

Behavioral Finance in der Unternehmensfinanzierung

Helmut Pernsteiner

1. **Einleitung**
2. **Kapitalstruktur**
3. **Ausschüttungspolitik (Dividendenpolitik)**
4. **Investitionen inkl M&A-Aktivitäten**
5. **Corporate Governance**
6. **Behavioral Finance speziell für börsennotierte Unternehmen**
7. **Zusammenfassung**

1. Einleitung

Das vorliegende Buch setzt sich mit unterschiedlichen Aspekten in der Welt der Behavioral Finance auseinander; folglich wird an dieser Stelle Behavioral Finance nicht definitiv aufgearbeitet, sondern es erfolgt sogleich der Einstieg in den speziellen Bezugspunkt, nämlich der Unternehmensfinanzierung. Dies rechtfertigt nach Meinung des Autors eine entsprechende Auseinandersetzung, weil sowohl in der Wirtschaftspraxis als auch in der Wissenschaft der Fokus auf Kapitalmärkte gerichtet ist. Die Entscheidungen von Personen an den Finanzmärkten sind dabei zentral und dies wird auch untersucht bis hin zu Fragen der Unter- und Überbewertung an den Märkten.¹

Im Gebiet der Unternehmensfinanzierung treffen jedoch auch Menschen ihre Entscheidungen; diese sind aber nicht total marktorientiert, da die Beschaffung und Verwendung von liquiden Mitteln die eigentliche Aufgabenstellung darstellt.²

Geht man von der **Beschaffung von liquiden Mitteln** – also von Eigen- und Fremdkapital – aus, so drücken sich die Verhaltensaspekte in der unterschiedlichen Heranziehung dieser beiden Alternativen aus und beeinflussen damit wesentlich eine der zentralen finanziellen Probleme eines Unternehmens, nämlich die **Kapitalstruktur**.³ Betrachtet man die **Verwendung der liquiden Mittel** und sieht die operative Tätigkeit mit dem Erwerb von Rohstoffen und Betriebsmitteln sowie die Arbeitsleistung als grundsätzlich gegeben an und nur in geringem Umfang einem Spielraum zugänglich, so verbleiben als zentrale Fragestellungen jene der Ausschüttung und der breite Bereich von Investitionen. Im Feld der **Ausschüttung** steht die Frage im Vordergrund, in welcher Höhe und auf welche Art und Weise die Eigentümerschaft am Erfolg des Unternehmens partizipiert, also wie und in welchem Umfang liquide Mittel dafür verwendet werden.⁴ Der wohl bedeutsamere und vielschichtigere Themenkreis liegt in der **Investitionsfrage**.⁵ Ob und, wenn ja, in welche konkrete Alternative Mittel fließen, sind zentrale Fragestellungen der Betriebswirtschaftslehre, die dafür die Methoden der Investitionsrechnung bereithält. Sowohl bei einzelnen Elementen in der Berechnung als auch bei der

1 Dies ist auch schön im deutschsprachigen Überblickslehrbuch *Daxhammer/Facsar*, 2018, erkennbar. Schon alleine vom Titel gilt als Ausnahme *Shefrin*, 2018.

2 Siehe dazu „klassische Lehrbücher“ wie etwa *Boemle/Stolz*, Bd 1, 2010, Bd 2, 2014, *Volkart/Wagner*, 2014, *Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker*, 2013, und *Guserl/Pernsteiner*, 2015. *Shefrin/Cervellati*, 2011, 38, halten fest, dass Behavioral-Finance-Aspekte in Lehrbüchern kaum vorkommen.

3 Nach *Pernsteiner/Andeßner*, 2014, 131, ist unter der Kapitalstruktur „... das (bilanzielle) Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital zu verstehen“. So wird es auch hier gesehen. In vielfältiger Weise werden Daten dazu aus der Unternehmenspraxis erhoben, wobei keine einheitliche Hinzurechnung von Bilanzposten zu Eigen- bzw Fremdkapital erfolgt.

4 Siehe dazu grundsätzlich und übersichtlich *Guserl/Pernsteiner*, 2015, 415–420.

5 Ebenso grundsätzlich *Pernsteiner/Andeßner*, 2014, 88–119, und *Becker/Peppmeier*, 2018, Teil B; Letztere teilen die Investitionsfragen in jene von Sachinvestitionen und von Finanzinvestitionen und besprechen bei Finanzinvestitionen die Unternehmensbewertung und Bewertung von Schuldverschreibungen, die ja ebenso auf der Investitionsrechnung (überwiegend) basieren.

konkreten Realisierung der Ergebnisse durch Managemententscheide kommen hier zu diskutierende Einflüsse zum Tragen. Dabei soll nicht nur der klassische Investitionsentscheid – in der Betriebswirtschaftslehre das Modell Maschine – alleine im Vordergrund stehen; ein ganz wesentliches Thema (auch betragsmäßig) stellen Aktivitäten im Mergers- & Akquisitions-Bereich dar, womit Fragestellungen, inwieweit überhaupt solche Aktivitäten gesetzt werden und jene, die zu einer Akquisition führen, angesprochen sind.⁶ Bei Letzterer ist natürlich wieder die Frage der Bewertung des Unternehmens bzw Unternehmensanteiles⁷ zentral und damit ist man (überwiegend) wieder im Feld der Investitionsrechnung angekommen. Die Unternehmensbewertungsverfahren haben wiederum eine investitionsrechnerische Grundlage.⁸

Wird Corporate Governance auch als Teil des Finanzmanagements iWS gesehen, so beinhaltet dies auch die finanzielle Führung und damit den Zusammenhang von Behavioral Finance mit (Corporate) Governance.⁹ Das Zusammenwirken der drei wesentlichen Organe – am Beispiel der Aktiengesellschaft benannt – Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung ist jedenfalls ein wesentlicher Einflussfaktor für konkrete Entscheide im Finanzbereich, va auch wieder Investitionsentscheide.¹⁰ Themen in diesem Zusammenhang können beispielsweise Vergütungsfragen, Organzusammensetzungen und Aktivitäten innerhalb von Organen (siehe zB Shareholder Activism in einer Hauptversammlung) sein.

Alle Argumente bislang sind gleichermaßen für **börsennotierte Unternehmen** und für solche, deren Anteile nicht gehandelt werden, relevant. Aus der Börsennotierung heraus sind va zwei Aspekte besonders relevant: Erstens **Kapitalmaßnahmen** in der gesamten Breite wie Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen sowie Aktiensplits. Zeitpunkt, Volumen und Aktienzahl sind dabei etwa interessante Aspekte. Zweitens ist es der **Börsegang (IPO)**¹¹ selbst, va ebenso hinsichtlich Zeitpunkt, Ausmaß, Bepreisung der Aktien usw.

6 Zum Begrifflichen zu Mergers & Acquisitions siehe *Jansen*, 2016, 127 ff, zur Abwicklung siehe ebenda, 289 ff, und *Borowicz/Schuster*, 2017, 81–328.

7 Als Beispiel für die ungemein breite Unternehmensbewertungsliteratur soll *Seppelricke*, 2012, dienen. Spezialisierungen gibt es regional oder auf Unternehmenstypen wie zB KMUs bezogen (zB *Pummerer*, 2015) oder eher rechnerisch-technisch wie zB *Parmentier/Cuyppers*, 2012.

8 Dies gilt auf das führende Verfahren, das Discounted-Cashflow-Verfahren, bezogen.

9 Corporate Governance ist natürlich auch oft sehr stark rechtswissenschaftlich (Gesellschaftsrecht) geprägt. Einen eher wirtschaftlichen und praxisorientierten Überblick geben *Welge/Eulerich*, 2012.

10 Eine „schlechte“ Corporate Governance könnte zB auch durch mangelnde Zusammenarbeit bzw schlechtes Zusammenwirken der Organe – sei es aus Gründen eines „Schlendrians“ oder interessen geleitet – durch Langsamkeit der Entscheidungswege (oft gepaart mit Entscheidungswilligkeit) und durch Interessenüberlagerung und „Machtüberlegungen“ entstehen. Hier sind schon einige verhaltensorientierte Aspekte erkennbar.

11 Unter einem IPO wird die „...*erstmalige Hinwendung eines bisher unter einer geschlossenen Eigentümerschaft stehenden Unternehmens an einen geregelten Handelsplatz (Börse) durch Platzierung von überwiegend aus einer Kapitalerhöhung stammenden Aktien und dessen Handlungsaufnahme mit Hilfe von Investmentbanken verstanden.*“ (*Guserl/Pernsteiner*, 2015, 391). Für den weiteren Ablauf eines solchen Prozesses siehe ebendort, 391–399.

Zusammenfassend ist damit ein bestimmtes Raster für die weitere Vorgangsweise festgelegt, das nun auch dementsprechend abgearbeitet wird.

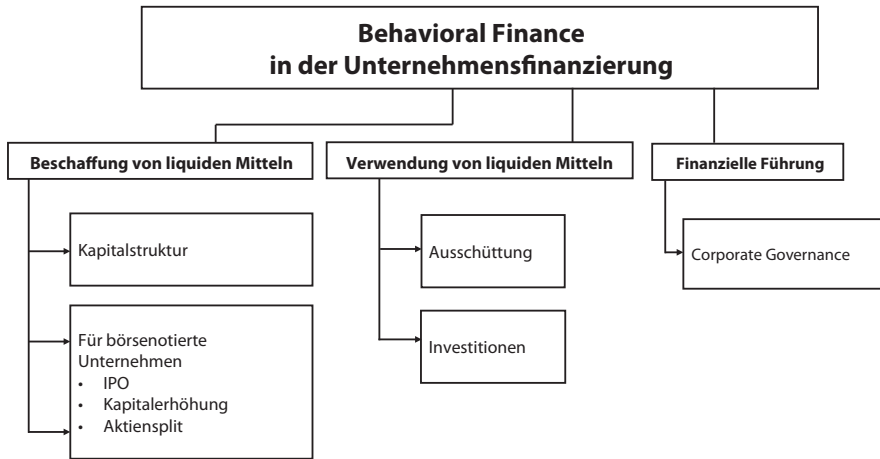


Abb 1: Behavioral Finance in der Unternehmensfinanzierung

2. Kapitalstruktur

Im deutschsprachigen Bereich erfolgt der Einstieg in die Kapitalstrukturdiskussion oft über den sogenannten **Leverage-Effekt**. Bekanntermaßen wird damit nicht eine bestimmte Relation zwischen Eigen- und Fremdkapital festgelegt, sondern eine Tendenz zur Erhöhung des Fremdkapitalanteils unter der stringenten Bedingung zum Ausdruck gebracht, dass die Kosten des (zusätzlichen) Fremdkapitals unter den Gesamtkapitalkosten des Unternehmens liegen.¹² Da damit das Unternehmen im operativen Geschäft „mehr verdient“ als die Kosten des Fremdkapitals sind, wird die Eigenkapitalrentabilität erhöht. Zum einen ist das ein durch Zahlen klar zu dokumentierender Entscheid, zum anderen geht es um die zukünftige Einschätzung der Fremdkapitalzinsen und der Gesamtkapitalrentabilität als operative Rentabilität des Unternehmens. Während die Fremdkapitalzinsen primär makroökonomisch determiniert sind, ist dies bei der (zukünftigen) Rentabilität nicht der Fall. Hier kann es zu einer **Selbstüberschätzung** (overconfidence)¹³ des Managements kommen, das die zukünftige Rentabilität optimistischer einschätzt und deshalb einer Erhöhung des Fremdkapitals positiv gegenüber steht.¹⁴ Diese Selbst-

12 „Ist die Gesamtkapitalrentabilität höher als die Fremdkapitalkosten, so führt ein höherer Fremdkapitalanteil zu einer Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität.“ (Pernsteiner/Andeßner, 2014, 132).

13 Kurz gesagt weisen Daxhammer/Facsar, 2018, 379f, darauf hin, dass die „... eigenen kognitiven Fähigkeiten ...“ (ebenda, 379) überschätzt werden, ebenso der Kenntnisstand über die Sachlage, während Risiken unterschätzt oder gar ausgeklammert werden.

14 Fairchild, 2007, 9, welcher meint, dass „... high overconfidence may be value-increasing, as the manager switches to debt, and exerts very high effort“. Zum Einfluss des CEOs auf die Kapitalstruktur siehe Cronqvist/Makhija/Yonker, 2011.

überschätzung hat natürlich insoweit auch einen attraktiven Effekt für die Eigentümer, als der Druck auf das Management zur Erreichung des Rentabilitätsziels zunimmt.¹⁵ Möglicherweise wird die Neigung zu mehr Fremdkapital noch gesteigert, als – bei angenommen ausreichenden Sicherheiten – die Wirksamkeit der Informationsasymmetrie hoch eingeschätzt wird, nämlich so, dass mit dem hohen Wissensstand über das Unternehmen es leicht möglich ist, die Bank von den positiven unternehmerischen Entwicklungen zu überzeugen.

Die Kapitalstrukturtheorie von *Modigliani/Miller*¹⁶ mit dem Ergebnis der Irrelevanz der Kapitalstruktur ist ohnedies mit Behavioral-Finance-Aspekten aufgrund ihrer kapitaltheoretischen Annahmen nicht kompatibel.

Führt man *Modigliani/Miller* durch Einführung eines Steuervorteils durch die Fremdkapitalaufnahme einerseits und der steigenden Gefahr der Insolvenz („Insolvenzkosten“) weiter, so ist der Steuervorteil leichter berechenbar als die Einschätzungen der Insolvenzgefahr. Auch hier könnte die Selbstüberschätzung des Managements zu einer zu geringen Planung der Insolvenzkosten führen. Dies ebenso mit dem Ergebnis mit einem Trend zu mehr Fremdkapital.

Interessant ist ebenso die Situation der **Pecking-Order-Hypothese** („Hackordnung“).¹⁷ Auch hier wird kein konkretes Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital festgelegt, sondern eine Abfolge der Nutzung der benötigten Mittel (zuerst vorhandene liquide Mittel, Dividendenreduktion, leicht bedienbares Fremdkapital, zusätzliches Fremdkapital und Eigenkapital). Hier ist der Spielraum der Entscheidungsträger natürlich größer. Der Entscheid über die Frage der Finanzierungsalternativen liegt ganz überwiegend beim Vorstand (Finanzvorstand) und etwas abgemildert und grundsätzlich beim Aufsichtsrat und kaum mehr bei der Hauptversammlung. Dem Finanzvorstand ist der Weg des geringsten Widerstands am liebsten, deshalb ist die Wahl der Nutzung vorhandener liquider Mittel sehr realistisch; anschließend kommt eine Reduktion der Dividendenzahlung, die bereits Wider-

15 Insbesondere beim Erkennen von negativen Abweichungen von den Plänen will sich ein solches Management nicht gerne eine Zielverfehlung vorwerfen lassen und wird aktiv werden, um die Einhaltung der Ziele zu erreichen. Ist hingegen die Informationsasymmetrie sehr hoch, dh dass das Management sehr viel mehr weiß als Aufsichtsrat und Eigentümer, so kann die „Abweichung“ lange unerkannt bleiben und das Management wird im Vertrauen auf die eigenen Fähigkeiten nicht oder kaum reagieren und externe Faktoren als Erklärungen angeben.

16 Siehe *Volkart/Wagner*, 2014, 623 ff.

17 Siehe *Guserl/Pernsteiner*, 2015, 414, und *Volkart/Wagner*, 2014, 583 ff. mit einschlägigen Unternehmensbeispielen. *Shefrin*, 2018, 150, zieht einen engen Zusammenhang zu asymmetrischer Information und weist darauf hin, dass eine Kapitalerhöhung – also die „letzte“ Finanzierungsmaßnahme – auf eine Überbewertung der Aktien hinweist, da nur dann das Management eine solche Kapitalerhöhung anstrebt. Bei einer Überbewertung würde das Management keine Eigenkapitalaufnahme durchführen. ME ist die Darstellung von *Shefrin* zu radikal und einseitig auf Markttiming der Kapitalerhöhungen ausgerichtet, aber es gibt noch die „wirklichen“ Kapitalbedarfe für das Unternehmen. Ferner werden Finanzanalysten sehr wohl beurteilen können, ob ein realer Mittelbedarf besteht oder ob bloß „die Kriegskasse aufgefüllt“ wird. Weiters steht mittelfristig das Management unter Druck, die entsprechenden Eigenkapitalrenditen zu sichern und der Entscheid zur Kapitalerhöhung wird letztlich durch eine 3/4-Mehrheit der Hauptversammlung getroffen (ordentliche Kapitalerhöhung).

stände hervorrufen kann (s nächstes Kapitel). Die anschließende Bevorzugung des Fremdkapitals gegenüber dem Eigenkapital hat auch mit der Selbstüberschätzung zu tun, nämlich dass die zukünftigen Cashflows aufgrund der eigenen Fähigkeiten hoch eingeschätzt werden und eine problemlose Befriedigung der Ansprüche der Fremdkapitalgeber ermöglichen.¹⁸ Selbstverständlich hängt dies auch mit der Investitionsrechnung und ihren Ergebnissen zusammen. Dies alles würde eher zu einer Erhöhung des Fremdkapitalanteiles führen.

Gestoppt bzw sogar umgekehrt würde dieser Effekt, wenn das Management das Unternehmen für überbewertet hält, weil dann eine Kapitalerhöhung zu diesen positiven Konditionen erfolgen soll. Dies orientiert sich selbstverständlich an börsennotierten Gesellschaften, wo dies für das gut informierte Management klar ersichtlich sein könnte; es sei denn, die Selbstüberschätzung (vom Management geführtes Unternehmen) und ein indirekter **Besitztumseffekt**¹⁹ trüben das klare Bild und die Überbewertung wird als solche nicht wahrgenommen bzw nicht erkannt.

Bei nicht börsennotierten Unternehmen ist dies nicht so klar erkennbar, das Interesse an der Branche, Region, etc lässt hier die Bereitschaft, für Eigenkapital einen hohen Preis zu zahlen, erkennen.²⁰ In dieser Situation strebt das Management (in Verbindung mit den bisherigen Eigentümern) eine Erhöhung des Eigenkapitals an.

Zusammenfassend kann aus Behavioral-Finance-Sicht eher ein Trend zu Fremdkapital festgestellt werden.²¹

3. Ausschüttungspolitik (Dividendenpolitik)

Unabhängig von der Rechtsform und damit von den jeweiligen Macht- und Entscheidungsverhältnissen ist damit angesprochen, wie viel vom ausschüttungsfähigen Gewinn tatsächlich an die Eigentümerschaft rückgeführt wird. Im weiteren Sinn gehören aber auch die (in der Praxis tendenziell seltenen) Kapitalherabsetzungen und die für börsennotierte Unternehmen durchaus auch als realistische Alternative wahrgenommenen Aktienrückkäufe. Bei Letzteren werden liquide Mittel für einen Rückkauf eigener Aktien über die Börse eingesetzt, was tendenziell zu steigenden Kursen führt und damit ebenso für das Aktionariat vorteilhaft ist.²²

18 Dabei hat es das Management idR mit professionellen Fremdkapitalanbietern (Banken) zu tun, die selbst aufgrund ihrer Erfahrung und eigener Analysen entsprechende Vorschaurechnungen beurteilen können und einer intensiven Aufsichtsregulatorik unterstehen. Eingeräumt werden muss natürlich, dass vorhandene ausreichende Sicherheiten den Entscheid zur Fremdkapitalvergabe positiv beeinflussen.

19 Unter Besitztumseffekt wird grundsätzlich verstanden, dass der Wert des Eigentums, das erworben wurde, höher eingeschätzt wird, als wenn man es nicht erworben hätte (*Daxhammer/Facsar*, 2018, 372).

20 Die Attraktivität von Branchen und oder Regionen kann sich natürlich auch im Zeitlauf verändern.

21 Zum Trend zu mehr Fremdkapital siehe *Chauhan/Huseynov*, 2018, 841.

22 Zur Beschreibung eines Aktienrückkaufes im Detail siehe *Zantow/Dinauer/Schäffler*, 2016, 75 f, eine etwas breitere Sicht bieten *Volkart/Wagner*, 2014, 709 ff; sie gehen auch auf die verschiedenen Aspekte von Aktienrückkäufen ein, nennen besonders auch den „Wert- bzw Mitteltransfer an die Aktionäre“ (714). Siehe ferner *Boemle/Stolz*, 2010, 495 ff.

Es soll mit der Analyse der Ausschüttungspolitik begonnen werden. Die der klassischen Finanzierungstheorie zugehörige **Irrelevanzthese** von *Modigliani/Miller* besagt, dass die Ausschüttungshöhe egal sei, da eine zu „hohe“ Ausschüttung über Kapitalerhöhungen ausgeglichen wird und eine zu „niedrige“ zu einem Anstieg der Aktienpreise führt. Steuern und Transaktionskosten werden nicht berücksichtigt.²³ Diese realitätsferne Argumentation ist mit Behavioral Finance nicht kompatibel.

Ein rationaler Argumentationskreis ist der Interessenausgleich gegenüber verschiedenen Aktionärsgruppen. Dies kann unter dem **Klienteleffekt** im weiteren Sinn zusammengefasst werden.²⁴ Steuerliche Überlegungen und solche der eigenen Planung bzw des Reportings lassen klare Interessenlagen hinsichtlich der Ausschüttungshöhe und der Volatilität der Ausschüttungsquote bzw -höhe in absoluten Beträgen erkennen. So sind beispielsweise langfristig orientierte Lebensversicherungsgesellschaften primär an betraglich konstanten Ausschüttungen („stabile Dividende“) interessiert. Manager orientieren sich aufgrund der Machtverhältnisse an den klaren Interessenlagen der wichtigsten Shareholder.

Hinsichtlich einer Behavioral-Finance-Orientierung zur Ausschüttungspolitik sollen drei Themenkreise aufgebaut werden.

Der erste betrifft die Informationsverarbeitung und konkret den **Signaleffekt**.²⁵ Mit der Ankündigung des Managements, positiv einer Erhöhung der Dividende gegenüberzustehen, wird regelmäßig eine positive Reaktion der Beobachter ausgelöst, weil damit das besser informierte Management (Informationsasymmetrie) mit dem Vorschlag eine Verbesserung der Gewinn- bzw Cashflowsituation kommuniziert; an dieser soll das Aktionariat über eine Dividendenerhöhung partizipieren.²⁶ Mit der Abgabe des Signals an das Publikum wird eine entsprechende Erwartungshaltung ausgelöst, die dann nicht oder nur sehr eingeschränkt funktioniert, wenn das Signalisierte nachfolgend nicht eingehalten wird.

Ein zweiter Aspekt wird mit dem Oberbegriff **Zeitlauf** zusammengefasst.

Die sogenannte **„Bird-in-the-Hand-Theory“** soll zum Ausdruck bringen, dass eine sofortige Auszahlung von liquiden Mitteln gegenüber einer Thesaurierung

23 Eine kompakte Darstellung findet sich bei *Guserl/Pernsteiner*, 2015, 411f.

24 Siehe weiterführend *Guserl/Pernsteiner*, 2015, 417 f.

25 *Shefrin*, 2018, 188, bringt bei Erörterung des Signalings das Beispiel, dass frühe Stämme wertvolle Decken vor anderen Stämmen verbrannten, um den Reichtum zu zeigen, also ein Signal einer Wohlhabenheit zu senden. ME ist das Beispiel unpassend, da es hier ja zu einem tatsächlichen Vermögensverlust gekommen ist. Das ist bei einer Ausschüttungspolitik durch Signaling nicht intendiert.

26 Insbesondere eine Dividendenerhöhung entfaltet eine positive Wirkung im Aktionariat als die Aktionärinnen und Aktionäre die vergangenen Dividendenhöhen als Referenzpunkte sehen und von diesen ausgehend bewerten. Das gegensätzliche Argument wäre das Residualprinzip, dh bei „guten“ Investitionsprojekten würde wenig ausgeschüttet, um diese zu finanzieren und im gegenteiligen Fall wäre eine hohe Ausschüttung die Folge, weil die Mittel nicht wertschaffend verwendet werden können. Diese rationalen Überlegungen wären ein Kontrapunkt zur verhaltensorientierten Ausrichtung.

und Investition der Mittel bevorzugt wird.²⁷ Erklären lässt sich dies allgemein aus einer unsicheren Zukunft und der Gefahr, dass die nicht ausgezahlten Mittel aufgrund schlechten Managements (zB „Fehlinvestition“) zum Teil verschwinden. Ferner kalkuliert man die Selbstüberschätzung des Managements ein, das die zukünftigen Rentabilitäten überschätzt.²⁸

Die Einstellung zu Ausschüttungen variiert auch im Zeitablauf, dh in Zeiten einer **schlechten ökonomischen** Entwicklung (Rezession) besteht eine stärkere Neigung zu Ausschüttungen, das Publikum ist verstärkt an „Dividendenwerten“ interessiert, da eben die Zukunft und damit der Kursverlauf pessimistisch eingeschätzt wird. Umgekehrt verhält es sich in Zeiten guter bzw als gut erwarteter Konjunkturlage: Hier besteht ein stärkeres Interesse am Wachstum zu partizipieren und man ist eher bereit, auf Dividendenzahlung zu verzichten oder eine niedrigere zu akzeptieren.

Der dritte Themenkreis umfasst die sogenannten „**mentalen Konten**“, dh dass Aktionäre im Kopf Dividendenzahlungen und Kurssteigerungen trennen.²⁹ Nach der neoklassischen Theorie wird nicht differenziert, ob ein Rückfluss an die Eigentümerschaft über eine Dividende oder – bei Thesaurierung – über den Verkauf der im Kurs gestiegenen Papiere erfolgt (interessanterweise ist dies auch in Österreich steuerlich gleichgestellt). Aufgrund der mentalen Konten ist man eher zu kurzfristigen, geringen Beträgen (Dividenden) affin und scheut den Verkauf. Insbesondere von älteren Menschen werden Dividenden als für den Konsum gewidmet wahrgenommen, während das Kapital ungern durch Verkauf von Papieren reduziert wird; dies ist im Übrigen auch ein Argument für eine stabile Dividendenpolitik. Wie weit dies natürlich noch heute und va im nicht-angelsächsischen Raum, wo Direktanlagen eine geringe Bedeutung gegenüber Investmentfonds besitzen, diese Bedeutung hat, mag dahingestellt sein. Bei nicht börsenotierten Unternehmen erfolgt ohnedies eine starke Ausschüttungsfixierung, da eine laufende Anteilsveräußerung kaum relevant ist.

Zusammenfassend lässt sich erkennen, dass Behavioral Finance wesentlich zur Erklärung einiger Sachverhalte der Ausschüttungspolitik beitragen kann.

27 Volkart/Wagner, 2014, 701, sehen richtigerweise in Zusammenhang mit der Dividende das Problem der Fehlinvestitionsgefahr. „Die Kapitalfehlleitungsgefahr entspringt nicht nur dem Interessenkonflikt zwischen Management und Aktionären, sondern liegt generell im menschlichen Verhalten begründet. Entscheidungsträger von Unternehmen mit hohen Liquiditätsreserven und ausgeprägtem Financial Slack sind einer erhöhten Gefahr der Vornahme von Fehlinvestitionen ausgesetzt.“

28 Genau dieses Misstrauen gegenüber „zu positiven“ Darstellungen von unternehmerischen Investments durch das Management führt zum verstärkten Ausschüttungswunsch.

29 Grundsätzlich führt eine mentale Buchführung „...zur Anlage mentaler Konten, die entweder nach Herkunft oder auch nach ihrer Verwendung finanzielle Mittel verbuchen.“ (Daxhammer/Facsar, 2018, 256). Damit wird die „lebensnähere“ Dividende wahrscheinlich höher gewichtet als die Kurssteigerung, wo ein Zufluss erst durch den Verkauf des Papiers möglich ist.