984) sind der Meinung, dass Kalay (1982a) die Transaktionskosten wesentlich unterschätzt. Kalay (1984) gibt das zu. Er argumentiert jedoch, dass die Transaktionskosten nicht hoch genug sind, um kurzfristigen Handel in der Ex-Dividenden-Periode zu verhindern.

⁴⁷ Kalay (1982a), S. 1068.

⁴⁸ Der Bid-Ask-Bounce-Effekt tritt bei Intra-Tagesdaten auf. Er beschreibt den Prozess, bei dem abwechselnde Käufe zum Geldkurs bzw. Verkäufe zum Briefkurs durch den Kursmakler zu einem negativen Autokorrelationskoeffizienten der Preisrenditen führen. Freihube et al. (1999), S. 11.

⁴⁹ Frank und Jagannathan (1998) zeigen, dass, obwohl in Hong Kong weder Dividenden noch Kursgewinne besteuert werden, die Kurse am Ex-Dividenden-Tag ein ähnliches Verhalten wie in den USA aufweisen. Sie erklären das beobachtete Verhalten mit der Marktstruktur und meinen, diesen Erklärungsansatz auch auf Kursbewegungen in den USA anwenden zu können.

⁵⁰ Für die USA stellen das beispielsweise Campbell und Breanek (1955), Duran und May (1960), Elton und Gruber (1970), Kalay (1982a), Eades et al. (1984) und Stickel (1992) fest. Signifikante Steuereffekte leiten aus Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag Booth und Johnston (1984) für Kanada, Michaely und Murgia (1995) für Italien sowie Green und Rydqvist (1999) für Schweden ab. Einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Besteuerung und den Ex-Dividenden-Tag-Kursen in Großbritannien erhalten Lasfer (1992), Lasfer (1995) sowie Lasfer (1996).

Anders dagegen Michaely (1991), der für die zweite Hälfte der 80er Jahre in den USA einen Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag in Höhe der Dividende feststellt. Zu ähnlichen Ergebnissen im Durchschnitt für die Jahre 1962-1987 kommen Boyd und Jagannathan (1994).

Barclay (1987) untersucht den Kursverlauf am Ex-Dividenden-Tag in den Perioden 1900–1910 und 1962–1985 in den USA, also vor und nach Einführung der Einkommenssteuer. In der Zeit vor Einführung der Einkommenssteuer fielen die Kurse am Ex-Dividenden-Tag um die volle Höhe der Dividenden, während der Kursrückgang nach der Einführung der Einkommenssteuer geringer ausfiel. Dieser Zusammenhang ist konsistent mit der Steuerhypothese.⁵¹ Robin (1991) und Bhardwaj und Brooks (1999) stellen einen signifikanten Einfluss der Steuerreform TRA 1986 in den USA auf die Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag fest.⁵² Michaely (1991) kann dagegen keinen Einfluss des TRA 1986⁵³ auf den Kursverlauf am Ex-Dividenden-Tag nachweisen.⁵⁴

Eades et al. (1984) untersuchen Aktienrenditen vor, an und nach dem Ex-Dividenden-Tag. Die Überrenditen von Stammaktien sind am Ex-Dividenden-Tag positiv, was für einen Einfluss der Besteuerung spricht. Die beobachteten Überrenditen bei der Zahlung von Dividenden an Vorzugsaktien, Aktiensplits, der Ausschüttung von Berichtigungsaktien sowie Kapitalherabsetzungen stehen jedoch nicht im Einklang mit der Steuerhypothese. Die Autoren stellen fest: „In conclusion, we cannot offer a rational explanation of our results; therefore, we submit that ex-dividend period returns remain an anomaly.“⁵⁵

Viele Untersuchungen haben die Auswirkungen des Handels („dividend capture“) auf die Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag im Fokus. Lakonishok und Vermaelen (1985) finden einen signifikanten Anstieg des Handelsvolumens der Aktie vor und nach dem Ex-Dividenden-Tag, insbesondere für Aktien mit hoher Dividendenrendite. Sie schließen daraus, dass auf Arbitragegewinne abzielende Händler die Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag wesentlich beeinflussen.⁵⁶

⁵¹ Vor 1910 mangelte es der NYSE jedoch an Liquidität. Die mechanische Reduktion des Kurses um die zu zahlende Dividende am Ex-Dividenden-Tag könnte zu den Feststellungen von Barclay (1987) geführt haben. Lease et al. (2000), S. 63.

⁵² Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Han (1994) und Siddiqi (1995).

⁵³ Der „Tax Reform Act of 1986“ hat die steuerliche Benachteiligung von Dividenden gegenüber Kursgewinnen wesentlich reduziert. Siehe hierzu auch Abschnitt C.II.5.

⁵⁴ Bei der Betrachtung der Steuerreform 1984, bei der die notwendige Halteperiode für die Inanspruchnahme des Freibetrages bei Dividendeneinkommen durch Unternehmen von 16 auf 45 Tage erhöht wurde, kann Grammatikos (1989) auch keine Steuereffekte feststellen.

⁵⁵ Eades et al. (1984), S. 33.

⁵⁶ Es scheinen vor allem Unternehmen am Handel beteiligt zu sein, die den Dividendenvorteil in der Untersuchungsperiode nach einer Haltedauer von 16 Tagen realisieren können. Dafür spricht, dass das Handelsvolumen nicht unmittelbar nach dem Ex-Dividenden-Tag zunimmt. Lakonishok und Vermaelen (1985), S. 317.

Einen regen Handel vor und nach dem Ex-Dividenden-Tag in den Aktien von Stromversorgern in den USA, die durch hohe Dividendenrenditen gekennzeichnet sind, stellt Finnerty (1981) fest. Erhöhtes Handelsvolumen in amerikanischen Aktien mit hoher Dividendenrendite weisen weiterhin Venkatesh (1991), Fedenia und Grammatikos (1991), Michaely und Vila (1996) sowie Koski und Scruggs (1998) nach.

Dabei ist zu erwarten, dass mit höheren Transaktionskosten geringere Arbitragegewinne zu erzielen sind. Wenn Unternehmen die Aktien am Ex-Dividenden-Tag handeln, um Arbitragegewinne zu erzielen, müsste ein signifikanter Zusammenhang zwischen Überrenditen am Ex-Dividenden-Tag und Transaktionskosten zu beobachten sein. Karpoff und Walkling (1988) stellen erst nach der Abschaffung der fixen Provisionen im Jahre 1975, die zu einer Verringerung der Transaktionskosten führte, eine signifikante Korrelation zwischen Überrenditen am Ex-Dividenden-Tag und Transaktionskosten fest, und zwar nur bei Aktien mit hoher Dividendenrendite. Das bedeutet, dass sich der kurzfristige, arbitrageorientierte Handel erst mit niedrigeren Transaktionskosten und bei hohen Dividendenzahlungen lohnt.⁵⁷

Robin (1991) beobachtet, dass nach der Steuerreform in den USA 1986 der Zusammenhang zwischen Überrenditen und Transaktionskosten am Ex-Dividenden-Tag stärker ausgeprägt ist. Aufgrund der Veränderung der Besteuerung wäre jedoch zu erwarten, dass der Effekt des kurzfristigen Handels auf die Renditen am Ex-Dividenden-Tag abnimmt.⁵⁸ Auch Siddiqi (1997) argumentiert, dass die Überrenditen am Ex-Dividenden-Tag für Aktien mit hohen Transaktionskosten nach dem TRA 1986 sinken müssten. Sie bleiben jedoch unverändert, was ebenfalls dem Einfluss der Besteuerung widerspricht.

Eades et al. (1994) stellen für Aktien an der NYSE wesentliche Zeitreihenschwankungen in den Renditen am Ex-Dividenden-Tag fest, die keinen Bezug zu Veränderungen in der Besteuerung aufweisen.⁵⁹ Naranjo et al. (2000) erweitern die Untersuchung von Eades et al. (1994) um Aktien von Versorgungsunternehmen mit hoher Dividendenrendite. Die Autoren kommen zu der Schlussfolgerung, dass Dividend-capture-Programme von Unternehmen, die Aktien handeln, eine Schlüsselrolle bei der Bestimmung der Renditen am Ex-Dividenden-Tag spielen.

Auch Untersuchungen in anderen Ländern belegen den Einfluss von kurzfristigem Handel auf die Renditen am Ex-Dividenden-Tag. Kato und Loewenstein (1995) weisen nach, dass eventuelle Effekte, die mit der Besteuerung verbunden sind, in Japan sekundär sind. Sie werden durch Effekte dominiert, die darauf zurückzuführen sind, dass der Ex-Dividenden-Tag in Japan sehr häufig mit dem ersten Tag des neuen Wirtschaftsjahres des Unternehmens zusammenfällt. Liljebloom et al. (2001) zeigen, dass in Finnland, wo In- und Ausländer bezüglich des Dividendeneinkommens steuerlich un-

⁵⁷ In einer weiteren Untersuchung stellen Karpoff und Walkling (1990) eine starke Korrelation zwischen Überrenditen am Ex-Dividenden-Tag und Geld-Brief-Spannen an der NASDAQ fest. Die Ergebnisse von Dubofsky (1992) unterstützen die Resultate aus den beiden Untersuchungen von Karpoff und Walkling.

⁵⁸ Robin (1991), S. 69 f. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt Han (1994) für Aktien an der NYSE und der AMEX.

⁵⁹ Fedenia und Grammatikos (1993) konstatieren eine starke intertemporäre Instabilität im Zusammenhang zwischen Renditen am Ex-Dividenden-Tag, Dividendenrendite und Risikovariablen. Diese Instabilität beeinflusst wesentlich die Interpretation der Ergebnisse, auch bei anderen Untersuchungen.

terschiedlich behandelt werden, ein Zusammenhang zwischen den Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag und dem Anteil von Ausländern am Handel besteht.

Für den deutschen Kapitalmarkt weisen Swoboda und Uhlir (1975), Hockmann (1978) und Schulz (2006) signifikante Kursrückgänge am Ex-Dividenden-Tag nach, die geringer als die gezahlte Dividende ausfallen und im Einklang mit den steuerlichen Gegebenheiten stehen. Alle Untersuchungen belegen zudem eine Auswirkung von durchgeführten Steuerreformen auf das Kursverhalten am Ex-Dividenden-Tag.⁶⁰

Die empirischen Ergebnisse hinsichtlich des Kursverhaltens am Ex-Dividenden-Tag sind widersprüchlich. Einige Ergebnisse scheinen den Einfluss der Besteuerung auf die Dividendenpolitik zu bestätigen. Andere deuten darauf hin, dass andere ökonomische Faktoren – zumindest zum Teil – das Kursverhalten am Ex-Dividenden-Tag bestimmen.

4. *Klienteleffekte*

Wenn Kursgewinne mit einem festen Steuersatz und Dividendeneinkommen mit dem persönlichen Einkommenssteuersatz besteuert werden, wäre zu erwarten, dass mit zunehmendem Einkommenssteuersatz die Präferenz für Kursgewinne steigt. Unternehmen, die hohe (geringe) Bardividenden zahlen, müssten Anleger mit niedrigem (hohem) Steuersatz anziehen. Es bilden sich steuerbedingt Klientelen. Diesen Zusammenhang erwähnen schon Miller und Modigliani (1961).⁶¹

Auf theoretischer und empirischer Ebene setzen sich insbesondere Elton und Gruber (1970) mit dem Klienteleffekt auseinander.⁶² Wie schon im vorherigen Abschnitt dargestellt, leiten die Autoren aus dem Verhältnis zwischen Kursrückgang und Dividenden den marginalen Steuersatz der Aktionäre ab. Um eine Klientelbildung zu überprüfen, muss der Zusammenhang zwischen dem errechneten marginalen Steuersatz und den die Dividendenpolitik widerspiegelnden Variablen wie der Dividendenrendite oder der Ausschüttungsquote untersucht werden. Wenn Aktien mit hoher (niedriger) Dividendenrendite oder Ausschüttungsquote Anleger mit niedrigen (hohen) marginalen Steuersätzen anziehen, kann man die Bildung von steuerbedingten Klientelen vermuten.

⁶⁰ Ein ausführlicher Überblick über die Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt findet sich bei Schulz (2006), S. 116-120.

⁶¹ Miller und Modigliani (1961), S. 431 f. Die beiden Autoren gehen auch in späteren Aufsätzen von einer Klientelbildung aus. Miller (1977), S. 270. Modigliani (1982), S. 257.

⁶² Siehe auch Elton und Gruber (1978).

Auch Allen et al. (2000) entwickeln eine Theorie der Klientelbildung, nach der institutionelle Anleger auf Grund niedriger oder keiner Besteuerung von Dividendenzahlungen vor allem in Unternehmen mit hoher Ausschüttungsquote investieren. Institutionelle haben gegenüber privaten Anlegern einen relativen Vorteil beim Erkennen von Unternehmen hoher Qualität. Die Unternehmen zahlen deswegen Dividenden, um institutionelle Anleger anzuziehen und eine bessere Performance zu realisieren. Allen et al. (2000), S. 2531. Siehe hierzu auch Abschnitt D.II. zur Signaling- und Abschnitt D.I. zur Agency-Theorie.

Anhand der von ihnen entwickelten Methode stellen Elton und Gruber (1970) einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Dividendenrendite und dem aus dem Kursverhalten am Ex-Dividenden-Tag abgeleiteten marginalen Steuersatz des Anlegers fest und interpretieren ihre Ergebnisse als Beweis für die Existenz von Steuerklienteln. Mit derselben Methode weisen auch Auerbach (1983)⁶³ und Barclay (1987) Klienteleffekte nach. Kaplanis (1986) untersucht *erwartete* Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag, die er aus Optionspreisen ableitet. Die Ergebnisse sind konsistent mit der Klientelhypothese. Bhardwaj und Brooks (1999) weisen einen Klienteleffekt anhand von Ex-Dividendentalrenditen nach der Steuerreform 1986 in den USA nach. Fedenia und Grammatikos (1991) können 1986 zwar keine Klientelbildung feststellen, können sie jedoch im Jahr 1988 nachweisen. Die Autoren sehen durch ihre Ergebnisse die Hypothese bestätigt, dass die Anleger nach dem TRA 1986 ihre Portfolios umgeschichtet haben. Im Jahr 1988 haben sich dann neue Klienteln gebildet. Hearsh und Rimbey (1993) können dagegen weder 1984 noch 1988 in den USA Klienteleffekte feststellen.

Bezüglich der angewandten Methodik von Elton und Gruber (1970) zur Untersuchung von Klienteleffekten gilt die schon im vorherigen Abschnitt angeführte Kritik von Kalay (1982a). Lakonishok und Vermaelen (1983) zeigen, dass man aus Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag in Kanada nach der Steuerreform 1972 Klienteleffekte nicht ableiten kann.⁶⁴ Richardson et al. (1986) untersuchen das abnormale Handelsvolumen um den Ex-Dividenden-Tag bei erster Dividendenzahlung und können die Klientelhypothese nicht bestätigen. Skinner und Gilster (1990) zeigen, dass die Korrelation zwischen Ex-Dividenden-Tag-Renditen und Dividendenrendite verschwindet, wenn Versorgungsunternehmen nicht betrachtet werden. Ihre Ergebnisse sind konsistent mit dem Vorliegen eines Klienteleffekts, der jedoch nicht steuerlich bedingt ist.⁶⁵

Litzenberger und Ramaswamy (1980) entwickeln ein CAPM, das steuerbasierte Klienteln einschließt.⁶⁶ Ein höherer Koeffizient der Dividendenrendite ist demnach ein Indiz für einen höheren marginalen Steuersatz der Anleger. Die Autoren bilden fünf Gruppen von Unternehmen nach der Dividendenrendite und stellen fest, dass die Gruppe mit der niedrigsten (höchsten) Dividendenrendite einen höheren (niedrigeren) Koeffizienten der Dividendenrendite aufweist. Die Ergebnisse deuten auf einen Klienteleffekt hin. Kalay und Michaely (1993) zeigen jedoch, dass der festgestellte Zusammenhang rein formal ist und keinen Beweis für einen Klienteleffekt darstellt. Weitere Untersuchungen der Klientelbildung, die auf den Zusammenhang zwischen Dividen-

⁶³ Auerbach (1983) findet jedoch eine nicht-lineare Beziehung zwischen dem Verhältnis zwischen Kursrückgang und Dividende und dem marginalen Steuersatz, während das Modell von Elton und Gruber (1970) einen linearen Zusammenhang unterstellt. Boyd und Jagannathan (1994) stellen eine nicht-lineare Beziehung zwischen dem Kursrückgang am Ex-Dividenden-Tag und der Dividendenrendite fest.

⁶⁴ Siehe auch Booth und Johnston (1984) und Lakonishok und Vermaelen (1986).

⁶⁵ Skinner und Gilster (1990), S. 294f. In einer Untersuchung über elektrische Versorgungsunternehmen weisen Sartoris und Moore (1988) zwei Klientelgruppen nach.

⁶⁶ Siehe auch Fung (1981) und Litzenberger und Ramaswamy (1982).

den- und Aktienrenditen basieren, liefern ebenfalls widersprüchliche Ergebnisse: Während Ang und Peterson (1985) Indizien für einen Klienteleffekt finden, kann Hess (1982) keine Klientelbildung nachweisen.

Einen direkteren Weg, die Bildung von Klientelen zu überprüfen, wählt Pettit (1977). Er untersucht die Portfoliozusammensetzung und demografischen Charakteristika von 914 individuellen Anlegern und stellt einen signifikanten Zusammenhang fest zwischen der Dividendenrendite des Portfolios und dem Alter und Einkommen des Anlegers sowie einer Variablen, die den Unterschied in der Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen abbildet. Der Autor deutet die Ergebnisse als Beweis für steuerliche und durch Zeitpräferenzen bedingte Klientelbildung.⁶⁷ Lewellen et al. (1978) stellen allerdings anhand einer Stichprobe aus derselben Datenbasis fest, dass eine Erhöhung des marginalen Steuersatzes des Anlegers um 10%-Punkte nur zu einer Verringerung der Dividendenrendite des Portfolios um 0,1% führt. Die Autoren vermuten einen sehr schwach ausgeprägten Klienteleffekt.

Manche Untersuchungen wollen einen indirekten Beweis für das Vorliegen von Klientelen liefern. Nach Bajaj und Vijh (1990) zeugen die beobachteten stärkeren Kursreaktionen bei einer höheren antizipierten Dividendenrendite von der Existenz von Klientelen. Givoly et al. (1992) sehen in dem signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Veränderung des Verschuldungsgrades nach der Steuerreform in den USA 1986 und der Dividendenrendite eine indirekte Bestätigung der Klientelhypothese.

Für den deutschen Kapitalmarkt weist Bay (1990) Klienteleffekte nach. Auch Schulz (2006) findet Hinweise auf die Existenz von Steuerklientelen während der Gültigkeit des Anrechnungsverfahrens im Zeitraum 1978-2002. Vor der Körperschaftsteuerreform 1977 scheinen jedoch keine Klienteleffekte zu bestehen.⁶⁸ König (1990) hingegen kann keine Klienteleffekte in Deutschland feststellen.⁶⁹

Insgesamt ist die empirische Evidenz zu steuerbasierten Klienteleffekten sehr widersprüchlich. Auch aus dieser Forschungsrichtung erfolgt keine eindeutige Bestätigung für den Einfluss der Besteuerung auf die Dividendenpolitik.

⁶⁷ Auch Scholz (1992) spricht sich für die Bildung von steuerlich bedingten Klientelen unter den individuellen Anlegern in den USA aus. Seine Erkenntnisse basieren auf einer Stichprobe aus der „Survey of Consumer Finances“ 1983.

⁶⁸ Schulz (2006), S. 200.

⁶⁹ Einen Überblick über die Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt liefert Schulz (2006), S. 116-120.

5. *Steuerreformen und Dividendenpolitik*

Eine Reihe von Untersuchungen beschäftigt sich mit dem Effekt von Steuerreformen auf die Dividendenpolitik der Unternehmen. Eine der Veränderung der Besteuerung entsprechende Veränderung der Dividendenpolitik wäre ein Indiz für den Einfluss der Besteuerung auf die Ausschüttungspolitik.

Crockett und Friend (1988) untersuchen für die Periode 1940-1985 in den USA, wie sich steuerliche Veränderungen auf die Ausschüttungsquote ausgewirkt haben. In ihrer Regression können sie keinen Steuereffekt nachweisen. Papaioannou und Savarese (1994) befassen sich mit der Auswirkung der Steuerreform in den USA 1986⁷⁰, die die steuerliche Benachteiligung von Dividenden gegenüber Kursgewinnen wesentlich reduziert hat, auf die Ausschüttungsquote und kommen zu widersprüchlichen Ergebnissen: Während Unternehmen mit niedrigen Ausschüttungsquoten sie nach der Steuerreform signifikant erhöht haben, haben die Unternehmen mit den höchsten Ausschüttungsquoten sie signifikant reduziert. Der Zusammenhang zwischen aktuellen und vergangenen Dividenden sowie zwischen Dividenden und Gewinnen verändert sich nicht. Casey et al. (1999) stellen mit Hilfe des Modells von Rozeff (1982)⁷¹ keinen Einfluss der Steuerreform 1986 auf die Dividendenpolitik fest. Einen Effekt der Steueränderung zeigen dagegen Khoury und Smith (1977) nach der Einführung einer Steuer auf Kapitalgewinne in Kanada 1972.⁷²

Die Steuerreform 2003 in den USA eliminierte die Unterschiede in der Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen und führte die niedrigste Besteuerung von Dividenden in den USA seit fast 90 Jahren ein.⁷³ Als Folge der Steuerreform war eine gestiegene Neigung der Unternehmen zu Dividendenzahlungen zu erwarten.⁷⁴ Chetty und Saez (2005) finden einen Zusammenhang zwischen der Steuerreform 2003 und dem Anstieg von Dividendeninitiativen durch Unternehmen, die nicht der Finanz- oder Versorgungsindustrie angehören.⁷⁵ Frankfurter et al. (2008) zeigen hingegen, dass die Ausschüttungen bereits vor der Steuerreform 2003 gestiegen sind und danach weiter steigen. Im Rahmen der von Brav et al. (2008) durchgeführten Befragung sprechen die Manager der Unternehmen den reduzierten Steuern eine nachrangige Bedeutung bei der Dividendenentscheidung zu.

Für den deutschen Kapitalmarkt untersuchen Haegert und Lehleiter (1985) die Auswirkungen der Körperschaftsteuerreform 1977 auf das Ausschüttungsverhalten von 71

⁷⁰ Ein guter Überblick über die empirischen Untersuchungen hinsichtlich des Einflusses des „Tax Reform Act of 1986“ und des „Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003“ findet sich bei Saadi und Dutta (2009), S. 135-137.

⁷¹ Siehe dazu auch Abschnitt C.I.

⁷² Die Aussagekraft der Ergebnisse wird jedoch schon von den Autoren selbst auf Grund der kleinen Stichprobe und der kurzen Untersuchungsperiode eingeschränkt. Khoury und Smith (1977), S. 33.

⁷³ Saadi und Dutta (2009), S. 136.

⁷⁴ Auerbach und Hassett (2006), S. 123.

⁷⁵ In einer zweiten Studie, Chetty und Saez (2006), untermauern die Autoren den Einfluss der Steuerreform auf den Anstieg der Erstausschüttungen.

großen börsennotierten Aktiengesellschaften. Sie stellen in den fünf Jahren nach der Steuerreform eine Verringerung der durchschnittlichen Barausschüttungs- und Thesaurierungsquoten bei fast unveränderter Bruttoausschüttungsquote fest. Auf diese Weise passen sich die Unternehmen den neuen steuerlichen Gegebenheiten an, ein gleich hoher Anteil des Gewinns wird nicht thesauriert. Hockmann (1981) schlussfolgert, dass die Gesellschaften die Vorteile der Steuerreform 1977 zumindest teilweise an die Aktionäre weitergeben. Wenger und Kaserer (2005) untersuchen im Rahmen einer Ereignisstudie die Kursreaktionen auf Sonderausschüttungen aus EK56⁷⁶ im Jahr 1994. Die Autoren stellen signifikante Kurssteigerungen in fast allen beobachteten Zeitfenstern um den Ankündigungstag fest. Kaserer et al. (2006) ergänzen die Ergebnisse der Studie um den Nachweis von positiven Ankündigungseffekten von Sonderausschüttungen aus EK50, EK45 und EK40, die in den Jahren 1997 bis 2001 stattgefunden haben. Die aus steuerlichen Überlegungen abgeleitete Vermutung, dass das Ausmaß der möglichen Steuerersparnisseffekte im Jahr 1994 am größten ist, lässt sich empirisch bestätigen. Die abnormale Kursreaktion ist im Jahr 1994 um 6 bis 19 Prozentpunkte höher als im Zeitraum zwischen 1997 und 2001. Die Autoren schlussfolgern, dass die Aktionäre der Unternehmen, die im Jahr 1994 die Möglichkeiten einer Sonderausschüttung nicht voll ausgereizt haben, einen beträchtlichen Vermögensverlust in Kauf nehmen mussten.⁷⁷ Auch Ellermann (2003) argumentiert, dass es im Zeitraum 1977-1998 im Zusammenhang mit Steuersenkungsgesetzen die Möglichkeit gab, in den Übergangphasen durch Ausschüttungsverzögerungen sowohl für die Unternehmen als auch für alle Aktionärsgruppen Steuervorteile zu realisieren. Vermehrte Dividendensenkungen oder -ausfälle sind in diesen Perioden jedoch nicht zu verzeichnen. Management und Aktionäre scheinen bereit zu sein, auf Steuervorteile zu Gunsten einer Dividendenkontinuität zu verzichten.

Auch die Untersuchungen hinsichtlich des Einflusses von Steuerreformen auf die Dividendenpolitik liefern keine eindeutigen Ergebnisse. Steuerreformen scheinen für die Dividendenpolitik von einigen Unternehmen relevant zu sein, insbesondere wenn sie mit einmaligen Steuerersparniseffekten durch Sonderausschüttungen verbunden sind. Insgesamt dürfte die Bedeutung von Steuerreformen für die Dividendenpolitik jedoch eher nachrangig sein.

⁷⁶ Nach der Einführung des Anrechnungsverfahrens im Rahmen der Körperschaftsteuerreform 1977 war die Körperschaftsteuer nicht mehr als Definitivsteuer angelegt. Wenn Gewinnrücklagen später ausgeschüttet wurden, wurde die ursprüngliche Steuerbelastung rechnerisch rückgängig gemacht. Dann wurde die Ausschüttungssteuer erhoben und anschließend auf die Steuerschuld des Aktionärs angerechnet. Wenger und Kaserer (2005), S. 4. Das für Ausschüttungen verfügbare Eigenkapital musste entsprechend seiner Körperschaftsteuervorbelastung in sogenannten EK-Gruppen erfasst sein. EK56 bezeichnete den Anteil des zu versteuernden Einkommens, der der Steuerbelastung von 56% unterlag. Ellermann (2003), S. 106f.

⁷⁷ Kaserer et al. (2006), S. 644.

6. *Der Fall von Citizen Utilities*

Eine einzigartige Untersuchungsbasis für den Einfluss der Besteuerung auf die Ausschüttungspolitik bietet der Fall der Citizen Utilities.⁷⁸ Das amerikanische Versorgungsunternehmen gab 1956 zwei Arten von Stammaktien heraus: Die Aktien der Kategorie A erhielten eine Ausschüttung in Form von Berichtigungsaktien, die zunächst steuerfrei ist. Erst im Fall der Veräußerung fällt Kapitalgewinnsteuer an. Die Aktien der Kategorie B erhielten Bardividenden, die zum Einkommensteuersatz zu versteuern sind. Die Aktien der Kategorie A konnten darüber hinaus in Aktien der Kategorie B umgetauscht werden.

Long (1978) stellt fest, dass das Unternehmen kontinuierlich eine um 8-10% höhere Dividende in Form von Berichtigungsaktien an die Aktien der Kategorie A als in Form von Bardividenden an die Aktien der Kategorie B ausgeschüttet hat. Beim Vergleich der Aktienkurse in beiden Kategorien stellt sich heraus, dass die Anleger trotz steuerlicher Benachteiligung eine Präferenz für Bardividenden aufweisen. Die Aktien der Kategorie B wurden mit einer Prämie gehandelt.⁷⁹ Poterba (1986) belegt, dass die Aktien der beiden Kategorien unterschiedliche Kursbewegungen am Ex-Dividenden-Tag erfahren. Der Kursrückgang der Aktien der Kategorie B (Bardividenden) fällt geringer als die Höhe der Dividendenzahlung aus, während das für die Aktien der Kategorie A nicht der Fall ist. Hubbard und Michaely (1997) untersuchen den Einfluss der Steuerreform 1986 auf die Marktbewertung der Aktien der Citizen Utilities. Die Autoren

⁷⁸ Unterschiedliche Aktienkategorien der Unternehmensgruppen Royal Dutch/Shell und Unilever N.V./PLC stehen auch im Fokus der Untersuchung von Rosenthal und Young (1990). Die Aktionäre der Royal Dutch, deren Aktien an der Amsterdam Stock Exchange – heute Euronext – gehandelt wurden, hatten Anspruch auf 60% der Summe der Vermögenswerte und Dividenden beider Unternehmen. Den Aktionären von Shell, deren Aktien an der London Stock Exchange notiert waren, standen die restlichen 40% zu. Bei Unilever N.V. und Unilever PLC, entsprechend in Amsterdam und London beheimatet, sollten die Zahlungen an die Aktionäre unter allen Umständen nahezu gleich sein, obwohl die Vermögenswerte beider Unternehmen nicht zusammengefasst waren. Die Autoren stellen nachhaltige Kursdifferenzen zwischen den Aktienkategorien fest, die theoretisch nicht vorhanden sein sollten. Allerdings können die Differenzen nach Berücksichtigung von Transaktionskosten und Steuern nicht gewinnbringend ausgenutzt werden. Rosenthal und Young (1990), S. 141.

⁷⁹ Auch Bailey (1988) stellt in einer Untersuchung von kanadischen Unternehmen mit zwei Kategorien von Aktien Prämien für die Aktien fest, die eine Ausschüttung von Bardividenden gewährleisten. Der Autor führt das jedoch auf Transaktionskosten und andere mit der Ausschüttung von Berichtigungsaktien verbundene Kosten zurück und verneint eine Präferenz der Anleger für Bardividenden. Eine Prämie für die Aktien, die zum Bezug von Berichtigungsaktien berechtigen, beobachten dagegen in ihrer Untersuchung von britischen Investment Trusts mit zwei Kategorien von Aktien Ang et al. (1991). Den Grund sehen die Autoren im Steuervorteil von Kursgewinnen gegenüber Bardividenden. Nach Abschaffung des Steuervorteils im Jahr 1975 haben alle Anleger ihre Aktien, die eine Ausschüttung in Form von Berichtigungsaktien gewährleisten, gegen Aktien mit Bardividenden umgetauscht. Die Besteuerung spielt somit eine Rolle. In einer anderen Untersuchung über Großbritannien kann Lasfer (1997) bei der Betrachtung von Unternehmen, bei denen die Aktionäre die Wahl zwischen der Ausschüttung von Berichtigungsaktien oder Bardividenden haben („scrip dividends“), keinen Einfluss der Besteuerung auf die Dividendenpolitik belegen.

können keinen Effekt konstatieren, obwohl der Besteuerungsnachteil der Bardividenden durch die Steuerreform abgebaut wurde.⁸⁰

Insgesamt bestärkt der Fall der Citizen Utilities die Hypothese, dass die Besteuerung keinen Einfluss auf die Dividendenpolitik hat. Einschränkend gilt jedoch, dass nur ein Unternehmen betrachtet wurde. Außerdem weisen Aktionäre von Versorgungsunternehmen gewöhnlich eine Präferenz für hohe Dividendenzahlungen auf.⁸¹

D. Erklärungsansätze unter der Annahme imperfekter Märkte und asymmetrischer Informationsverteilung

I. Dividendenpolitik vor dem Hintergrund der Agency-Theorie

Die Agency-Theorie analysiert die Beziehungen der verschiedenen Kapitalgeber untereinander und zu der Unternehmensführung.⁸² Die wichtigste Erkenntnis besteht in der Feststellung, dass divergierende Interessen der Beteiligten zu Kosten führen, die den Marktwert des Unternehmens mindern, sogenannte Agency-Kosten.⁸³

In diesem Abschnitt soll der Frage nachgegangen werden, inwiefern Agency-Konflikte in der Unternehmung die Dividendenpolitik beeinflussen können. Dabei richtet sich das Augenmerk vor allem auf die zwei zentralen Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und den Fremdkapitalgebern⁸⁴ sowie zwischen den Aktionären und der Unternehmensführung.

⁸⁰ Sterk und Vanderberg (1990) stellen eine Steuerprämie in der Zeit vor dem TRA 1986 fest, die jedoch von der Präferenz der Anleger für Bardividenden überlagert wird.

⁸¹ Lease et al. (2000), S. 69.

⁸² Eine ausführliche Darstellung der Agency-Theorie findet sich in dem grundlegenden Aufsatz von Jensen und Meckling (1976).

⁸³ Die Agency-Kosten ergeben sich aus den Überwachungskosten, den Kosten der Bindung des Verhaltens der Unternehmensführung und dem Residualverlust. Jensen und Meckling (1976), S. 308-310.

⁸⁴ Unter Fremdkapitalgeber werden hier die Inhaber von verbrieften und unverbrieften Forderungen gegen das Unternehmen betrachtet. Fremdkapitalgeber haben Ansprüche auf Zins- und Tilgungszahlungen. Viele der beobachteten Zusammenhänge lassen sich auch auf die Beziehungen zwischen Aktionären und anderen Kapitalgebern, wie z.B. Inhabern von Wandel- und Optionsanleihen, Warrants, Vorzugsaktien usw., übertragen. Lease et al. (2000), S. 74.

1. *Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern*

1.1. *Theoretische Grundlagen*

Beim Betrachten des Konflikts zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern wird davon ausgegangen, dass die Aktionäre und die Unternehmensführung dieselben Interessen verfolgen. Das Management handelt also vollständig im Interesse der Anteilseigner.

Grundsätzlich wird der Wert der vom Unternehmen erwirtschafteten Zahlungsüberschüsse zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern aufgeteilt. Die Gläubiger erhalten feste Zins- und Tilgungszahlungen, während die Eigenkapitalgeber den Residualgewinn empfangen. Wenn der Wert des Unternehmens den Wert der Verbindlichkeiten bei Fälligkeit übersteigt, wird die Unternehmensführung die Verbindlichkeiten zurückzahlen. Der Rest bleibt für die Aktionäre. Wenn der Wert des Unternehmens jedoch unter dem Wert der Verbindlichkeiten bei Fälligkeit liegt, ist es im Interesse der Anteilseigner, ihre Eigentumsrechte auf das Unternehmen an die Fremdkapitalgeber abzutreten, ohne die Verbindlichkeiten zurückzuzahlen.⁸⁵ Somit kommen die Aktionäre in den vollen Genuss des Gewinnpotenzials der Gesellschaft, während die Verluste auch von den Fremdkapitalgebern getragen werden. Diese asymmetrische Verteilung führt dazu, dass die Gläubiger, die Interesse an sicheren Forderungen haben, die Realisierung von sicheren Projekten wünschen, während die Anteilseigner an der Durchführung von risikoreichen Investitionen interessiert sind.⁸⁶

Dividenden werden nur an die Aktionäre ausgeschüttet. Also stellen sie einen Transfer von Unternehmensvermögen dar, auf das Anteilseigner und Fremdkapitalgeber Ansprüche haben. Dividendenzahlungen mindern den Wert des Eigenkapitals und des Fremdkapitals⁸⁷ im Unternehmen, erhöhen jedoch nur das Vermögen der Aktionäre. Die Aktionäre entziehen der Gesellschaft Mittel auf Kosten der Fremdkapitalgeber.⁸⁸ Folglich haben die Fremdkapitalgeber Interesse daran, dass Gewinne einbehalten werden. Dadurch werden ihre Forderungen gegenüber dem Unternehmen sicherer. Die Aktionäre hingegen wünschen hohe Dividendenzahlungen. So würden sie vor einem

⁸⁵ Black und Scholes (1973) bilden den Vorgang optionstheoretisch ab. Demnach verkaufen die Eigentümer im Zeitpunkt der Kreditaufnahme das Unternehmensvermögen an die Gläubiger und erwerben gleichzeitig eine Kaufoption auf das Unternehmensvermögen. Weitere Autoren wie z.B. Barnea et al. (1981) folgen dieser Darstellung. Jurgeit (1989) zeigt jedoch, dass diese Vorgehensweise ökonomisch wenig überzeugend ist. Er bildet den Vorgang mit Hilfe einer Verkaufsoption ab, die die Anteilseigner zum Zeitpunkt der Fremdkapitalaufnahme von den Gläubigern kaufen. Jurgeit (1989), S. 38-42.

⁸⁶ Die erhöhte Volatilität der Zahlungsüberschüsse steigert den Wert der Option. Barnea et al. (1981), S. 9.

⁸⁷ Dies ist der Fall, wenn die Dividendenzahlung das Risiko des Fremdkapitals erhöht.

⁸⁸ Die Vermögensminderung der Gläubiger entspricht c.p. genau der Vermögenserhöhung der Anteilseigner. Eine mathematische Darstellung des Vermögenstransfers mit den dazugehörigen Annahmen findet sich bei Lease et al. (2000), S. 92 f.

eventuellen Konkurs zumindest einen Teil ihres eingesetzten Kapitals zurückerhalten haben.⁸⁹

Dieser Zusammenhang gilt insbesondere bei hohem Verschuldungsgrad. Da der Anteil der Verbindlichkeiten am Unternehmensvermögen hoch ist, werden die Dividendenzahlungen in stärkerem Maße von den Fremdkapitalgebern getragen als bei geringer Verschuldung. Außerdem erreicht bei einer hohen Fremdkapitalquote die Konkurswahrscheinlichkeit schneller kritische Ausmaße. Also nehmen der Wunsch der Aktionäre nach hohen Dividendenzahlungen und der Widerstand der Fremdkapitalgeber dagegen mit dem Verschuldungsgrad zu.⁹⁰

Da die Fremdkapitalgeber erkennen, dass die Aktionäre versuchen werden, möglichst hohe Dividenden zu erhalten, führen sie Vertragsklauseln ein, die dem entgegenwirken sollen. Die Vertragsklauseln schränken direkt oder indirekt die Möglichkeit der Manager ein Dividenden auszuschütten.⁹¹ Auf Grund der vorangegangenen Überlegungen wäre zu erwarten, dass die Aktionäre versuchen werden, die maximal mögliche Dividende zu bekommen, die die Vertragsklausel gerade noch nicht verletzt. Es lassen sich jedoch auch andere Aspekte beachten. John und Kalay (1982) stellen Renditeaspekte in den Vordergrund und zeigen in einem theoretischen Modell, dass die Fremdkapitalgeber nicht die restriktivste mögliche Vertragsklausel durchsetzen und die Aktionäre nicht die maximal ausschüttbare Dividende erhalten wollen. Die Gläubiger erkennen, dass eine gewisse Flexibilität optimal ist. Die Anteilseigner kommen zum Schluss, dass die Ausschüttung eines Teils der Gewinne und die Investition des anderen Teils in profitable Projekte optimal sind.

1.2. Empirische Ergebnisse

Eine Möglichkeit, den Einfluss des Interessenkonfliktes zwischen den Aktionären und den Fremdkapitalgebern auf die Dividendenpolitik zu überprüfen, stellen die Kursreaktionen von Anleihen auf Dividendenänderungen dar. Nach den theoretischen Überlegungen wäre zu erwarten, dass die Kurse von Anleihen bei der Ankündigung von

⁸⁹ Hartmann-Wendels (1986) entwickelt ein Modell, in dem gezeigt wird, dass auf Grund der Interessenkonflikte zwischen Fremdkapitalgebern und Aktionären die Dividendenpolitik nicht irrelevant ist. Hartmann-Wendels (1986), S. 210-230.

⁹⁰ Lease et al. (2000), S 78.

⁹¹ Kalay (1982b) gibt einen ausführlichen Überblick über Vertragsklauseln, die direkt oder indirekt die Ausschüttung von Dividenden einschränken.

Fan und Sundaresan (2000) betrachten in einem spieltheoretischen Modell die Einführung einer sich auf die Zahlungsüberschüsse beziehenden Vertragsklausel. Sie führt dazu, dass die Unternehmensführung die Dividenden kürzt, damit die Klausel nicht greift. Somit wird der Klausel eine Disziplinierungsrolle bescheinigt.

Hartmann-Wendels (1986) zeigt, wie unter der Annahme einer Mindestinvestitionsverpflichtung die optimale Dividendenpolitik bestimmt werden kann. Hartmann-Wendels (1986), S. 231-259. Es wird nur ein Typ von Vertragsklauseln betrachtet, andere Finanzierungsformen außer der Kreditfinanzierung bleiben unberücksichtigt. Hartmann-Wendels (1986), S. 273 f.

Dividendenerhöhungen fallen und bei -verminderungen steigen werden. Handjinicolaou und Kalay (1984) stellen in ihrer Untersuchung geringe Kursreaktionen auf Ankündigungen von Dividendenerhöhungen und eine negative Reaktion auf Dividendenkürzungen fest. Die Ergebnisse widersprechen dem reinen agencytheoretischen Erklärungsansatz.⁹² Dhillon und Johnson (1994) beschränken sich auf wesentliche Dividendenänderungen, Erstausschüttungen und Dividendenstreichungen. Sie stellen fest, dass Kurse von Anleihen auf Erstausschüttungen signifikant negativ reagieren. Die anderen empirischen Ergebnisse sind auch konsistent mit dem agencytheoretischen Ansatz, jedoch nicht signifikant.

Die Aufmerksamkeit der empirischen Forschung haben auch Reaktionen auf Ankündigungen von außerordentlichen Ausschüttungen („specially designated dividends“) auf sich gezogen. Auf Grund ihres geringeren Informationsgehalts im Vergleich zu den regulären Ausschüttungen⁹³ könnten Tests mit außerordentlichen Ausschüttungen den agencytheoretischen Ansatz direkt prüfen.⁹⁴ Jayaraman und Shastri (1988) beobachten, dass es bei außerordentlichen Ausschüttungen zu einer Kurssenkung bei Anleihen kommt. Die Ergebnisse sind jedoch nicht signifikant und können die agencytheoretische Hypothese nicht stützen.

Vertragsklauseln spielen eine wichtige Disziplinierungsrolle in dem Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern. DeAngelo und DeAngelo (1990) bestätigen den großen Einfluss von Vertragsklauseln auf die Dividendenpolitik. Ihre Ergebnisse sind besonders aussagekräftig, da sie die größten Aktiengesellschaften mit hohem Streubesitzanteil betreffen. Für kleinere Unternehmen und Unternehmen mit geringem Streubesitzanteil gilt der Zusammenhang erst recht, da Vertragsklauseln dort eine größere Rolle spielen. Kalay (1982b) stellt fest, dass die Unternehmensführung nicht die maximal mögliche Dividende ausschüttet. Der Spielraum, den die Vertragsklauseln gewähren, wird nicht vollständig ausgenutzt. Die Ergebnisse stützen die Aussagen des Modells von John und Kalay (1982b).

Amihud und Murgia (1997) erklären die in Deutschland beobachteten, im Vergleich zu den USA niedrigen Ausschüttungsquoten mit der Sonderstellung der Banken. Wegen ihrer Vollmachten haben sie häufig die Mehrheit auf Hauptversammlungen.⁹⁵ Die Banken setzen mit ihrer Stimmenmehrheit niedrigere Ausschüttungsquoten durch, um die Sicherheit der Bankenkredite zu gewährleisten.

⁹² Den Autoren zufolge sprechen die Ergebnisse für die Signaling-Hypothese. Handjinicolaou und Kalay (1984), S. 59.

⁹³ Brickley (1983) stellt fest, dass Aktienkursreaktionen auf außerordentliche Ausschüttungen geringer ausfallen als Reaktionen auf vergleichbare Änderungen der regelmäßigen Ausschüttung.

⁹⁴ Lease et al. (2000), S. 86.

⁹⁵ Baums und Fraune (1995) belegen, dass auf den Hauptversammlungen von 20 der 24 größten Aktiengesellschaften mit hohem Streubesitzanteil die Banken einschließlich der Stimmen abhängiger Kapitalanlagegesellschaften die Stimmenmehrheit besaßen, in 18 Fällen mit mehr als $\frac{3}{4}$ der Stimmen. Auf Grund der von ihnen ausgeübten Stimmrechte waren Banken in 75 Prozent der untersuchten Gesellschaften in der Lage, Grundlagenbeschlüsse durchzusetzen, sofern die Satzung keine abweichende Regelung vorsah. Baums und Fraune (1995), S. 101.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass durch Dividendenzahlungen ein Vermögenstransfer von den Fremdkapitalgebern zu den Aktionären erreicht werden kann. Dieses Sachverhalts sind sich beide Parteien bewusst. Das wird durch den Einfluss, den Vertragsklauseln auf die Dividendenpolitik ausüben, belegt. Die Beobachtungen von Kursreaktionen liefern jedoch keinen zufriedenstellenden empirischen Nachweis der Vermögenstransferhypothese.

2. *Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Unternehmensführung*

2.1. *Theoretische Grundlagen*

Anteilseigner und Vorstand gehen eine Agency-Beziehung ein. Die Manager (Agenten) verpflichten sich, dem Interesse der Unternehmensinhaber (Prinzipale) zu dienen, wobei eine Delegation von Entscheidungsbefugnissen erfolgt.⁹⁶ Um Spezialisierungsgewinne zu erzielen, räumen die Aktionäre den Managern weitgehende Freiheiten ein. Wenn beide Parteien Nutzenmaximierer sind, wird die Unternehmensführung diese Handlungs- und Entscheidungsfreiheiten für eigene, den Interessen der Anteilseigner widersprechende Zielsetzungen nutzen.⁹⁷ Dadurch entsteht den Eigentümern Schaden.⁹⁸

Die Aktionäre werden versuchen, den Vorstand zum Verfolgen ihrer Ziele zu bewegen. Eine solche Kontrollfunktion führt der Aufsichtsrat aus. Die Unternehmensführung besitzt jedoch gegenüber den Aktionären und dem Aufsichtsrat einen Informationsvorsprung bezüglich des Unternehmens. Deshalb ist es für Außenstehende schwierig zu beurteilen, ob eine Aktion des Vorstandes im Interesse der Aktionäre erfolgt oder nicht. Der Abbau dieser Informationsasymmetrie verursacht Kosten. Sie sind ins Verhältnis zu dem durch die Kontrolle zu erwartenden Nutzen zu setzen. Wenn der Anteil am Unternehmen klein ist, und die Anteilseigner ein diversifiziertes Portfolio mit einer Vielzahl von Aktien halten, ist der Nutzen der Kontrolle meist gering, die Kosten dagegen sind hoch. Zum anderen trägt der Teil der aktiv kontrollierenden Anteilseigner die Kosten, während die passiv gebliebenen an den Vorteilen der Kontrolle partizipieren. Dieser Trittbrettfahrer-Effekt vermindert den Anreiz zum aktiven Handeln und macht Passivität ebenfalls rational.⁹⁹

Eine Möglichkeit, die Manager im Verfolgen ihrer eigenen Interessen einzuschränken, besteht darin, sie der Kontrolle durch den Kapitalmarkt auszusetzen. In diesem Zusammenhang können Dividendenzahlungen eine Rolle spielen. Rozeff (1982) betrachtet als erster die Ausschüttung von Dividenden als ein Mittel, die Informationsasymmetrie zwischen Aktionären und Unternehmensführung abzubauen. Wenn das Ma-

⁹⁶ Jensen und Meckling (1976), S. 308.

⁹⁷ Als Zielsetzungen werden im Rahmen der Managerialismustheorie Umsatz-, Wachstums- und Nutzenmaximierung genannt. Lipka (1995), S. 10-20.

⁹⁸ Lipka (1995), S. 31.

⁹⁹ Ridder-Aab (1980), S. 84 f.

nagement Dividenden zahlen muss, ist es gezwungen, sich für die Finanzierung von Investitionen Mittel über den Kapitalmarkt zu beschaffen. In diesem Prozess muss der Vorstand Informationen offen legen, die auch an die Aktionäre gelangen. Eine Alternative zu den Dividendenzahlungen wäre die direkte Informationsübermittlung von der Unternehmensführung an die Anteilseigner. Wenn die Kosten einer solchen Informationspolitik jedoch höher als die mit der Mittelaufnahme am Kapitalmarkt verbundenen Kosten sind, lohnt sich der Weg über die Dividendenzahlungen. Rozeff (1982) entwickelt ein Modell zur Bestimmung der optimalen Dividendenpolitik, die sich aus dem Trade off zwischen der Einsparung von Agency-Kosten und den Transaktionskosten der Kapitalbeschaffung am Markt ergibt.

Einer ähnlichen Argumentation folgt Easterbrook (1984). Dividendenzahlungen zwingen die Unternehmensführung, häufiger am Kapitalmarkt Mittel durch Emissionen aufzunehmen. Dabei wird von außenstehenden Spezialisten wie Investmentbankern, Finanzanalysten, Wirtschaftsprüfern, Anwälten usw. geprüft, wofür das Kapital verwendet wird. Die Spezialisten haben ein großes Interesse, dass die Emission erfolgreich verläuft. Dann können negative Konsequenzen für die Reputation der Beteiligten vermieden werden. Es besteht ein starker Anreiz, den Vorstand zu prüfen. Der Handlungsspielraum des Managements, die Mittel im eigenen Interesse zu verwenden, wird reduziert. Es wird angehalten, entsprechend vorteilhafte Investitionen zu tätigen. Die Aktionäre erkennen diese Disziplinierungsfunktion des Kapitalmarktes und verlangen deshalb hohe Dividendenzahlungen.¹⁰⁰

Easterbrook (1984) argumentiert, dass die Aktionäre durch den Wunsch nach hohen Dividendenzahlungen die Unternehmensführung dazu bewegen, eine höhere Verschuldung des Unternehmens als von den Managern beabsichtigt zu realisieren. Die Anteilseigner profitieren von der Erhöhung des Risikos der existierenden Verbindlichkeiten. Das Vermögen des Vorstandes ist weniger diversifiziert als das der Anleger, da das Humankapital der Manager in dem Unternehmen steckt. Wenn die Gesellschaft in Konkurs ginge, würde die Unternehmensführung ihren Arbeitsplatz und womöglich Reputation und sonstige Privilegien verlieren. Folglich liegt es im Interesse des Vorstands, die Verschuldung niedrig zu halten, um das Unternehmen sicherer zu machen und das persönliche Risiko zu minimieren. Dividendenzahlungen hindern die Manager daran, die Verschuldung der Gesellschaft zu niedrig zu halten. Durch die regelmäßige Wertminderung der Eigenkapitalanteile ist die Unternehmensführung nicht in der Lage, den Fremdkapitalanteil entscheidend zu senken.

Jensen (1986) geht in seiner Analyse ebenfalls von der Annahme aus, dass sich die Unternehmensführung nicht perfekt kontrollieren lässt und einen Spielraum hat, um ihre Interessen gegen die Interessen der Aktionäre durchzusetzen. Dabei geben dem

¹⁰⁰ DeAngelo und DeAngelo (2000) zeigen am Beispiel der Times Mirror Company, dass die Effektivität der Disziplinierung durch große finanzielle Flexibilität geschwächt werden kann. Die von dem Mehrheitsaktionär, der Familie Chandler, geforderte hohe Dividende konnte trotz stark gefallener operativer Gewinne über Jahre gezahlt werden, indem Aktiva verkauft sowie neue Verbindlichkeiten aufgenommen wurden.

Vorstand Barmittel den größten Spielraum. Barreserven, die nicht in Investitionen mit positivem Nettobarwert angelegt werden können, der so genannte Free Cash Flow (FCF), können von den Managern für wertvernichtende Projekte benutzt werden, z.B. für überflüssige Akquisitionen.¹⁰¹ Es ist also im Interesse der Aktionäre, den im Unternehmen verbleibenden FCF zu minimieren. Dividendenzahlungen sind dafür geeignet. Sie entziehen Barmittel der Kontrolle der Unternehmensführung, verringern den FCF und sind somit im Interesse der Anteilseigner. Eine andere Möglichkeit, den FCF zu reduzieren, ist eine höhere Verschuldung, die zu höheren periodischen Zinszahlungen führt. Zinszahlungen und Dividendenausschüttungen können in diesem Zusammenhang als Substitute angesehen werden.¹⁰²

Die gegensätzliche Handlungsanweisung für das Management impliziert die von Myers (1984) und Myers und Majluf (1984) formulierte Pecking-Order-Theorie. In ihrem Modell mit asymmetrischer Informationsverteilung interpretieren die Anleger die Emission neuer Aktien zur Finanzierung von Investitionsmöglichkeiten als negatives Signal. Bei der Ausgabe neuer Aktien muss das Management neben den sonstigen Emissionskosten auch ein Underpricing in Kauf nehmen.¹⁰³ Im Interesse der bestehenden Aktionäre lassen sich folglich durch Ausgabe neuer Aktien nur Projekte realisieren, deren Nettobarwert die mit der Emission verbundenen Kosten übersteigen. Eine Finanzierung mit Fremdkapital ist vorzuziehen. Aber auch diese ist mit einem Underpricing verbunden, wenn die Investition risikobehaftet ist. Folglich können nicht alle Projekte mit einem positiven Nettobarwert extern finanziert werden. Um *alle* Projekte mit positivem Nettobarwert durchführen zu können, muss das Management liquide Reserven im Unternehmen („financial slack“) aufbauen. Somit ist es im Interesse der Aktionäre, wenn ein Unternehmen einen umso größeren Teil des Free Cash Flow im Unternehmen behält, je mehr Investitionsalternativen mit positiven Nettobarwerten in Zukunft möglicherweise zur Verfügung stehen. Die Pecking-Order-Theorie gibt keine Antwort darauf, warum die Unternehmen Dividenden zahlen. Sie geht davon aus, dass Dividendenzahlungen im Zeitablauf stabil bleiben und träge („sticky“) sind, ohne dafür eine Erklärung zu liefern.¹⁰⁴ Kurzfristige Rückgänge im Cash Flow und Erhöhun-

¹⁰¹ Blanchard et al. (1993) verdeutlichen die Bedeutung der FCF-Problematik an einem Beispiel von elf Unternehmen, die Rechtsstreits unerwartet gewonnen und hohe Geldzahlungen erhalten haben. Nur zwei von ihnen schütteten einen Großteil der Summe aus, und an beiden besaß das Management wesentliche Beteiligungen. Die elf Unternehmen hatten keine lohnenden Investitionsalternativen, der FCF wurde also wertmindernd verwendet. Die Unternehmen, die das Geld nicht verschwendet, sondern als Barreserve behalten haben, wurden nach kurzer Zeit übernommen. Die Autoren schließen daraus, wenn die Unternehmensführung die Mittel nicht verschwendet, dann wird das Unternehmen übernommen, damit es jemand anders tut. Blanchard et al. (1993), S. 20, 24.

¹⁰² Dividenden- und Zinszahlungen sind jedoch keine perfekten Substitute. Die Bindungskraft von Zinszahlungen ist wesentlich stärker, da versäumte Zinszahlungen typischerweise die Insolvenz nach sich ziehen. Jensen (1986), S. 324.

¹⁰³ Underpricing meint, dass „die Emissionskurse unter denjenigen Kursen und damit die Kapitalkostensätze über den Sätzen liegen, die Emittenten an vollkommenen Kapitalmärkten erzielt hätten“. Dörmann (1990), S. 306. Ein Überblick über theoretische Erklärungsansätze zum Underpricing findet sich bei Dörmann (1990), S. 304-374.

¹⁰⁴ “First, the modified pecking order story depends on sticky dividends, but does not explain why they are sticky.” Myers (1984), S. 590.

gen des Kapitalbedarfs für Investitionen werden nicht durch Dividendenkürzungen, sondern vorzugsweise durch die Aufnahme von Fremdkapital ausgeglichen. Allerdings hängt die angestrebte Ausschüttungsquote von den Investitionsalternativen der Gesellschaft mit positiven Nettobarwerten ab. Aufgrund der Trägheit der Dividenden passt sich die angestrebte Ausschüttungsquote jedoch den eventuell veränderten Investitionsalternativen nur graduell an.¹⁰⁵

Auch im Rahmen der Lebenszyklus-Theorie¹⁰⁶, die erstmals von Mueller (1972) auf die Dividendenpolitik angewandt wurde, spielen die Investitionsalternativen des Unternehmens eine wichtige Rolle beim Festlegen der Dividende. Das Zusammenspiel zwischen der erzielbaren Gesamtkapitalrendite und den Kapitalkosten des Unternehmens bestimmt die Dividendenpolitik.¹⁰⁷ Je höher die Gesamtkapitalrendite und die Kapitalkosten sind, desto geringer muss die Ausschüttungsquote ausfallen. Die vorhandenen Investitionsalternativen werden vorzugsweise aus dem generierten Cash Flow finanziert. Jüngere Unternehmen verfügen in der Regel über hohe Wachstumsaussichten und entsprechende Investitionsalternativen und erzielen eine hohe Gesamtkapitalrendite. Mit zunehmendem Fortbestehen der Gesellschaft nehmen ihre Fähigkeit zur Informationsverarbeitung und ihre Risikofreude ab. Das führt zu einer abnehmenden Gesamtkapitalrendite. Jüngere Firmen sehen sich aufgrund des höheren Risikos und der stärkeren Informationsasymmetrie auch mit höheren Kapitalkosten konfrontiert. Somit zahlen Unternehmen in einem frühen Lebenszyklus-Stadium keine oder geringe Dividenden. Mit zunehmendem Alter der Gesellschaften steigen Ausschüttungsquote und gezahlte Dividenden.¹⁰⁸

Häufig ist die Entlohnung des Vorstands an den Wert des Unternehmens gekoppelt, wie z.B. im Rahmen von Aktienoptionsplänen, oder die Unternehmensführung ist an der Gesellschaft direkt beteiligt. Im Fall, dass im Rahmen von Aktienoptionsplänen die Optionen nicht dividendengeschützt sind, haben die Manager zusätzliches Interesse, dass Gewinne thesauriert werden, da Dividendenzahlungen den Wert des Unternehmens mindern. Andererseits dürfte eine solche Entlohnung bzw. Beteiligung die Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Unternehmensführung abschwächen. Der Vorstand wird auf eine Verschwendung des FCF verzichten, um nicht die eigene Entlohnung bzw. den Wert der eigenen Beteiligung zu vermindern. Das wird von den Aktionären antizipiert. Sie verlangen entsprechend weniger Dividendenzahlungen. Am Unternehmenswert orientierte Entlohnungsprogramme, Beteiligungen der Unterneh-

¹⁰⁵ Hier zeigt die Pecking-Order-Theorie Parallelen zum Modell von Lintner (1956) auf. Zum Modell von Lintner (1956) siehe Abschnitt E.V.

¹⁰⁶ Die Lebenszyklus-Theorie wird in der Regel nicht explizit zu den agencytheoretischen Erklärungsansätzen gezählt. Allerdings werden die Kapitalkosten des Unternehmens, die eine zentrale Rolle im Rahmen der Dividendenpolitik spielen, maßgeblich vom Ausmaß der Informationsasymmetrie und der vorhandenen Agency-Probleme bestimmt. Bulan und Subramanian (2009), S. 205.

¹⁰⁷ In einem stark vereinfachten und statischen Modell lässt sich zeigen, dass im Fall einer die Kapitalkosten übersteigenden Gesamtkapitalrendite keine Dividende gezahlt wird. Wenn die Gesamtkapitalrendite niedriger als die Kapitalkosten ist, muss der erzielte Gewinn vollständig ausgeschüttet werden. Bulan und Subramanian (2009), S. 203 f.

¹⁰⁸ Bulan und Subramanian (2009), S. 204-206.

menführung und Ausschüttungen fungieren in diesem Zusammenhang ebenfalls als Substitute bei der Disziplinierung der Unternehmensführung.¹⁰⁹

2.2. Empirische Ergebnisse

Die Hypothese, dass Dividendenzahlungen eine Disziplinierung der Unternehmensführung durch den Kapitalmarkt herbeiführen, kann durch den Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote und dem Streubesitzanteil am Unternehmen geprüft werden. Da Kleinaktionäre die Kontrolldienste des Marktes besonders stark in Anspruch nehmen, wäre eine positive Beziehung zwischen den beiden Größen zu erwarten. Rozeff (1982) findet für den Zeitraum 1974-80 in den USA einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote und der Anzahl der Aktionäre, die er als Maß für Streubesitz benutzt. Eine ähnliche Untersuchung führen Dempsey und Lamber (1992) für den Zeitraum 1981-87 durch und erhalten ähnliche Ergebnisse. Alli et al. (1993) können hingegen keinen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Streubesitzanteil und der Ausschüttungsquote nachweisen. Komplementär zum vorangegangenen Argument sehen Grinstein und Michaely (2005) in der Erhöhung des Anteils institutioneller Investoren an der Gesellschaft eine Möglichkeit, die Agency-Kosten zu senken. Institutionelle Anleger sind besser in der Lage, die vom Management übermittelten Informationen zu bewerten, und entsprechend weniger auf Dividendenzahlungen zur Disziplinierung angewiesen. Renneboog und Szilagyi (2007) stellen allerdings für die Niederlande das Gegenteil fest: Die Unternehmen mit dem höchsten Anteil institutioneller Anlegern zahlen die höchsten Dividenden.

Lang und Litzenberger (1989) vergleichen Kursreaktionen auf Dividendenänderungen. Sie unterscheiden dabei zwischen Unternehmen, deren Vorstand der Überinvestition verdächtigt wird, und solchen, die nicht überinvestiert sind. Als Maß für die Überinvestition benutzen sie Tobin's Q.¹¹⁰ Dabei gelten Unternehmen mit einem $Q < 1$ als überinvestiert, Gesellschaften mit einem $Q > 1$ als unterinvestiert. Die Kursreaktionen auf Dividendenänderungen bei Unternehmen mit einem $Q < 1$ waren viermal so groß wie bei Unternehmen mit einem $Q > 1$. Dividenden schränken die Möglichkeiten der Unternehmensführung zur Überinvestition ein, was von den Anlegern wahrgenommen wird und sich in den Kursreaktionen niederschlägt. Die Ergebnisse stützen die FCF-Hypothese.

Fama und French (2002) untersuchen die Gültigkeit der Pecking-Order-Theorie hinsichtlich der Dividendenpolitik anhand von mehr als 3000 US-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum 1965-1999. Auch wenn sich die Pecking-Order-Theorie primär auf die Kapitalstruktur und weniger auf die Dividendenpolitik bezieht¹¹¹, postuliert sie

¹⁰⁹ Lease et al. (2000), S. 84.

¹¹⁰ Tobin's Q ist das Verhältnis zwischen dem Marktwert des Eigen- und Fremdkapitals und dem Buchwert der Aktiva. Lang und Litzenberger (1989), S. 185.

¹¹¹ Die Gültigkeit der Pecking-Order-Theorie wurde vielfach getestet, z.B. von Shyam-Sunder und Myers (1999), Frank und Goyal (2003), Lemmon und Zender (2010), Leary und Roberts (2010).

eine negative Beziehung zwischen der Ausschüttungsquote und den Investitionsalternativen, der Verschuldungsquote und der Volatilität des Free Cash Flow. Fama und French (2002) stellen eine schwache Beziehung zwischen der Ausschüttungs- und der Verschuldungsquote fest. Der Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote und den Investitionsalternativen sowie der Volatilität des Free Cash Flow ist zwar statistisch signifikant und konsistent mit der Theorie. Allerdings relativieren die Autoren aufgrund von Autokorrelation und Multikollinearität die Aussagekraft der Ergebnisse.

Anhaltspunkte für die Relevanz der Lebenszyklus-Theorie liefern Fama und French (2001), die das Ausschüttungsverhalten von US-amerikanischen börsennotierten Unternehmen im Zeitraum 1926-1999 untersuchen. Die Autoren beobachten, dass Dividenden von großen und hochprofitablen Gesellschaften gezahlt werden. Unternehmen, die noch keine Dividenden initiiert haben, sind klein und nicht so profitabel. Dividendenzahler weisen somit Eigenschaften von etablierten Betrieben auf, während die Dividenden-Nichtzahler junge, schnell wachsende Firmen darstellen. Grullon et al. (2002) zeigen, dass das systematische Risiko und die Gesamtkapitalrendite von Unternehmen nach einer Dividendenerhöhung sinken, und sehen die Lebenszyklus-Theorie durch die Ergebnisse untermauert. DeAngelo et al. (2006) versuchen die Lebenszyklus-Theorie direkt zu überprüfen. Als Stellvertreter für die Lebenszyklus-Phase des Unternehmens verwenden sie den Anteil einbehaltener Gewinne am gesamten Eigenkapital und stellen einen signifikanten positiven Einfluss der Kennzahl auf die Entscheidung zur Dividendenzahlung in den USA fest. Denis und Osobov (2008) bestätigen die Ergebnisse für die USA, Kanada, Großbritannien, Deutschland, Frankreich und Japan. Von Eije und Megginson (2008) können hingegen keinen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Anteil einbehaltener Gewinne am gesamten Eigenkapital und der Entscheidung zur Dividendenzahlung sowie der Dividendenhöhe für die Unternehmen der 15 Mitgliedsländer der Europäischen Union vor Mai 2004 beobachten.¹¹²

Eine eigene Beteiligung der Unternehmensführung an der Gesellschaft sowie ein Entlohnungsprogramm, das sich am Unternehmenswert orientiert, schwächen die Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Unternehmensführung ab. Folglich wäre zu erwarten, dass Vorstandseteiligungen und die Einführung von unternehmenswertorientierten Entlohnungsprogrammen zu niedrigeren Ausschüttungsquoten führen. Ebenfalls zu geringeren Ausschüttungsquoten führt eine höhere Verschuldung, da die periodischen Zinszahlungen die Dividenden in ihrer Rolle, den FCF zu vermindern, ersetzen können.

In seiner schon erwähnten Untersuchung zeigt Rozeff (1982) für die Periode 1974-1980, dass eine signifikant negative Beziehung zwischen der Ausschüttungsquote und

Allerdings beziehen sich die empirischen Untersuchungen nicht auf Implikationen für die Dividendenpolitik. Einen guten Überblick über Kapitalstrukturtheorien und die empirische Forschung dazu geben Bessler et al. (2011).

¹¹² Zu den Studien von DeAngelo et al. (2006), Denis und Osobov (2008) und von Eije und Megginson (2008) siehe auch Abschnitt B.I. des zweiten Teils.

dem Anteil des Managements am Unternehmen besteht.¹¹³ Crutchley und Hansen (1989) weisen mit Hilfe verschiedener Variabler nach, dass die Beteiligung der Unternehmensführung, die Verschuldung und Dividendenzahlungen substitutiv als Instrumente zur Senkung der Agency-Kosten verwendet werden. Jensen et al. (1992) untersuchen auch den Zusammenhang zwischen Ausschüttungsquote, Managerbeteiligung und Verschuldung. Nach der Überprüfung verschiedener Determinanten wie Rentabilität, Wachstum und Investitionsalternativen kommen sie zum Schluss, dass die Ausschüttungsquote mit der Managerbeteiligung und der Verschuldung negativ korreliert ist. Agrawal und Jayaraman (1994) betrachten verschuldete und ausschließlich eigenfinanzierte Unternehmen. Da die Zinszahlungen und Dividenden den FCF mindern, den die Unternehmensführung verschwenden kann, wäre zu erwarten, dass die eigenfinanzierten Unternehmen höhere Ausschüttungsquoten aufweisen als die verschuldeten. Die Ergebnisse bestätigen die Erwartung: Die Ausschüttungsquoten der eigenfinanzierten Unternehmen waren signifikant höher als die der verschuldeten. In der Gruppe der unverschuldeten Gesellschaften wurde auch der Zusammenhang zwischen Ausschüttungsquote und Vorstands-beteiligung untersucht. Die Unternehmen mit Vorstands-beteiligung wiesen niedrigere Ausschüttungsquoten auf. König (1990) stellt in seiner Untersuchung fest, dass Unternehmen mit einer höheren Fremdkapitalquote langfristig eine Politik niedriger Dividenden verfolgen. Obwohl der Autor die Ergebnisse nicht vor dem Hintergrund der Agency-Theorie interpretiert, stützen sie die FCF-Hypothese. Eckbo und Verma (1994) beobachten, dass bei kanadischen Unternehmen die Ausschüttungsquote negativ von der Höhe der Managementbeteiligung abhängt und bei vom Management kontrollierten Gesellschaften null beträgt.

Viele Untersuchungen beschäftigen sich mit dem Zusammenhang zwischen Dividendenzahlungen und Entlohnungssystemen, die am Unternehmenswert orientiert sind. Lambert et al. (1989) stellen fest, dass die Ausschüttungsquoten in Unternehmen mit eingeführten Aktienoptionsplänen (AOP) geringer sind als in Unternehmen ohne AOP. Denselben Zusammenhang beobachten Smith und Watts (1992) bei der Dividendenrendite von Unternehmen mit und ohne AOP. Lewellen et al. (1987) belegen, dass die Ausschüttungsquote positiv mit dem Anteil des Festgehalts inklusive Jahresbonus an der Entlohnung der Manager korreliert ist. Sie ist dagegen negativ, jedoch nicht signifikant, mit dem Anteil der Entlohnung korreliert, der an den Aktienkurs gebunden ist. Lippert et al. (2000) untersuchen, wie sich die „pay performance sensitivity“ (PPS) auf die Kursreaktionen auf Dividendenänderungen auswirkt. Die PPS zeigt, wie sich die Entlohnung der Unternehmensführung in Abhängigkeit von der Unternehmenswertentwicklung verändert. Wenn die PPS hoch ist, ist der zusätzliche Nutzen einer externen Kontrolle durch den Kapitalmarkt gering.¹¹⁴ Gering ist auch der Anreiz der Manager, FCF zu verschwenden. Somit spielen die Dividendenzahlungen eine schwächere Rolle als Instrument zur Disziplinierung der Unternehmensführung. Die Kursreaktio-

¹¹³ In ihrer Folgeuntersuchung bestätigen Dempsey und Lauer (1992) die Ergebnisse für den Zeitraum 1981-1987.

¹¹⁴ Lippert und Moore (1995) zeigen, dass die PPS als Ersatz für interne und externe Kontrolle fungieren kann.

nen auf Dividendenänderungen in Unternehmen mit hoher PPS sollten folglich geringer ausfallen. Diese Hypothese wird durch die empirischen Ergebnisse gestützt.

Gerke et al. (1997) betrachten Kurseffekte bei Dividendenänderungen am deutschen Aktienmarkt. Sie stellen fest, dass es signifikante Kurseffekte gibt, wobei die Reaktionen bei Dividendenkürzungen stärker ausfallen. Die Ergebnisse werden unter anderem als Bestätigung der Free-Cash-Flow-Hypothese interpretiert. Eine Abgrenzung zu anderen Erklärungsansätzen wie der Signaling-Hypothese führen die Autoren jedoch nicht durch. Ähnliches gilt für die Untersuchung von Amihud und Murgia (1997). Die von Wenger und Kaserer (2005) und Kaserer et al. (2006) beobachteten Kurssteigerungen nach der Ankündigung von steuerlich bedingten Sonderausschüttungen¹¹⁵ übersteigen deutlich den reinen Steuerspareffekt. Dabei ist die Kursreaktion bei Unternehmen, die eine Sonderausschüttung ohne liquiditätsausgleichende Kapitalerhöhung (Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren) durchführen, signifikant höher. Die Autoren deuten dieses Ergebnis als Hinweis für die Gültigkeit der Free-Cash-Flow-Hypothese.

Die Auswirkung von Agency-Beziehungen auf die Dividendenpolitik im internationalen Vergleich untersuchen La Porta et al. (2000). Sie betrachten das Ausschüttungsverhalten von Aktiengesellschaften in Ländern mit unterschiedlichem Anlegerschutz. Die Autoren gehen davon aus, dass in Ländern mit gut entwickeltem Anlegerschutz die Aktionäre in der Lage sein werden, den Vorstand zur Zahlung von Dividenden zu bewegen. Wenn die Eigentümer sich gut geschützt wüssten, wären sie bereit, bei guten Investitionsalternativen des Unternehmens auf ihre Dividenden zu verzichten. Folglich wird erwartet, dass in Ländern mit gutem Anlegerschutz eine negative Beziehung zwischen Unternehmenswachstum und Ausschüttungsquote besteht. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass in Ländern mit gut entwickeltem Schutz der Aktionäre tatsächlich höhere Dividenden gezahlt werden. Es bestätigt sich auch die Erwartung eines negativen Zusammenhangs zwischen Ausschüttungsquote und Wachstum. Dieser Zusammenhang ist in Ländern mit unterentwickeltem Anlegerschutz nicht nachzuweisen. Konsistent mit der vorangegangenen agencytheoretischen Argumentation stellen Pinkowitz et al. (2006) fest, dass der Zusammenhang zwischen dem vom Unternehmen gehaltenen Barmitteln und dem Unternehmenswert in Ländern mit geringerem Anlegerschutz schwächer ist. In Ländern mit höherem Anlegerschutz ist hingegen die Beziehung zwischen gezahlten Dividenden und dem Unternehmenswert weniger ausgeprägt.

Dewenter und Warther (1998) betrachten Unternehmen in den USA und Japan. Die japanischen Gesellschaften unterteilen sich in unabhängige und Keiretsu-Mitglieder.¹¹⁶ Auf Grund der institutionellen Unterschiede gehen die Autoren davon aus, dass die asymmetrische Informationsverteilung und die Agency-Konflikte bei den japanischen

¹¹⁵ Siehe hierzu Abschnitt C.II.5.

¹¹⁶ Keiretsu bezeichnet Zusammenschlüsse von japanischen Unternehmen in wirtschaftlichen Verbundgruppen. Eine einheitliche Definition für Keiretsu gibt es nicht. Die Zugehörigkeit zu einer der sechs größten, horizontalen Keiretsu-Gruppen wird anhand mehrerer Kriterien festgestellt. Dewenter und Warther (1998), S. 884f.

Unternehmen geringer als bei den amerikanischen und bei den Keiretsu-Mitgliedern geringer als bei den unabhängigen Unternehmen sind. Es wird festgestellt, dass Erstausschüttungen und Dividendenkürzungen in den USA stärkere Kursreaktionen als in Japan hervorrufen. Bei den unabhängigen japanischen Unternehmen lassen sich ebenfalls stärkere Reaktionen als bei den Keiretsu-Mitgliedern beobachten. Daraus schließen die Autoren, dass Agency-Konflikte die Dividendenpolitik beeinflussen.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass Agency-Konflikte zwischen den Aktionären und der Unternehmensführung bei der Bestimmung der Dividendenpolitik einen Einfluss zu haben scheinen. Das bestätigen insbesondere die Untersuchungen, die verschiedene Länder betrachten. Empirische Ergebnisse belegen auch die wichtige Rolle der Aktionärsstruktur, insbesondere der Vorstandseteiligung, und der Managerentlohnung beim Festlegen der Dividendenzahlungen. Der Zusammenhang zwischen Verschuldung und Ausschüttungsquote ist ebenfalls als signifikant nachgewiesen worden. Die Ergebnisse können als stützend für den agencytheoretischen Ansatz interpretiert werden. Um mehr Klarheit zu gewinnen, müssen jedoch auch weitere Erklärungsansätze in Betracht gezogen werden.

3. *Interessenkonflikt zwischen Groß- und Kleinaktionären*

Ein weiterer potenzieller Interessenkonflikt, der immer stärker in den Fokus der empirischen Forschung hinsichtlich der Dividendenpolitik gerät, besteht zwischen Groß- und Kleinaktionären. Großaktionäre sind häufig in der Lage, das Management zu kontrollieren. Sie haben den Anreiz, den Einsatz der finanziellen Mittel zum eigenen Vorteil und gegebenenfalls zum Nachteil der Kleinaktionäre zu beeinflussen. Bezogen auf die Dividendenpolitik könnten Großaktionäre beispielsweise die Zahlung von nur geringen oder keinen Ausschüttungen veranlassen, auch wenn die Kleinaktionäre ein Interesse an Dividendenzahlungen haben und vice versa.¹¹⁷ Andererseits können Kleinaktionäre von der Kontrollfunktion der Großaktionäre profitieren. In dem Modell von Shleifer und Vishny (1986) wird der Dividendenzahlungen vorziehende Großaktionär durch höhere Dividendenzahlungen von den Kleinaktionären, die Kursgewinne bevorzugen, für seine Kontrolle des Managements „entlohnt“.

In mehreren empirischen Untersuchungen lassen sich steuerliche Beweggründe bei den Großaktionären nachweisen. Bond et al. (1996) stellen fest, dass britische Unternehmen, bei denen die einflussreichsten Aktionäre von der Dividendenbesteuerung befreite institutionelle Investoren sind, eine wesentlich höhere Ausschüttungsquote aufweisen. Ähnliche Ergebnisse liefern auch die Studien von Chetty und Saez (2005) und Brav et al. (2008). Perez-Gonzales (2003) und Holmen et al. (2008) können belegen, dass Unternehmen mit einflussreichen Großaktionären nach einer Steuerreform ihre Dividendenpolitik verändern, so dass die Steuerlast der Großaktionäre gesenkt wird. Morck (2004) zeigt, dass die interkorporative Besteuerung von Dividenden ein

¹¹⁷ Saadi und Dutta (2009), S. 138.

großes Hindernis für die Bildung pyramidenförmiger Unternehmensgruppen in den USA ist.

Großaktionäre können eine Vermögensverschiebung zu Lasten der Kleinaktionäre veranlassen, insbesondere wenn das Unternehmen Teil einer Unternehmensgruppe ist. Großaktionäre, die mehrere Gesellschaften der Gruppe kontrollieren, wären dann in der Lage, beispielsweise durch unfaire Preise für Güter und Dienstleistungen in den Geschäftsbeziehungen innerhalb der Unternehmensgruppe Vermögensverschiebungen zu Lasten von Kleinanlegern vorzunehmen. Dieser Interessenkonflikt ist aufgrund der Aktionärsstrukturen für Aktiengesellschaften in Asien und Westeuropa von besonderer Bedeutung. Dividenden schwächen diesen Interessenkonflikt ab, indem sie den Kontrollaktionären zur Verfügung stehende Ressourcen entziehen.¹¹⁸ In ihrer Untersuchung sehen Faccio et al. (2001) die Relevanz dieses Konflikts für die Dividendenpolitik in neun asiatischen und fünf westeuropäischen Ländern durch ihre Ergebnisse bestätigt.

Für Deutschland stellen Gugler und Yurtoglu (2003) fest, dass die Renditeeffekte bei Ankündigungen von Dividendenänderungen bei Aktiengesellschaften mit einem Großaktionär, der einen Anteil von mehr als 50% am Unternehmen hält, im Vergleich zu anderen Gesellschaften signifikant stärker ausfallen. Die Autoren deuten das als Beleg für die Relevanz des Interessenkonflikts zwischen Klein- und Großaktionären in Deutschland.

Die empirischen Ergebnisse scheinen die Relevanz der Aktionärsstruktur für die Dividendenpolitik zu untermauern.

II. Signaling-Modelle zur Erklärung der Dividendenpolitik

1. Theoretische Grundlagen

Die Unternehmensführung hat in der Regel einen Informationsvorteil gegenüber den übrigen Akteuren am Markt, auch gegenüber den eigenen Aktionären. Letztere ziehen aus den Handlungen und Mitteilungen des Managements Rückschlüsse über die aktuelle Lage und zukünftige Entwicklung des Unternehmens. Der Vorstand kann also Signale an die Kapitalanleger senden, um asymmetrisch verteilte Informationen zu vermitteln. Die gezahlten Dividenden können ein mögliches Signal darstellen.¹¹⁹ Dieser Zusammenhang wurde im Rahmen von Modellen mit einem Signaling-Gleichgewicht abgebildet.¹²⁰

¹¹⁸ Faccio et al. (2001), S. 55.

¹¹⁹ Bereits Miller und Modigliani (1961) sprechen vom „informational content of dividends“. Miller und Modigliani (1961), S. 430.

¹²⁰ Die Grundlage für diese Modelle bilden die Signaling-Modelle von Akerlof (1970) für Produktmärkte und von Spence (1973) für Arbeitsmärkte.

Im Signaling-Modell verfügt das Management über bewertungsrelevante Unternehmensinformationen, die die Anleger nicht besitzen. Durch Signale ist die Unternehmensleitung bemüht, den „wahren“ Unternehmenszustand zu kommunizieren. Damit ein Signal den Anlegern auch glaubhaft erscheint, darf es nicht von anderen Unternehmen kopiert werden, die den entsprechenden Unternehmenszustand nicht aufweisen. Das Signal muss Kosten verursachen, die hoch genug sind, um diese Unternehmen davon abzuhalten. Die Dividenden-Signaling-Modelle unterscheiden sich im Wesentlichen durch die zu vermittelnde Information und die Kosten des Dividendensignals.

Zum ersten Mal hat Bhattacharya (1979) die Signaling-Funktion der Zahlung von Bardividenden modelliert. In dem Modell will das Management den Aktionären die Qualität eines Investitionsprojekts offenbaren. Zu diesem Zweck zahlt es hohe Bardividenden, die durch die Einzahlungen aus dem Projekt nicht gedeckt werden. Deswegen muss das Unternehmen zusätzliches Kapital aufnehmen. Die damit verbundenen Transaktionskosten stellen die Kosten für das Dividendensignal dar. Sie sind niedriger für Unternehmen, die über profitable Investitionsmöglichkeiten verfügen. Deshalb kann das Signal von Unternehmen mit Investitionsmöglichkeiten niedriger Qualität nicht nachgeahmt werden. Auf dem Modell von Bhattacharya (1979) bauen weitere Signaling-Modelle von Talmor (1981), Eades (1982) und Makhija und Thompson (1986) auf.

Im Rahmen des Modells von John und Williams (1985) signalisiert die Unternehmensführung höhere zukünftige Cash Flows durch höhere Bardividenden. Die Kosten für das Signal ergeben sich aus der steuerlichen Benachteiligung der Bardividenden. Das Management schüttet höhere Beträge aus, um das Underpricing bei der Ausgabe neuer Aktien zu reduzieren. Weitere Modelle in der Linie von John und Williams (1985) sind die Modelle von Bar-Yosef und Huffman (1986) und Bar-Yosef und Venezia (1991).

Im Modell von Miller und Rock (1985) verfügen die Manager über einen Informationsvorteil bezüglich der Gewinnsituation und der Investitionsmöglichkeiten des Unternehmens. Damit die Altaktionäre ihre Aktien nicht unter Wert verkaufen, signalisiert die Unternehmensleitung den höheren Unternehmenswert durch höhere Bardividenden. Dafür muss auf profitable Investitionen verzichtet werden. Diese entgangenen Gewinne auf Grund der Unterinvestition stellen die Kosten für das Dividendensignal dar.

Ein Problem im Modell von Miller und Rock (1985) ist die implizite Dominierung der Bardividenden durch Aktienrückkäufe. Wenn die Zahlung von Bardividenden gegenüber Aktienrückkäufen steuerlich benachteiligt ist, dürfen im Rahmen des Modells keine Bardividenden ausgeschüttet, sondern nur Aktien zurückgekauft werden.¹²¹ Bei John und Williams (1985) und den Nachfolgemodellen hingegen macht gerade die

¹²¹ Siehe hierzu John und Williams (1985), S. 1065, sowie Lease et al. (2000), S. 104.

steuerliche Benachteiligung das Dividendensignal glaubwürdig. Im Modell von Ofer und Thakor (1987) sind sowohl Bardividenden als auch Aktienrückkäufe Signale, die nebeneinander bestehen können.¹²² Bei Barclay und Smith (1988) und Brennan und Thakor (1990) spielt die Informiertheit der Anleger eine wesentliche Rolle: Informierte Aktionäre ziehen Aktienrückkäufe, uninformierte dagegen die Ausschüttung von Bardividenden vor.¹²³ In dem Modell von Hausch und Seward (1993) hängt die Wahl zwischen den beiden Ausschüttungsformen von der Produktionsfunktion des Unternehmens ab.

Es stellt sich die Frage, ob es nicht andere Signale zum Abbau von Informationsasymmetrie gibt, die günstiger und effektiver als die Zahlung von Bardividenden sind.¹²⁴ Ambarish et al. (1987) modellieren, wie das Management durch die Kombination verschiedener Signale – Bardividenden, Aktienrückkäufe, Investitionen und Emission neuer Aktien – den Unternehmenszustand nach außen sichtbar machen kann. Bei konstanten Investitionen stellt die Erhöhung der Bardividende ein positives Signal dar. Bei konstanten Dividenden ist die Ankündigung von Investitionen positiv für Wachstumsunternehmen und negativ für Unternehmen mit geringem Wachstum zu bewerten. Im Modell von John und Lang (1991) lässt sich eine Dividendenerhöhung erst im Zusammenhang mit den Investitionsmöglichkeiten und dem Insiderhandel als Signal interpretieren. Wenn Insider unmittelbar vor der Dividendenerhöhung verstärkt Käufe (Verkäufe) tätigen, vermittelt die Dividendenerhöhung positive (negative) Information.

¹²² Eine Betrachtung der Signalwirkung von Bardividenden und Aktienrückkäufen findet sich bei Asquith und Mullins (1986). „Both dividends and repurchases are useful tools that managers can employ to create value for shareholders.“ Asquith und Mullins (1986), S. 37.

¹²³ Kosten adverser Selektion bestimmen gemeinsam mit den Kosten aus der steuerlichen Benachteiligung auch bei Lucas und McDonald (1998) die Wahl zwischen Bardividenden und Aktienrückkäufen.

¹²⁴ Ross (1977) entwickelt ein Modell, bei dem das Management Informationen über die Kapitalstruktur vermitteln kann. Bei John und Mishra (1990) bilden der Insiderhandel und die Investitionspolitik gemeinsam ein aussagekräftiges Signal.

2. Empirische Ergebnisse

2.1. Kurseffekte bei Ankündigungen von Dividendenänderungen

Eine empirische Implikation der Signaling-Modelle stellt die Hypothese dar, dass der Aktienkurs auf die Ankündigung unerwarteter Dividendenänderungen reagiert, und zwar in dieselbe Richtung wie die Dividendenänderung. Folglich vermitteln unerwartete Dividendenerhöhungen positive Informationen über das Unternehmen und verursachen eine Kurssteigerung bei der Ankündigung. Entsprechend umgekehrt ist der Effekt bei unerwarteten Dividendensenkungen. Ein Großteil der Aufsätze zur Signaling-Funktion der Dividendenzahlungen geht eben dieser Frage zu signifikanten Kursreaktionen nach.

Viele empirische Untersuchungen stützen die Signaling-Hypothese. Pettit (1972) hat als erster signifikante Ankündigungseffekte in den USA nachgewiesen: Nach einer unerwarteten¹²⁵ Dividendenerhöhung erfährt der Aktienkurs eine signifikante Steigerung, während Aktienkurse von Unternehmen, die ihre Dividenden senken, signifikant fallen. Ähnliche Ergebnisse stellen beispielsweise Woolridge (1982), Woolridge (1983), Dielman und Oppenheimer (1984), Fehrs et al. (1988) und Alangar et al. (1999) fest. Eine stark positive Marktreaktion auf die Ankündigung von Erstausschüttungen beobachten Asquith und Mullins (1983) für die Periode 1954-1963 in den USA. Wansley et al. (2000) beziehen in ihre Untersuchung auch unveränderte Dividendenzahlungen ein, die sie im Fall vorhergegangener Dividendenerhöhungen als negatives Signal interpretieren.¹²⁶ Sie stellen negative Kursreaktionen fest, jedoch nur bei einer Erweiterung des Betrachtungszeitraums. In den zwei Tagen nach der Ankündigung findet kein Kursrückgang statt.

Zahlreiche Studien finden allerdings keine empirischen Belege für die Gültigkeit der Signaling-Hypothese. Christie (1994) zeigt für die Periode 1962-1985 in den USA, dass die Kursrückgänge nach Dividendenstreichungen signifikant kleiner sind, als es die Signaling-Hypothese erwarten lässt. Der Zusammenhang zwischen risikoadjustierten Überrenditen und dem Ausmaß der Dividendenkürzungen scheint komplexer zu sein. Lee (1995) stellt fest, dass die Aktienkurse sowohl auf nachhaltige als auch auf vorübergehende Dividendenänderungen reagieren. Die Anleger können offensichtlich

¹²⁵ In den ersten Untersuchungen gehen die Autoren von dem sogenannten „naiven“ Modell aus: Die Anleger erwarten eine konstante Dividende. Jede Dividendenänderung gilt somit als unerwartet. Diese Vorgehensweise vernachlässigt jedoch, dass eine sich wiederholende Dividendenänderung von den Marktteilnehmern antizipiert und in Zukunft erwartet wird. Ghosh und Woolridge (1991) zeigen in einer Untersuchung von Dividendenauslassungen in den USA für die Periode 1962-1984, dass die Ankündigung der ersten Dividendenauslassung durch einen signifikanten Kursrückgang begleitet ist. Bei der zweiten Dividendenauslassung sind jedoch keine signifikanten Kurseffekte zu beobachten. Verschiedene Methoden zur Messung der unerwarteten Komponente von Dividendenänderungen vergleichen Bar-Yosef und Sarig (1992).

¹²⁶ Eddy und Seifert (1986) stellen fest, dass die meisten finanzschwachen Unternehmen ihre Dividenden konstant halten. Im Durchschnitt interpretiert der Markt Dividendenänderungen genauso wie bei finanzstarken Unternehmen.

nicht klar zwischen beiden Arten von Dividendenänderungen unterscheiden. Beer (1993) findet für die Periode 1977-1986 in Belgien wesentliche Unterschiede im Kursverhalten gegenüber den USA. Kursreaktionen auf unerwartete Dividendenänderungen sowie Erstausschüttungen sind schwach und statistisch nicht signifikant. Nur wenn Unternehmen gleichzeitig zum ersten Mal Dividenden zahlen und Informationen über ihre Aktivitäten übermitteln, sind ähnliche Kursreaktionen wie in den USA zu beobachten.

Die Marktteilnehmer reagieren unterschiedlich auf positive und negative Dividendenänderungen. Charest (1978) zeigt für die Periode 1947-1967, dass es in den USA zu starken negativen Kursreaktionen nach Ankündigung von Dividendensenkungen kommt, während sich der Kurs nach der Ankündigung von Dividendenerhöhungen nur moderat verändert. Anhand von aggregierten Daten stellen Benesh et al. (1984) für die Periode 1971-1978 am Tag der Ankündigung und dem Tag davor eine Kursreaktion von -7,7% bei Dividendenauslassungen und von +4,3% bei Erstausschüttungen fest. Eine wesentliche Dividendenkürzung bewirkte einen signifikanten Kursrückgang von -9,6%, während eine wesentliche Dividendenerhöhung den Kurs nur um +1,4% vorantrieb. Stärkere Kurseffekte bei negativen Dividendenankündigungen weisen auch Wansley et al. (1991) für Dividendensenkungen gegenüber Dividendenerhöhungen nach, Michaely et al. (1995) für Dividendenauslassungen gegenüber Erstausschüttungen sowie Gosnell et al. (1996) für signifikante Dividendenänderungen anhand von Intraday-Kursbewegungen nach. Ein systematischer Unterschied zwischen positiven und negativen Dividendenänderungen wird auch hinsichtlich des Ankündigungszeitpunktes vermutet. Die Marktteilnehmer erwarten, dass die Übermittlung schlechter Nachrichten vom Management hinausgezögert wird. Kalay und Loewenstein (1986) stellen fest, dass der Anteil der Dividendenkürzungen an den späten Ankündigungsterminen signifikant höher als an anderen Terminen ist.¹²⁷ Die durchschnittliche Überrendite bei späten Ankündigungen ist nicht signifikant verschieden von null, während sie bei rechtzeitiger und früher Ankündigung positiv ist. Schwächere Kursreaktion bei der späten Ankündigung von Dividendensenkungen weisen auch Wansley et al. (1991) nach.

Für den deutschen Kapitalmarkt stellt als erster Brandi (1977) signifikante Ankündigungseffekte fest: Unerwartete Dividendenerhöhungen gehen mit positiven Überrenditen einher und vice versa. Auch Sahling (1981) befasst sich mit dem Effekt wesentlicher Dividendenänderungen. Er beobachtet, dass Dividenden erhöhende Unternehmen eine bessere Performance als der Vergleichsindex zeigen, während Gesellschaften mit Dividendensenkungen eine unterdurchschnittliche Performance aufweisen. Allerdings vermutet Rischbieth (1987), dass die beobachteten wesentlichen Ausschüttungsänderungen nicht unerwartet auftreten. Der Autor stützt sich im Rahmen seiner Diskriminanzanalyse auf nahezu die gleiche Unternehmensauswahl wie Sahling (1981). Seine Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich Ausschüttungsänderungen mit einem Progno-

¹²⁷ Einen signifikant größeren Anteil der Dividendensenkungen am Freitag im Vergleich zu anderen Wochentagen weist Damodaran (1989) nach.

semodell aus den Jahresabschlussdaten voraussagen lassen.¹²⁸ Amihud und Murgia (1997) und Gerke et al. (1997) ermitteln ebenfalls signifikant positive (negative) Überrenditen bei Dividendenerhöhungen (-senkungen). Heiden (2002) stellt lediglich bei Dividendenerhöhungen von Industrieunternehmen einen signifikanten Zusammenhang zur Kursreaktion fest. Ellermann (2003) vergleicht die langfristige Kursentwicklung von Industrieunternehmen, die zwischen 1984 und 1995 an die Börse gegangen sind, und etablierten Industrieunternehmen nach einem Dividendenausfall. Während die seit kurzem notierten Gesellschaften in den drei Jahren nach dem Ausfall eine Underperformance von -40,9% erzielen, weisen die etablierten Unternehmen keine negative Überrendite auf. Beide verzeichnen jedoch in den drei Jahren vor der Dividendenstreichung eine deutliche Underperformance von -49,5% bzw. -38,4%. Somit scheint der Dividendenausfall bei den etablierten Unternehmen keine zusätzlichen negativen Informationen mehr zu übermitteln.

Die empirischen Untersuchungen zu den Kurseffekten bei der Ankündigung von Dividendenänderungen liefern sehr widersprüchliche Ergebnisse. Der Anzahl die Signaling-Theorie stützender Untersuchungen steht eine mindestens so hohe Anzahl von Studien gegenüber, die die Signaling-Theorie als abgelehnt ansehen. Die grundsätzliche methodische Schwierigkeit, eventuell vorhandene Signaleffekte aus den Kursreaktionen zu isolieren, trägt sicherlich wesentlich dazu bei.

2.2. Informationsgehalt von Dividendenänderungen

Signifikante Kursreaktionen nach der Ankündigung von unerwarteten Dividendenänderungen lassen einen Informationsgehalt vermuten. Viele Studien beschäftigen sich mit der Frage, was für Informationen durch Dividendenzahlungen übermittelt werden. Die Funktion der Informationsvermittlung über zukünftige Gewinne liegt nahe.

DeAngelo et al. (1992) beobachten die Entwicklung von Unternehmen in den USA, die nach zehn Jahren erwirtschafteter Gewinne plötzlich einen Verlust ausweisen. Die Hälfte von ihnen kürzt deshalb die Dividende. Die Ertragsprobleme der Dividenden kürzenden Gesellschaften erweisen sich daraufhin als größer und anhaltender als die der Unternehmen, die keine Dividendenänderung vornehmen. Eine Dividendenkürzung scheint ein zuverlässiges Signal dafür zu sein, dass das Management eine nachhaltig negative Gewinnentwicklung erwartet. Auch Aharony und Dotan (1994) und Nissim und Ziv (2001) stellen fest, dass zwischen den Dividendenänderungen und der Gewinnentwicklung der folgenden Quartale ein signifikanter Zusammenhang besteht.

Die Mehrzahl der Untersuchungen belegt jedoch keine oder nur eine geringe Signalwirkung der Dividendenänderungen hinsichtlich zukünftiger Gewinne. Grullon et al. (2005) stellen die Untersuchungsmethodik von Nissim und Ziv (2001) in Frage und können anhand eines revidierten Modells keinen Zusammenhang zwischen Dividen-

¹²⁸ Rischbieth (1987), S. 298 f.

denänderungen und zukünftigen Gewinnen nachweisen. Jensen und Johnson (1995) befassen sich mit Unternehmen in den USA, die nach vier Jahren gleichbleibender oder steigender Dividenden eine Dividendenkürzung um mindestens 20% vornehmen. Die Autoren stellen fest, dass die Gewinne vor der Dividendenkürzung fallen und danach erneut steigen. Die Dividendenkürzung signalisiert somit nicht die Erwartung sinkender Gewinne, sondern soll Restrukturierungsmaßnahmen unterstützen. Zu ähnlichen Ergebnissen und Schlussfolgerungen kommen auch Iqbal und Rahman (2003). DeAngelo et al. (1996) untersuchen US-amerikanische Unternehmen, die nach neun Jahren Gewinnwachstum einen Gewinnrückgang verzeichnen. Knapp 70% erhöhen trotzdem die Dividende und erzielen auch in den folgenden drei Jahren keine unerwarteten Gewinnerhöhungen. Benartzi et al. (1997) können keinen Zusammenhang zwischen Dividendenänderungen und zukünftigen Gewinnen nachweisen. Vielmehr hängen die Dividendenänderungen signifikant von vergangenen *und* zukünftigen Gewinnen ab.

Wenn Dividendenänderungen eine Signalfunktion hinsichtlich zukünftiger Gewinne erfüllen, müssten sie die Analysten zur Anpassung ihrer Gewinnprognosen verleiten. Ofer und Siegel (1987) analysieren die Gewinnschätzungen von Analysten vor und nach Ankündigungen von unerwarteten Dividendenänderungen. Die Autoren sehen die Signalfunktion der Dividendenänderungen durch das Analystenverhalten bestätigt. Die Höhe der Änderung der Gewinnschätzung ist positiv korreliert mit dem Umfang der Dividendenänderung und mit der Kursänderung am Ankündigungstag. Lang und Litzenberger (1989) können hingegen keinen Zusammenhang zwischen Gewinnrevisio- nen von Analysten und Ankündigungen von Dividendenänderungen feststellen.

Neben bzw. statt Informationen zur zukünftigen Profitabilität könnten Dividendenänderungen auch weitere Informationen transportieren. Venkatesh (1989) und Dyl und Weigand (1998) stellen fest, dass Erstausschüttungen Informationen über das Unternehmensrisiko übermitteln. Sowohl das systematische als auch das Gesamtrisiko sind unmittelbar nach der Ankündigung und im darauffolgenden Jahr signifikant niedriger. Nach Carroll und Sears (1994) sind Änderungen im Beta eher auf die Tendenz, dass nach der Dividendenankündigung niedrige Betas steigen und hohe Betas abnehmen, als auf einen Informationseffekt zurückzuführen. Eades et al. (1985) hingegen können keine signifikanten Änderungen des Beta in der betrachteten Periode nachweisen.

Einen Unternehmensgrößeneffekt bei der Signalwirkung der Dividendenänderungen sehen Eddy und Seifert (1988). Die Überrenditen nach der Ankündigung wesentlicher Dividendenerhöhungen sind signifikant höher bei kleinen als bei großen Unternehmen. Eine Erklärung könnte in der höheren Informationsasymmetrie bei kleinen Unternehmen liegen. Alangar et al. (1999) testen die Hypothese, dass Signaleffekte von Dividendenzahlungen bei Unternehmen mit einer stärkeren Informationsasymmetrie höher sind. Sie stellen eine signifikant negative Beziehung fest zwischen Ankündigungseffekten und dem Anteil von institutionellen Investoren am Unternehmen für alle Dividendenänderungen außer den Dividendenstreichungen und sehen die Hypothese bestätigt.

Für den deutschen Kapitalmarkt bescheinigen Amihud und Murgia (1997) den Dividendenankündigungen eher eine Signalfunktion hinsichtlich der gegenwärtigen und nicht der zukünftigen Profitabilität. Zu demselben Ergebnis kommen auch Heiden (2002), Goergen et al. (2005) und Savov (2006). Darüber hinaus stellt Heiden (2002) den von Eddy und Seifert (1988) in den USA beobachteten Größeneffekt auch für deutsche Unternehmen fest: Dividendenankündigungen kleinerer Unternehmen führen zu stärkeren Kursreaktionen und scheinen einen höheren Informationsgehalt als die größerer Gesellschaften zu haben.

Dass Dividendenänderungen eine Signalwirkung hinsichtlich zukünftiger Gewinne entfalten, scheint weitgehend widerlegt zu sein. Eher besteht ein Zusammenhang zwischen den Dividenden und den vergangenen und gegenwärtigen Gewinnen. Hier lässt sich ein Bezug zum Modell von Lintner (1956)¹²⁹ herstellen.

E. Verhaltenswissenschaftliche Erklärungsansätze

Robert J. Shiller hat wissenschaftliche Erkenntnisse aus der Psychologie auf die Finanzierungstheorie übertragen. In einer Reihe von Aufsätzen wies er empirisch nach, dass die Aktienkurse viel zu volatil sind im Vergleich zu den Dividendenrenditen, als dass von der Effizienz der Märkte die Rede sein kann. Shiller argumentierte, dass die Anleger in ihrem Anlageverhalten Trends ("fashions and fads") folgen und somit die Aktienkurse nicht nur durch fundamentale Faktoren bestimmt werden.¹³⁰ Shiller war einer der Vorreiter der verhaltenswissenschaftlichen Finanzierungstheorie, des sogenannten Behavioral Finance.¹³¹ Er verwies auf die Notwendigkeit, auf verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen basierende Modelle zu entwickeln, um die mittlerweile große Menge an Anomalien in der Finanzierungstheorie erklären zu können.¹³² Die Erklärung der Dividendenpolitik als ungelöstes Problem blieb selbstverständlich von dieser Entwicklung nicht unberührt.¹³³ Im folgenden werden Erklärungsansätze für die Präferenz der Anleger für Bardividenden¹³⁴ aufgeführt, die nicht auf dem Ziel der

¹²⁹ Siehe hierzu Abschnitt E.V.1.

¹³⁰ Siehe Shiller (1981) und Shiller (1984).

¹³¹ Eine gute Einführung in die Materie des Behavioral Finance bietet Shleifer (2000). In deutscher Sprache findet sich eine Zusammenfassung der verhaltenswissenschaftlichen Kapitalmarktforschung bei von Nitzsch und Friedrich (1999). Den neuesten Stand der Diskussion liefert Shefrin (2009).

¹³² Shiller (1986), S. 503, und Shiller (1989), S. 63.

¹³³ Gerade anhand der Problematik der Dividendenpolitik argumentiert Miller (1986), dass verhaltenswissenschaftliche Modelle eher eine geringe Rolle im Vergleich zu Modellen der traditionellen Finanzierungstheorie spielen werden. Miller (1986), S. 466 f. Dem widerspricht Statman (1999), S. 19.

¹³⁴ Eine im Jahre 1975 durchgeführte Umfrage unter Privatanlegern stellte eine Präferenz für Dividenden im Vergleich zu einbehaltenen Gewinnen bei Investoren aller Vermögens- und Einkommensklassen fest, einschließlich der Anleger mit einem Einkommen von über 50 000 USD im Jahr und einem Vermögen von über 100 000 \$ in Aktien. Crockett und Friend (1988), S. 605.

Vermögensmaximierung gründen und somit nicht von rational handelnden Anlegern im Sinne des "homo oeconomicus" ausgehen, sondern soziologische und psychologische Verhaltensmuster berücksichtigen.

I. Die Dividendenproblematik im Lichte der Prospect-Theorie

Die Prospect-Theorie¹³⁵ geht davon aus, dass die Individuen verschiedene mentale Konten ("mental accounts") führen, auf denen sie Zahlungen aus unterschiedlichen Quellen verbuchen. Wenn die Zahlungen auf den verschiedenen Konten getrennt betrachtet werden, spricht man von Segregation. Werden mehrere Konten als eine Einheit angesehen, handelt es sich um Integration. Bei der Dividendenproblematik können zwei mentale Konten identifiziert werden: das Konto für Dividendenzahlungen (Dividendenkonto) und das Konto für Erlöse aus Aktiengeschäften (Kapitalkonto). Jedes dieser Konten kann anders bewertet werden. In jedem gibt es einen Referenzpunkt mit neutralem Charakter. In Bezug auf diesen Referenzpunkt ermittelt der Anleger Gewinne und Verluste. Im Falle der Ermittlung von Kursgewinnen bzw. -verlusten aus Aktien tritt häufig der Kaufkurs als Referenzpunkt auf. Bei Dividendenzahlungen kann man vereinfachend von einem Referenzpunkt gleich null ausgehen, d.h. Dividendenzahlungen stellen immer Gewinne dar.¹³⁶ Würden nun Gewinne und Verluste auf beiden mentalen Konten gleich bewertet, könnte man von einer vollkommenen Substituierbarkeit von Dividendenzahlungen und Zahlungen auf das Kapitalkonto sprechen. Nun geht die Prospect-Theorie von zwei weiteren Besonderheiten des Anlegerverhaltens aus:

- Die Anleger verhalten sich *verlustavers*, d.h. sie messen Verlusten ein stärkeres Gewicht als gleichhohen Gewinnen bei.
- Die Anleger weisen eine *abnehmende Sensitivität* auf: Gewinne und Verluste in der Nähe des Referenzpunkts werden wesentlich intensiver wahrgenommen und bewertet als solche, die weit vom Referenzpunkt entfernt realisiert werden.

Folglich würde die Bewertung der Zahlungen auf dem Dividenden- und dem Kapitalkonto von der Lage der entsprechenden Referenzpunkte abhängen. Aus Vereinfachungsgründen wurde davon ausgegangen, dass Dividendenzahlungen immer Gewinne darstellen, und zwar in der Höhe der Dividende. Wenn der aktuelle Kurs der Aktie höher liegt als der Kaufkurs (Referenzpunkt), befindet sich das Kapitalkonto in der Gewinnzone. Der Kursanstieg infolge des einbehaltenen Gewinns würde einen relativ geringen zusätzlichen Nutzen stiften auf Grund der abnehmenden Sensitivität des An-

¹³⁵ Die Prospect-Theorie wurde von Kahneman und Tversky (1979) entwickelt. Die folgenden Ausführungen über die Anwendung der Prospect-Theorie auf die Dividendenproblematik basieren auf dem Aufsatz von Shefrin und Statman (1984), S. 258-267.

¹³⁶ Es ist natürlich denkbar, dass der Anleger eine Minimaldividende erwartet, die seinen Referenzpunkt darstellt. Das könnte z.B. die Vorjahresdividende sein. In diesem Fall wären auch Verluste auf dem Dividendenkonto möglich. Da jedoch die Argumentation dadurch nicht wesentlich beeinflusst wird, wird von einem Referenzpunkt von null ausgegangen.

legers, während die Dividendenzahlung einen relativ hohen Nutzen bringen würde, da sie unmittelbar in der Nähe des Referenzpunkts realisiert wird. Der Investor segregiert und zieht eine Dividendenzahlung dem einbehaltenen Gewinn vor.¹³⁷ Eine ähnliche Argumentation greift, wenn der aktuelle Kurs wesentlich niedriger als der Kaufkurs liegen sollte. Da das Kapitalkonto starke Verluste aufweist, würde ein Kursanstieg einen relativ geringen Nutzen mit sich bringen. Dann würde der Anleger erneut eine Dividendenzahlung bevorzugen, um wenigstens einen Lichtblick ("silver lining") auf dem Dividendenkonto zu erfahren. Wenn der aktuelle Kurs nur geringfügig geringer ist als der Kaufkurs, so dass ein Kursanstieg bei einbehaltenem Gewinn einen höheren Nutzen auf dem Kapitalkonto stiften würde als die Dividendenzahlung auf dem Dividendenkonto, würde sich der Investor gegen eine Dividendenzahlung entscheiden. Somit wird klar, dass für einen Anleger, der zwei verschiedene mentale Konten für Dividendenzahlungen und für den Bestand an Aktien führt, Dividenden und Erlöse aus dem Verkauf der Aktien keine vollkommenen Substitute darstellen.¹³⁸

II. *Reueaversion und Dividenden*

Eine weitere Besonderheit im Verhalten der Anleger ist die Reueaversion ("regret aversion").¹³⁹ Die Reue ist der Schmerz, den der Mensch fühlt, wenn er im Nachhinein feststellt, dass er bessere Ergebnisse erzielt hätte, wenn er anders gehandelt hätte. Die Reue ist umso größer, je mehr Verantwortung das Individuum bei seiner Handlung übernimmt: Hat es keine andere Wahl, empfindet es keine Reue. Entsprechend gering ist sie, wenn der Mensch so wie die Mehrheit, nach etablierten Schemata handelt. Den Gegenpol zur Reue bildet der Stolz, der entsteht, wenn mit der gewählten Handlung die besten Ergebnisse erzielt werden. Die Reueaversion bedeutet nun, dass die Individuen den Schmerz der Reue stärker wahrnehmen als die Lust des Stolzes. Somit meinen sie Situationen, die zu einem Zustand der Reue führen können.

Es wird jetzt unterstellt, dass ein Anleger die Wahl hat, einen Teil seines Konsums über erhaltene Dividenden oder über Erlöse aus dem Verkauf der entsprechenden Aktien, sogenannte "hausgemachte Dividenden" ("homemade dividends"), zu finanzieren. Wenn der Kurs der Aktie am nächsten Tag steigt, wird der Investor im zweiten Fall mehr Reue fühlen als im ersten, weil er beim Verkauf der Aktien zusätzlich die Verantwortung für diese Entscheidung übernimmt. Beim Erhalt einer Bardividende hat er erst gar nicht die Wahl und trägt somit keine Verantwortung. Da der Anleger reueavers

¹³⁷ Ein ähnliches Verhalten kommt zum Vorschein, wenn ein Mensch seine Weihnachtsgeschenke einzeln verpackt bekommen möchte, um mehrfach in den Genuss des Auspackens zu kommen, Shefrin und Statman (1984), S. 262.

¹³⁸ Nur wenn der aktuelle Kurs der Aktie gleich dem Kaufkurs ist und das Kapitalkonto entsprechend einen Saldo von null aufweist, ist der Anleger indifferent zwischen einer Dividendenzahlung und einem Kursgewinn und wird beide mentalen Konten integrieren. In beiden Fällen erzielt er auf einem Konto einen Gewinn, während das andere ein Saldo von null hat.

¹³⁹ Die Grundidee der Reueaversion und deren Auswirkung auf das Verhalten der Anleger stammt von Kahneman und Tversky (1982). Die folgenden Darlegungen über den Effekt der Reueaversion auf die Dividendenproblematik folgen Shefrin und Statman (1984), S. 268-271.

ist, wird er die Zahlung der Dividende dem einbehaltenen Gewinn vorziehen.¹⁴⁰ Die Einführung der Reueaversion führt dazu, dass Dividenden und Erlöse aus dem Verkauf von Aktien keine vollkommenen Substitute darstellen.

III. Selbstkontrolle und Dividenden

Die Theorie der Selbstkontrolle wendet das Prinzipal-Agent-Gerüst der Agency-Theorie an. Sie erklärt die hartnäckig auftretenden Abweichungen zwischen dem betrachteten Konsumverhalten von Individuen und dem Verhalten, das nach der Konsumtheorie zu erwarten wäre.¹⁴¹ Diese Abweichungen zielen auf die Unfähigkeit des Konsumenten ab, die Befriedigung von Bedürfnissen aufzuschieben, weil es ihm an Selbstkontrolle fehlt. Der Mensch steht vor einem inneren Konflikt: Einerseits möchte er auf heutigen Konsum verzichten, um in der Zukunft mehr konsumieren zu können. Andererseits ist in ihm der Trieb vorhanden, sofort in den Genuss des Konsums zu gelangen. Der Wunsch des Individuums nach Konsumverzicht ist mit dem Prinzipal gleichzusetzen. Er spielt die Rolle des Planers, der langfristige Präferenzen berücksichtigt. Der Trieb nach sofortiger Befriedigung stellt den Agenten dar. Er trägt die Verantwortung für die Handlung zu einem bestimmten Zeitpunkt und ist somit der Handelnde. Der Agent zieht den sofortigen Konsum dem zukünftigen immer vor. Der Planer verfügt nun über zwei Techniken, um die Aktionen des Handelnden zu beeinflussen:

- Durch den Einsatz von *Willen* kann der Planer den Handelnden zu mehr Konsumverzicht bewegen. Der Willenseinsatz bringt jedoch gewisse Nutzenkosten für den Planer mit sich. Ansonsten wäre seine Verwendung unproblematisch.
- Durch die *Manipulation der Handlungsalternativen* des Handelnden kann der Planer dem Agenten zusätzliche Beschränkungen auferlegen. So kann der Prinzipal den durch die Aktionen des Handelnden verursachten Schaden verringern, wenn das Individuum willensschwach, d.h. wenn der Einsatz von Willen kostspielig ist. Zusätzlich reduziert die Begrenzung der Handlungsalternativen die Versuchung und somit den Konsumverzicht, den das Individuum realisieren müsste.

In Kombination mit dem Konzept der mentalen Konten kann die Theorie der Selbstkontrolle nun auf die Frage angewandt werden, ob Dividendenzahlungen und Erlöse

¹⁴⁰ Man könnte argumentieren, dass der Anleger bei der Dividendenzahlung Reue empfinden würde, da er die Handlung unterlässt, die Dividende in Aktien zu investieren. Sollte er jedoch diese Entscheidung treffen, nimmt er die Gefahr der Reue in Kauf, dass der Kurs der Aktie danach fällt. Da der Anleger reueavers ist, wird er eine solche Situation vermeiden wollen. "In general the anticipation of regret is likely to favor inaction over action and routine behavior over innovative behavior." Kahneman und Tversky (1982), S. 173.

¹⁴¹ Die Theorie der Selbstkontrolle geht auf Thaler und Shefrin (1981) zurück. Die folgenden Ausführungen über die Anwendung der Theorie auf die Dividendenproblematik basieren auf Shefrin und Statman (1984), S. 255-258.
Zu den auf der Agency-Theorie basierenden Erklärungsansätzen der Dividendenproblematik im Rahmen der traditionellen Finanzierungstheorie siehe Abschnitt E.I.

aus dem Verkauf von Aktien vollkommene Substitute sind. Man nehme an, dass es dem Anleger an Selbstkontrolle beim Sparen fehlt, um durch Konsumverzicht ein Vermögen aufzubauen.¹⁴² Dann könnte der Planer aufgrund der Bildung mentaler Konten folgende Regel aufstellen und die Handlungsalternativen des Agenten einschränken: "Finanziere Deinen aktuellen Konsum aus dem Dividendenkonto! Berühre nicht das Kapitalkonto!" Somit wären "hausgemachte Dividenden" keine gleichwertige Alternative zu Bardividenden, da der Investor befürchtet, dass dem ersten Zugriff auf das Kapitalkonto aufgrund fehlender Selbstkontrolle – ähnlich wie bei einem Alkoholiker – weitere Zugriffe folgen würden.

IV. *Theorie des sozialen Kontrakts*

Frankfurter und Lane (1992) weisen auf eine andere Ausprägung eingeschränkter Rationalität der Anleger bei der Wahrnehmung der Dividendenproblematik hin.¹⁴³ Die Zahlung von Dividenden stellt demnach ein Ritual dar, das zwischen dem Management und den Aktionären stattfindet, um mögliche Konflikte aufgrund bestehender Informationsasymmetrien abzuschwächen.¹⁴⁴ Dieses Ritual ist durch die Geschichte der Aktiengesellschaft bedingt: Ursprünglich wurden Unternehmen nur für die Realisierung einzelner Projekte gegründet. Nach Beendigung des Projekts wurde die Gesellschaft liquidiert, und die Anteile wurden vollständig an die Kapitalgeber zurückgezahlt. Da dieser Vorgang mit sehr hohen Transaktionskosten verbunden war, sind Gesellschaften allmählich dazu übergegangen, die Gewinne – oder Teile davon – an die Kapitalgeber auszuschütten, während das investierte Kapital für weitere Projekte zur Verfügung stand.¹⁴⁵ Das war die Geburt der Dividendenzahlungen. Sie stellten ein Ritual dar, das sich bis in die heutige Zeit bewährt hat. Es demonstriert das gegenseitige Vertrauen zwischen Management und Aktionären: Die Aktionäre vertrauen den Managern, dass sie das Kapital gewinnbringend einsetzen werden. Die Manager vertrauen

¹⁴² Mögliche Motive wären z.B. die Sicherung der Ausbildungsfinanzierung der Kinder, Altersvorsorge etc. Zur Problematik der Altersvorsorge über den Kapitalmarkt siehe Steenbock (1999). Im Hinblick auf die Altersvorsorge wäre nach der Theorie der Selbstkontrolle zu erwarten, dass jüngere Menschen eher Aktien mit niedriger Dividendenrendite halten, um Vermögen zu akkumulieren. Mit zunehmendem Alter würden sie ihr Portfolio so umschichten, dass der Anteil von Aktien mit hohen Dividendenrenditen zunimmt. Der Grund besteht darin, dass die Anleger nun von ihrem Vermögen konsumieren wollen, aufgrund fehlender Selbstkontrolle jedoch befürchten, das Vermögen zu schnell aufzuzehren. Daraus ergibt sich die Hypothese, dass eine positive Beziehung zwischen Alter und Dividendenrendite besteht. Die Hypothese wird durch eine Befragung von Lease et al. (1976) und eine empirische Untersuchung von Pettit (1977) bestätigt. Shefrin und Statman (1984), S. 271-274.

¹⁴³ Die Autoren betrachten die Versuche der auf der Rationalität des "homo oeconomicus" basierenden Modelle, die Dividendenproblematik aufzulösen, als gescheitert. Frankfurter und Lane (1992), S. 116-119.

¹⁴⁴ Es drängt sich die Parallele zu den agencytheoretischen Erklärungsansätzen auf. Der entscheidende Unterschied liegt jedoch in der Betrachtungsperspektive. Siehe dazu ausführlich Frankfurter und Lane (1992), S. 122 f.

¹⁴⁵ Die East India Company war eine der ersten Gesellschaften, die im 17. Jahrhundert zu Dividendenzahlungen übergegangen ist. Frankfurter und Lane (1992), S. 121.

den Aktionären, dass sie das Kapital weiterhin im Unternehmen lassen. Die Dividendenzahlung ist das kollektive Ritual des Teilens unter den Aktionären, das in erster Linie das Gefühl der Zusammengehörigkeit hervorrufen soll. Renditeüberlegungen spielen dabei eine untergeordnete Rolle.¹⁴⁶

Die Zahlung von Dividenden als Ritual stellt demnach einen institutionellen Bestandteil der Kultur der modernen Aktiengesellschaft und des ökonomischen Systems dar. Vor diesem Hintergrund ist die Präferenz der Investoren für Dividendenzahlungen, obwohl nicht vermögensmaximierend, erklärbar.

V. Das Modell von Lintner

1. Theoretische Grundlagen

Lintner (1956) führte eine der grundlegenden Umfragen zum Entscheidungsprozess in der Dividendenpolitik durch. Er führte Interviews mit den Chief Executive Officers (CEOs) bzw. Chief Financial Officers (CFOs) von 28 US-amerikanischen Industrieunternehmen und befragte sie nach den Haupteinflussfaktoren ihrer Dividendenentscheidung.

Demnach entscheidet das Management zunächst darüber, ob die Dividende überhaupt geändert werden soll. Erst bei Bejahung dieser Frage denkt man über das Ausmaß der Änderung nach. Dabei spielt die Höhe der Dividende der Vorperiode eine wesentliche Rolle. Daraus schließt Lintner, dass die abhängige Variable in dem Entscheidungsprozess nicht die absolute Dividende ist, sondern die Dividendenänderung.

Die Befragten sind der Meinung, dass die Investoren stetige Dividendenzahlungen bevorzugen. Stetige Dividendenzahlungen reduzieren die Gefahr negativer Kursreaktionen. Oberstes Ziel ist es, Dividendenkürzungen und somit negative Aktionärsreaktionen zu vermeiden. Deshalb erhöhen Unternehmen ihre Dividende nur, wenn sie dieses Niveau auch langfristig halten können. Als Folge versuchen die Unternehmen, die Dividende zu glätten. Die Dividendenänderung beläuft sich lediglich auf einen Teil des Betrages, der durch die Änderungen finanzieller Vorgaben der laufenden Periode gerechtfertigt wäre.

Nach Ansicht der Manager ist der Jahresüberschuss nach Steuern als Entscheidungsgrundlage für eine Dividendenänderung den sonstigen möglichen Bemessungsgrundlagen überlegen. Der Jahresüberschuss ist als Information den Anlegern durch die Medien zugänglich und ermöglicht es ihnen, die Entscheidung nachzuvollziehen. Außer-

¹⁴⁶ Frankfurter und Lane (1992) vergleichen die Dividendenzahlungen mit dem Ritual des "potlatch" der Indianer von der Coast Salish von British Columbia. Stammesmitglieder veranstalteten Festessen, auf denen sie sehr großzügig auftraten und unverhältnismäßig große Geschenke verteilten. Dahinter stand das Vertrauen auf gegenseitige Großzügigkeit. Das "potlatching" stellte einen wichtigen Teil eines komplizierten ökonomischen Systems dar.

dem sind die Verantwortlichen der Ansicht, dass Aktionäre ein Interesse daran haben, einen Teil des Gewinns als Dividende zu erhalten.

Der Großteil der Unternehmen definiert eine Zielausschüttungsquote, die das angestrebte Verhältnis zwischen laufendem Jahresüberschuss nach Steuern und Dividende widerspiegelt. Diese Quote muss jedoch nicht in jedem Jahr eingehalten werden. Vielmehr sollte man die Dividende sukzessive anpassen, damit die Zielausschüttungsquote langfristig erreicht wird. Zu diesem Zweck legen die Unternehmen eine Anpassungsquote fest, die als Maß für die Geschwindigkeit der Anpassung dient. Die Annäherung an die Zielausschüttungsquote ergibt sich durch die Änderung der Dividende um einen Bruchteil der Differenz zwischen Dividende der Vorperiode und der Zieldividende, die aus der Anwendung der Zielausschüttungsquote auf den laufenden Jahresüberschuss nach Steuern resultiert. Die Anpassungsquote bestimmt den Bruchteil.

Die durch die jeweilige Zielausschüttungs- und Anpassungsquote bedingte Anpassungsgeschwindigkeit variiert erheblich zwischen den Unternehmen. Das ist einerseits auf die großen Unterschiede bei der Zielausschüttungsquote zurückzuführen, die bei den befragten Unternehmen zwischen 20% und 80% betrug. Andererseits wollen einige Gesellschaften die Zielausschüttungsquote innerhalb eines Jahres erreichen, während andere mehrere Jahre dafür vorsehen. Als Bestimmungsfaktoren der Zielausschüttungs- und Anpassungsquote nennen die Befragten unter anderem die Wachstumsaussichten und die Finanzkraft des Unternehmens, die zyklischen Schwankungen der Investitionsmöglichkeiten und des Kapitalbedarfs sowie die Ausschüttungs- und Anpassungsquoten der Wettbewerber. Nach dem Festlegen der Zielausschüttungs- und Anpassungsquote halten die Manager langfristig an ihnen fest. Wenn die vorhandenen Mittel nicht ausreichen, um die Dividendenzahlungen und die Investitionsausgaben zu decken, zahlt man die Dividenden weiter. Investitionen werden durch Außenfinanzierungsmaßnahmen finanziert oder verschoben. Somit stellt die Dividende kein Nebenprodukt der Investitionsentscheidung dar, sondern bestimmt diese mit.

Aus den dargestellten Umfrageergebnissen leitet Lintner ein Modell für die Dividendenentscheidung ab, das sich formal durch folgende Gleichung ausdrücken lässt:

$$\Delta(D_{it}, D_{i(t-1)}) = a_i + c_i \cdot (D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (4)$$

wobei

$$D_{it}^* = r_i \cdot G_{it} \quad (5)$$

mit:	D_{it}	=	Dividende 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
	D_{it}^*	=	Zieldividende des Unternehmens i in der Periode t
	G_{it}	=	Jahresüberschuss nach Steuern des Unternehmens i in der Periode t
	r_i	=	Zielausschüttungsquote des Unternehmens i
	c_i	=	Anpassungsquote des Unternehmens i
	a_i	=	Konstante des Unternehmens i
	u_{it}	=	Störgröße des Unternehmens i in der Periode t

Wenn bei einer fehlenden Störgröße die Anpassungsquote c_i in der Gleichung null beträgt, bleibt die Dividende unabhängig vom Jahresüberschuss nach Steuern immer konstant. Bei $c_i=1$ erfolgt eine sofortige Anpassung an die Zieldividende. Lintner geht davon aus, dass die Anpassungsquote aufgrund der ungewissen Zukunft zwischen null und eins liegen wird. Die Konstante a_i nimmt er als grundsätzlich positiv an, um die größere Abneigung des Managements gegen Dividendenkürzungen im Vergleich zu Dividendenerhöhungen widerzuspiegeln.

2. Empirische Ergebnisse

Lintner (1956) testet das aufgestellte Modell für den Zeitraum 1918-1941 anhand von aggregierten Daten für alle US-amerikanischen Unternehmen und ermittelt eine Zielausschüttungsquote von 50% und eine Anpassungsquote von 30%. Die durch das Modell erklärte Varianz beläuft sich auf 93,5%. Dieser sehr hohe Wert könnte jedoch teilweise auf Aggregationseffekten beruhen.¹⁴⁷ Um die Prognosefähigkeit seines Modells – auch im Vergleich zu alternativen Modellen – zu überprüfen, schätzt Lintner die Dividenden der Jahre 1946-1954 und vergleicht die Schätzungen mit den tatsächlich beobachteten Werten. Die errechneten sehr geringen Schätzfehler belegen die Güte und die Überlegenheit des Lintner-Modells gegenüber Modellen mit alternativen Erklärungsvariablen. Der Autor schlussfolgert, dass sein Modell die maßgeblichen Einflussfaktoren der Dividendenpolitik enthält.

Brittain (1966) verwendet als Gewinnmaß statt des Jahresüberschusses nach Steuern den Cash Flow, der sich aus dem Jahresüberschuss nach Steuern zuzüglich der Abschreibungen ergibt. Anhand aggregierter Daten für alle Gesellschaften bzw. für die Gesellschaften des verarbeitenden Gewerbes in den USA für den Zeitraum 1920-1960 stellt er eine höhere Prognosefähigkeit des Cash-Flow-Modells und des um die Abschreibungen erweiterten Lintner-Modells im Vergleich zum klassischen Lintner-Modell fest. Die Analyse einzelner Wirtschaftszweige und Unternehmen zeigt jedoch in vielen Fällen die Überlegenheit des klassischen Lintner-Modells. Fama und Babiak (1968) führen die Ergebnisse von Brittain (1966) auf Aggregationseffekte zurück. Sie

¹⁴⁷ Hort (1984), S. 15.

weisen die Überlegenheit des klassischen Lintner-Modells nach, indem sie Einzelanalysen der 1946-1964 durchgängig existierenden Unternehmen in den USA durchführen. Die Erklärungskraft bei den nichtaggregierten Daten sinkt jedoch auf durchschnittlich 43%. In der Folgezeit bestätigen zahlreiche Untersuchungen die hohe Erklärungskraft des ursprünglichen oder teilweise modifizierten Modells von Lintner (1956).¹⁴⁸

Für den deutschen Kapitalmarkt zeigen als erste Hühne und Loistl (1980) anhand aggregierter Daten von 184 Unternehmen, dass das Lintner-Modell auch für Deutschland eine hohe Erklärungskraft besitzt. Hort (1984) stellt anhand aggregierter Daten fest, dass das Lintner-Modell 70% der Varianz erklären kann.¹⁴⁹ In Einzelanalysen beobachtet er jedoch, dass es eine Reihe von Unternehmen gibt, die ihre Dividendenpolitik nicht entsprechend der Annahmen betreiben, die dem Grundmodell zugrunde liegen. König (1990) und König (1991) schätzen das klassische sowie mehrere modifizierte Lintner-Modelle anhand von nichtaggregierten Unternehmensdaten. Die durch die Modelle erklärte Varianz liegt zwischen 61% und 74%. Behm und Zimmermann (1993) schätzen das klassische und ein modifiziertes Lintner-Modell für jedes einzelne sowie für die Gesamtheit von 32 großen Unternehmen im Zeitraum 1962-1988. Das klassische Lintner-Modell erreicht bei der Verwendung aggregierter Daten eine erklärte Varianz von 50%¹⁵⁰, der Mittelwert der erklärten Varianzen bei den Einzelanalysen liegt knapp darüber. Andres et al. (2009a) stellen anhand der Daten von 220 Unternehmen im Zeitraum 1984-2005 fest, dass das Lintner-Modell für deutsche Unternehmen eine geringere Erklärungskraft hat als für britische und US-amerikanische Gesellschaften. Demnach basieren deutsche Unternehmen ihre Dividendenpolitik eher auf den erwirtschafteten Cash Flows als auf den Jahresüberschuss. Darüber hinaus betreiben deutsche Manager eine flexiblere Dividendenpolitik und sind eher auch bei nur vorübergehenden Schwierigkeiten zu Dividendenkürzungen bereit.

Kein anderer theoretischer Erklärungsansatz zur Dividendenpolitik wird in der empirischen Forschung derart stark gestützt wie das Modell von Lintner (1956). Alle nachfolgenden Umfragen bestätigen die Ergebnisse der von Lintner durchgeführten Befragung.¹⁵¹ Auch die Überprüfung des Lintner-Modells anhand von Unternehmensdaten belegt seine hohe Erklärungskraft. In ihrer auf die Untersuchung von Signaling-Effekten ausgerichteten Studie stellen Benartzi et al. (1997) fest: „The conclusion we

¹⁴⁸ Einen guten Überblick über die durchgeführten Untersuchungen bietet Hort (1984), S. 19-62.

¹⁴⁹ Der Anteil der Varianz, die durch die unabhängigen Variablen des Regressionsmodells erklärt wird, an der Gesamtvarianz der abhängigen Variablen wird durch das Bestimmtheitsmaß R^2 ausgedrückt. Siehe hierzu Abschnitt B.V.1.1. des zweiten Teils.

¹⁵⁰ Dieser Wert ist nicht vergleichbar mit dem von Hort (1984), weil die Untersuchungsmethodik anders ist. Die Regressionsgleichung von Behm und Zimmermann (1993) zielt auf die Differenz der Dividendenzahlungen und nicht auf die absolute Dividendenhöhe ab. Um ihr Ergebnis vergleichbar zu machen, stellen die Autoren ihre Gleichung um und erhalten ein Bestimmtheitsmaß von 80%. Behm und Zimmermann (1993), S. 237.

¹⁵¹ Siehe hierzu ausführlich Abschnitt A.I.1. des zweiten Teils.

draw from this analysis is that Lintner's model of dividends remains the best description of the dividend setting process available."¹⁵²

VI. Die Catering-Theorie

1. Theoretische Grundlagen

Den Ausgangspunkt für die Entwicklung der Catering-Theorie bildet die Feststellung von Fama und French (2001), dass sich die Dividendenpolitik von Industrieunternehmen in den USA im Zeitablauf verändert hat. Die beiden Autoren beobachten, dass sich der Anteil der Unternehmen, die Dividenden zahlen, wesentlich verringert hat. Während 1978 noch 66,5% der börsennotierten Gesellschaften Dividenden zahlten, tun dies 1999 lediglich 20,8%.¹⁵³ Dieses Phänomen, das Fama und French „disappearing dividends“ nennen, lässt sich zum Teil durch den Börsengang und den damit verbundenen gewachsenen Anteil von kleinen Wachstumsunternehmen mit niedrigen oder negativen Gewinnen und vorhandenen Investitionsalternativen erklären. Diese Unternehmen sind weniger geneigt Dividenden zu zahlen. Das Phänomen scheint jedoch in anderen Ländern weniger ausgeprägt zu sein. Denis und Osobov (2008) stellen für Kanada, Großbritannien, Deutschland, Frankreich und Japan zwar einen Rückgang des Anteils der Dividenden zahlenden Unternehmen, jedoch keine wesentliche Veränderung in der Dividendenpolitik der Gesellschaften fest. Weitere Untersuchungen wie z.B. Julio und Ikenberry (2004) belegen eine Umkehr in der Dividendenpolitik US-amerikanischer Unternehmen und eine Zunahme des Anteils der Dividendenzahler und der Ausschüttungsquoten seit 2001 („reappearing dividends“).¹⁵⁴

Baker und Wurgler (2002) forschen nach den Gründen für das Phänomen der gesunkenen Dividenden in den USA vor dem Hintergrund der unterschiedlichen etablierten Theorien. Die beste Erklärung bietet die von ihnen entwickelte Catering-Theorie, die sie in ihrem nächsten Aufsatz, Baker und Wurgler (2004a), als Ein-Perioden-Modell formal darstellen.

Zu Anfang der Periode trifft der Vorstand die Entscheidung, ob eine Dividende gezahlt wird. Die Ausschüttung ist mit Transaktionskosten verbunden, die den Wert des Vermögens (Börsenwert zzgl. Dividendenzahlung) zum Ende der Periode mindern. Es existieren zwei Arten von Anlegern: Kategorienanleger und Arbitrageure. Die Kategorienanleger haben irrationale Erwartungen über den Wert ihres Vermögens zum Ende der Periode und erkennen die wertmindernden Transaktionskosten nicht. Sie haben eine Präferenz für die Zahlung oder Nicht-Zahlung von Dividenden und ordnen die

¹⁵² Benartzi et al. (1997), S. 1032.

¹⁵³ Fama und French (2001), S. 8. Andererseits zeigen beispielsweise DeAngelo et al. (2004) und Skinner (2008), dass trotz des Rückgangs des Anteils Dividenden zahlender Unternehmen die Höhe der aggregierten Dividenden weiter zugenommen hat.

¹⁵⁴ Eine ausführliche Darstellung der beiden Phänomene sowie ein umfassender Literaturüberblick findet sich bei Andres et al. (2009b), S. 35-53.

Unternehmen zwei Kategorien zu: Dividendenzahler und Wachstumsunternehmen, die keine Dividende zahlen. Die Arbitrageure antizipieren den Wert des Vermögens zum Ende der Periode und die wertmindernden Transaktionskosten und können dies durch Arbitrage gewinnbringend ausnutzen. Auf Grund ihrer Risikoaversion ist das Ausmaß der Arbitrage jedoch begrenzt. Deshalb differieren die Kurse von Dividendenzahlern und Wachstumsunternehmen um mehr als durch die Transaktionskosten bedingt. Die Unternehmen in der Kategorie der Dividendenzahler werden mit einer Prämie (Dividendenprämie) bewertet.¹⁵⁵

Die Vorstände der Unternehmen sind risikoneutral. Sie können einerseits den lediglich durch die Investitionspolitik bestimmten Wert des Vermögens zum Ende der Periode maximieren, keine Dividende zahlen und die damit verbundenen Transaktionskosten vermeiden. Andererseits können die Manager den kurzfristigen Börsenkurs maximieren, indem sie die Nachfrage der Kategorienanleger nach Dividenden befriedigen („Catering“). Das Unternehmen wechselt in die Kategorie der Dividendenzahler, und der Börsenkurs erhöht sich um die Dividendenprämie. Gleichzeitig verringert sich der Kurs auf Grund der Antizipation der Transaktionskosten durch die Arbitrageure. Die Vorstände zahlen eine Dividende, wenn die Dividendenprämie positiv ist und den durch die Transaktionskosten verursachten negativen Kurseffekt übersteigt.

Das Modell kann um eine dritte Kategorie ergänzt werden, nämlich Unternehmen, die in der Vorperiode bereits eine Dividende gezahlt haben. Es lässt sich zeigen, dass es unter bestimmten Voraussetzungen vorteilhaft sein kann, Dividendenzahlungen fortzusetzen, auch wenn sich eine erstmalige Dividendenzahlung nicht lohnt. Die Einstellung von Dividendenzahlungen ist mit einem negativen Kurseffekt verbunden.¹⁵⁶

2. Empirische Ergebnisse

Baker und Wurgler (2004a) untersuchen die Beziehung zwischen der Dividendenprämie und dem aggregierten Niveau von Dividendeninitiierungen und -fortzahlungen im Zeitraum 1962-2000 in den USA. Für die Dividendenprämie definieren die Autoren vier verschiedene Stellvertreter: die Differenz zwischen den logarithmierten gewichteten Durchschnitts der Marktwert-Buchwert-Verhältnisse von Dividendenzahlern und -nichtzahlern, die Kursdifferenz zwischen den Aktien der Kategorie B und Kategorie A von Citizens Utilities¹⁵⁷ im Zeitraum 1962-1989, den durchschnittlichen Drei-Tage-Ankündigungseffekt vergangener Dividendeninitiierungen, die zukünftige Überrendite von Dividendenzahlern im Vergleich zu -nichtzahlern. Sie stellen einen statistisch signifikanten positiven Einfluss der Dividendenprämie sowohl auf die Initiierung als auch auf die Fortzahlung von Dividenden fest. In einer weiteren Untersuchung sehen die

¹⁵⁵ Die Dividendenprämie ist negativ, wenn die Kategorienanleger eine Präferenz für Wachstumsunternehmen haben.

¹⁵⁶ Baker und Wurgler (2004), S. 1127-1131.

¹⁵⁷ Siehe hierzu Abschnitt C.II.6.

Autoren anhand der Analyse von Kursrenditen die Catering-Theorie ebenfalls bestätigt. Wenn die Nachfrage nach Aktien von Wachstumsunternehmen hoch ist, sind die Dividendenprämien negativ und vice versa.¹⁵⁸

Li und Lie (2006) wenden die Catering-Theorie auch auf Dividendenänderungen an. Entgegen Baker und Wurgler (2004a), die keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Dividendenprämie und Dividendenerhöhungen nachweisen können, zeigen Li und Lie (2006), dass im Zeitraum 1963-2000 in den USA die Kursreaktionen auf Ankündigungen von Dividendenerhöhungen bzw. -senkungen von der Dividendenprämie positiv bzw. negativ abhängen. Hoberg und Prabhala (2006) demonstrieren, dass diese unterschiedlichen Ergebnisse auf die Unterschiede in der Untersuchungsmethodik zurückzuführen sind.

Insgesamt liefert die empirische Überprüfung der Catering-Theorie widersprüchliche Ergebnisse. Während beispielsweise die Untersuchungen von Hsieh und Wang (2006) und Kale et al. (2006) die Catering-Theorie stützen, liefern die Studien von Julio und Ikenberry (2004), Renneboog und Trojanowski (2005) und Hoberg und Prabhala (2009) keine Belege dafür.¹⁵⁹

Zwei Untersuchungen überprüfen die Gültigkeit der Catering-Theorie in Deutschland. Savov (2006) kann keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Dividendenprämie und Dividendenerhöhungen im Zeitraum 1982-2003 nachweisen. Auch die Ergebnisse von Denis und Osobov (2008) stützen für den Zeitraum 1994-2000 nur in den USA die Catering-Theorie. In Kanada, Deutschland, Frankreich und Japan können sie die Gültigkeit nicht belegen.

F. Zusammenfassung

In diesem Teil wurden die wichtigsten theoretischen Erklärungsansätze zur Dividendenpolitik dargestellt und systematisch eingeordnet. Es wurde deutlich, dass die empirische Überprüfung der theoretischen Modelle äußerst widersprüchliche Ergebnisse liefert.¹⁶⁰ Die Frage, warum Dividenden gezahlt werden, konnte bisher nicht abschließend beantwortet werden. Auch nach vielen Jahren intensiver Forschung bleibt das „Dividend Puzzle“ bestehen.

Im Allgemeinen führt man die unterschiedlichen und häufig gegensätzlichen Ergebnisse auf Unterschiede in der Modellierung, der Untersuchungsmethodik, der Datenfre-

¹⁵⁸ Baker und Wurgler (2004b), S. 287.

¹⁵⁹ Eine ausführliche Darstellung der durchgeführten Untersuchungen zur Catering-Theorie sowie der Verbindung der Catering-Theorie zu anderen theoretischen Erklärungsansätzen findet sich bei De Rooij und Renneboog (2009), S. 223-232.

¹⁶⁰ Einen Überblick über die wichtigsten empirischen Untersuchungen zur Dividendenpolitik, deren Untersuchungsmethodik sowie Ergebnisse geben Frankfurter und Wood (2003), S. 148-151.

quenz und der Untersuchungsperiode zurück.¹⁶¹ Auch die Auswahl der Variablen, die man in ein Modell einbezieht oder ausschließt, sowie die Definition der Stellvertreter für die Einflussfaktoren können die Ergebnisse der Untersuchungen wesentlich beeinflussen.¹⁶²

Vor diesem Hintergrund ist es nicht überraschend, dass der einzige in der empirischen Forschung stark gestützte Erklärungsansatz, das Modell von Lintner (1956), einen anderen Weg beschreitet. Der Aufstellung des theoretischen Modells geht eine Befragung von Verantwortlichen für die Dividendenpolitik voraus. Die Erkenntnisse aus der Umfrage fließen dann in das theoretische Modell ein, das sich anhand von Unternehmensdaten überprüfen lässt.

Die Verknüpfung von Befragung der Manager und Analyse der Unternehmensdaten scheint vielversprechend zu sein. Die vorliegende Arbeit folgt diesem Grundgedanken, ohne jedoch die Entwicklung eines theoretischen Erklärungsansatzes anzustreben.

¹⁶¹ Frankfurter und Wood (2003) zeigen jedoch mittels einer kategorialen Datenanalyse, dass die Wahl von Untersuchungsmethodik, Datenfrequenz und Untersuchungsperiode keinen signifikanten Einfluss darauf hat, ob eine Untersuchung die zu prüfende Theorie stützt oder nicht. Frankfurter und Wood (2003), S. 152. Zu den Methoden der kategorialen Datenanalyse siehe z.B. Andreß et al. (1997).

¹⁶² Frankfurter und Wood (2003), S. 143.



<http://www.springer.com/978-3-8349-3965-4>

Die Wahrnehmung von Dividenden durch
Finanzvorstände

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

Topalov, M.

2013, XXIII, 268 S. 5 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-8349-3965-4