

Hartmann-Wendels · Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informationsverteilung

Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung

Herausgegeben von

Prof. Dr. Horst Albach, Bonn

Prof. Dr. Herbert Hax, Köln

Prof. Dr. Paul Riebel, Frankfurt a. M.

Prof. Dr. Klaus v. Wysocki, München

Band 59

Thomas Hartmann-Wendels

Dividendenpolitik
bei asymmetrischer
Informationsverteilung

GABLER

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek

Hartmann-Wendels, Thomas:

Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informations-
verteilung / Thomas Hartmann-Wendels. – Wiesbaden :
Gabler, 1986.

(Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung
; Bd. 59)

ISBN-13: 978-3-409-13706-5 e-ISBN-13: 978-3-322-89303-1

DOI: 10.1007/978-3-322-89303-1

NE: GT

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 1986

Gesamtherstellung: Lengericher Handelsdruckerei, 4540 Lengerich/Westf.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

ISBN-13: 978-3-409-13706-5

Geleitwort

Die Bestimmung einer optimalen Dividendenpolitik ist ein Grundproblem der Theorie der Unternehmensfinanzierung. Die Diskussion zu diesem Problem war in den letzten 20 Jahren geprägt durch das sogenannte Irrelevanztheorem, das M. H. Miller und F. Modigliani 1963 formuliert haben. Dieses Theorem besagt, daß es eine optimale Dividendenpolitik nicht gibt, wenn man berücksichtigt, daß bei gegebenem Investitionsprogramm die durch Dividendenzahlung entstehende Finanzierungslücke aus anderen Finanzierungsquellen wieder geschlossen werden muß. Unter dieser Voraussetzung, so weist das Theorem nach, ist jede Dividendenpolitik gleich gut. Die Aussage des Theorems ist zu modifizieren, wenn man eine Besteuerung berücksichtigt, die ausgeschüttete und einbehaltene Gewinne unterschiedlich behandelt. Dann kann je nach Höhe der Steuersätze eine bestimmte Dividendenpolitik optimal sein.

Die Behauptung, die Dividendenpolitik sei irrelevant, steht im Gegensatz zu festfügten Vorstellungen und Überzeugungen der Finanzierungspraxis. Dieser Gegensatz bleibt auch bestehen, wenn man das Modell modifiziert und die Besteuerung berücksichtigt. Dann läßt sich zwar eine bestimmte Dividendenpolitik als optimal nachweisen; diese theoretisch optimale Dividendenpolitik entspricht aber nicht dem, was in der Praxis als sinnvoll und zweckmäßig angesehen wird. Wenn zum Beispiel die ausgeschütteten Gewinne steuerlich höher belastet sind als die einbehaltenen, müßten nach dem theoretischen Optimalitätskriterium die Investitionen vorrangig durch einbehaltene Gewinne finanziert werden; zu Dividendenzahlungen käme es nur dann, wenn überhaupt kein Kapitalbedarf für Investitionen bestünde; eine derartige Dividendenpolitik wird in Wirklichkeit von keiner Unternehmung betrieben.

Für die Finanzierungstheorie ergibt sich damit die Frage, wie der Gegensatz zwischen theoretischer Aussage und praktischer Erfahrung erklärt werden kann. Bei der Suche nach einem verbesserten theoretischen Ansatz, der den Gegensatz überbrückt, ist von einer Kritik der Grundannahmen des Irrelevanztheorems auszugehen. Erfolgversprechend sind vor allem Ansätze, die die unterschiedliche Informations- und Interessenlage bei Anteilseignern, Fremdkapitalgebern und Unternehmungsleitung berücksichtigen.

In der vorliegenden Arbeit steht der Gesichtspunkt asymmetrischer Informationsverteilung im Vordergrund. Die These, daß die Dividendenpolitik ein Instrument der Informationsvermittlung sein kann, ist nicht neu. Mit Hilfe des sogenannten Signalling-Ansatzes gelingt es, diese These in die Modellanalyse einzubeziehen. Ziel der Untersuchung ist, zu klären, welchen Beitrag die Signalling-Theorie zum Problem der optimalen Dividendenpolitik und zur Überwindung des Irrelevanztheorems zu leisten vermag. Die Arbeit bietet zum einen eine umfassende und systematische Zusammenfassung des Standes der Theorie. Zum anderen werden interessante neue theoretische Erkenntnisse erarbeitet; ein wichtiges Ergebnis ist, daß Signalling-Modelle zwangsläufig bereits voraussetzen, daß die Dividendenpolitik nicht irrelevant ist, daß somit dieser Ansatz allein nicht geeignet ist, die Irrelevanzthese zu widerlegen.

HERBERT HAX

Inhaltsverzeichnis

	Seite
<u>0. Einleitung und Gang der Untersuchung</u>	1
<u>1. Die These von der Irrelevanz der Dividendenpolitik</u>	9
1.1. Beweise zur Irrelevanz der Dividendenpolitik	9
1.1.1. Die Irrelevanz der Dividendenpolitik bei gegebenem Investitionsprogramm	9
1.1.2. Irrelevanz der Dividendenpolitik bei wertneutraler Reinvestition	16
1.2. Einwände gegen die Irrelevanz der Dividendenpolitik	18
1.2.1. Der Einfluß von Transaktionskosten	18
1.2.2. Einfluß der Besteuerung auf die Dividendenpolitik	21
1.2.3. Kritik an der Annahme symmetrischer Marktrationalität	26
1.2.4. Dividendenpolitik und Interessenkonflikte zwischen Unternehmensleitung und Anteilseignern	28
1.2.5. Dividendenpolitik und Interessenkonflikte zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern	29
1.2.6. Der Informationsgehalt der Dividendenpolitik	31
1.2.6.1. Die These vom Informationsgehalt der Dividendenpolitik	31
1.2.6.2. Empirische Untersuchungen zum Informationsgehalt der Dividendenpolitik	35

	Seite
<u>2. Informationsverteilung und Marktpreise für Finanzierungstitel</u>	43
2.1. Problemstellung	43
2.2. Informationsökonomische Grundlagen	44
2.2.1. Entscheidungstheoretische Grundlagen	44
2.2.2. Die allgemeine Konzeption einer Informationsstruktur	47
2.2.3. Spezielle Informationsstrukturen	53
2.2.3.1. Perfekte Information und Null- information	53
2.2.3.2. Zerlegungsinformation	54
2.2.3.3. Verspätete Information	55
2.2.4. Die Messung der Güte eines Informa- tionsstandes	56
2.2.4.1. Der Wert einer Informations- struktur	56
2.2.4.2. Vergleich von Informations- strukturen	57
2.2.4.3. Informationsstand und Wahr- scheinlichkeitsverteilung	61
2.3. Zum unterschiedlichen Informationsstand von Unternehmensleitungen und Investoren	64
2.3.1. Informationsbeschaffung als Ent- scheidungsproblem	64
2.3.2. Determinanten der Informationsnach- frage am Wertpapiermarkt	66
2.3.3. Zum Informationsstand von Unter- nehmensleitungen	70
2.4. Anreize zur Informationsübermittlung	72
2.4.1. Asymmetrische Informationsverteilung und Bewertung von Finanzierungs- titeln im Rahmen der Zustandspräfe- renztheorie	72

	Seite
2.4.2. Auswirkungen der Informationspolitik auf den Reichtum der Anteilseigner einer Unternehmung	77
<u>3. Der Signalling-Ansatz zur Erklärung von Infor- mationsübertragungsvorgängen</u>	84
3.1. Einführung und Problemstellung	84
3.2. Ein dissipatives Signalling-Modell	87
3.2.1. Die Modellformulierung	87
3.2.2. Signalling-Gleichgewicht	91
3.2.2.1. Signalling-Gleichgewicht und die Theorie der rationalen Erwartungen	91
3.2.2.2. Signalling-Gleichgewicht und konsistente Erwartungen	94
3.2.2.3. Signalling-Gleichgewicht bei unvollständiger Aufhebung der Informationsasymmetrie	95
3.2.3. Bedingungen für die Existenz und Eigenschaften eines Signalling- Gleichgewichts	99
3.2.3.1. Vollständige Information durch das Signal	99
3.2.3.2. Unvollständige Information durch das Signal	109
3.2.3.3. Vielzahl von Gleichgewichten	115
3.2.4. Stabilität von Signalling-Gleich- gewichten	121
3.2.4.1. Stabilität informationsmäßig konsistenter Gleichgewichte	121

	Seite
3.2.4.2. Signalling als nicht-kooperatives Spiel	129
3.2.4.3. Stabilität verschiedener spieltheoretischer Gleichgewichtskonzeptionen	130
3.2.4.3.1. Nash-Gleichgewicht	130
3.2.4.3.2. Reactive-Gleichgewicht	131
3.2.4.3.3. Wilson-Gleichgewicht	132
3.2.5. Ein mehrdimensionales dissipatives Signalling-Modell	133
3.3. Nicht-dissipative Signalling-Modelle	136
3.3.1. Strategien zur Vermeidung von Signalling-Kosten	136
3.3.2. Der Modellansatz von Bhattacharya	138
3.3.3. Der Modellansatz von Thakor	144
3.3.4. Das nicht-dissipative Signalling-Modell von Spence	147
<u>4. Die Ausschüttungspolitik der Unternehmung als Mittel zur Informationsübertragung</u>	150
4.1. Dividenden-Signalling-Modelle	150
4.1.1. Dissipative Dividenden-Signalling-Modelle	150
4.1.1.1. Der Modellansatz von Bhattacharya	150
4.1.1.2. Die Erweiterung des Bhattacharya-Modells zu einem zweidimensionalen Signalling-Modell	161
4.1.1.3. Der Incentive-Signalling-Ansatz	171
4.1.1.4. Informationsübertragung durch die Dividendenpolitik bei rationalen Erwartungen	176
4.1.1.5. Der Modellansatz von Heinkel	189
4.1.2. Ein nicht-dissipatives Dividenden-Signalling-Modell	196

	Seite
4.2. Zur Bestimmung einer optimalen Dividendenpolitik	201
4.2.1. Relevanz der Dividendenpolitik und Informationsgehalt der Ausschüttungen	201
4.2.2. Anreize zu Reichtumsverschiebungen im Zusammenhang mit der Dividendenpolitik	210
4.2.2.1. Eigenkapital-Fremdkapitalgeber-Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Dividendenpolitik	210
4.2.2.2. Reichtumsverschiebungen durch Erhöhung des Verschuldungsgrades	212
4.2.2.3. Reichtumsverschiebungen durch Verminderung des Investitionsvolumens	217
4.2.3. Vertragsklauseln als Instrumente zur Reduzierung von Reichtumsverschiebungen	231
4.2.3.1. Vorteilhaftigkeit von Vertragsklauseln für Eigen- und Fremdkapitalgeber	231
4.2.3.2. Reduzierung von Reichtumsverschiebungen durch Mindestinvestitionsverpflichtungen	234
4.2.3.3. Ausschüttungsbeschränkungen als Bestandteil von Kreditverträgen	238
4.2.4. Optimales Investitions- und Kreditvolumen bei Existenz einer Mindestinvestitionsverpflichtung	241
4.2.4.1. Zum optimalen Fremdfinanzierungsvolumen	241
4.2.4.2. Optimales Investitions- und Kreditvolumen bei Mindestinvestitionsverpflichtung und konstantem Fremdkapitalzinssatz	244
4.2.4.3. Optimales Investitions- und Kreditvolumen bei Mindestinvestitionsverpflichtung und steigendem Fremdkapitalzinssatz	251

	Seite
4.2.5. Bestimmung der optimalen Dividendenpolitik	255
4.3. Zur Eignung der Dividendenpolitik als Instrument zur Informationsübertragung	260
4.3.1. Kosten und Erträge der Informationsübermittlung	260
4.3.2. Informationsgehalt der Dividendenpolitik und dividendenabhängige Entlohnung der Unternehmensleitung	267
<u>5. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen</u>	271
<u>Anhang 1: Die Bestimmung und Ableitung partieller Momente</u>	276
<u>Literaturverzeichnis</u>	277
<u>Im Literaturverzeichnis verwendete Abkürzungen</u>	300