

Reich durch Dividenden – Was ist dran am populären Anlagetipp?

Niklas Reinhardt

Behavioral Finance
Band 03

Reich durch Dividenden – Was ist dran am populären Anlagetipp?

Niklas Reinhardt

Disclaimer

In diesem Behavioral Finance Band setzen wir uns mit Dividenden und dem Umgang mit diesen auseinander. Bitte bedenken Sie ausdrücklich, dass wir Ihnen nur helfen wollen, das Prinzip von Dividenden und die potenzielle Bedeutung des Umgangs mit diesen für das Vermögen basierend auf Vergangenheitsdaten besser zu verstehen, und definitiv keinerlei Anlageberatung durchführen oder Kaufempfehlungen aussprechen. Auch wenn das Reinvestment von Dividenden in der Vergangenheit häufig einen positiven Effekt auf das Vermögen hatte, bleibt die Zukunft dennoch ungewiss und die Entwicklung von Kapitalmärkten in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

© 2024
Niklas Reinhardt

Inhalt

1 Einleitung	1
2 Dividenden und Vermögen	3
2.1 Dividenden – Der fundamentale Wert einer Aktie!	4
2.2 Dividenden – Irrelevant für das Vermögen?	8
2.3 Dividenden – Es zählt, wie man sie nutzt.	14
3 Dividenden und Behavioral Finance	18
3.1 Was machen Investoren mit Dividenden?	19
3.2 Was denken Investoren über Dividenden?	23
3.3 Unterstützung im Umgang mit Dividenden	29
4 Zusammenfassung und Ausblick	34
Literaturverzeichnis	37
Wir über uns	39
Change Log	41



01 Einleitung

In der Ratgeberliteratur wie auch in den sozialen Medien wird Dividenden vielerseits eine besondere Bedeutung beigemessen: Man könne "von Ausschüttungen leben", müsse "mit passivem Einkommen nie wieder arbeiten", und könne sogar "reich werden durch Dividenden". Was ist dran an derartigen Versprechungen? Sollten Anleger darauf achten, dass ihre Wertpapiere möglichst hohe Dividenden zahlen? Und welchen Effekt hat es auf das Vermögen, wenn sich Anleger dafür entscheiden, Einkommen aus Dividendenzahlungen zu Konsumzwecken zu verwenden?

Im ersten Teil dieses Behavioral Finance Bandes gehen wir der Bedeutung von Dividenden für das Vermögen auf den Grund. Hierbei klären wir einen scheinbaren Widerspruch: Einerseits lässt sich der Wert einer Aktie fundamental auf den Wert der Dividenden zurückführen, welche die Aktie in Zukunft erwartungsgemäß ausschüttet. Andererseits ist die Auszahlung von Dividenden ein vermögensneutraler Vorgang. Das heißt, Dividendenzahlungen machen ihre Empfänger an sich nicht reicher. So viel schon einmal zu den Verheißungen der Dividendenstrategien...

Ganz im Gegenteil sehen wir anschließend, dass Dividendenzahlungen sogar eine Gefahr für den langfristigen Vermögensaufbau darstellen können. Denn dadurch, dass Ausschüttungen dazu führen, dass weniger Geld im Aktienportfolio verbleibt, entgeht Anlegern ein Teil des Zinseszins effekts, wenn sie ihre Dividenden nicht reinvestieren (d.h., nicht am Aktienmarkt wiederanlegen). Historisch hat mangelndes Reinvestment zu einem beträchtlichen Vermögensrückstand geführt.

Auf der einen Seite existieren also populäre Anlagetipps, die empfehlen, sein Portfolio bewusst auf Dividendenzahlungen auszurichten und von diesen Ausschüttungen zu leben. Auf der anderen Seite stellt sich heraus, dass Dividendenzahlungen an sich keinen Effekt auf das Vermögen haben und dass es erhebliche Vermögensnachteile mit sich bringen kann, Dividenden zu konsumieren. Was denken nun aber die Anleger über Dividenden? Und was machen sie mit den Ausschüttungen, die sie erhalten? Reinvestieren sie ihre Dividenden, um vom Zinseszins zu profitieren, oder geben sie ihre Dividenden lieber zu Konsumzwecken aus?

In der zweiten Hälfte dieses Bandes geben wir zunächst einen Überblick über die aktuelle Studienlage dazu, was Anleger mit Dividenden machen. Dabei stellt sich heraus, dass ein großer Anteil der Anleger ihre Dividenden konsumiert, statt sie zu reinvestieren. Daher untersuchen wir anschließend Erklärungsansätze für dieses Verhalten. Zu den wichtigsten Erklärungsansätzen zählen bewusste Strategien zur Selbstkontrolle, ein Missverständnis der Bedeutung von Dividenden, sowie mangelnde Initiative im Umgang mit Ausschüttungen. Auf Basis dieser Erklärungsansätze schließen wir mit einer Vorstellung von Strategien, mit denen Anleger höhere Reinvestmentraten erreichen können.



Dividenden und Vermögen

In diesem Kapitel schauen wir uns an, welchen Effekt Dividenden auf das Vermögen haben. Dabei gehen wir in drei Schritten vor:

Erstens betrachten wir, warum sich der Wert einer Aktie fundamental auf den Wert ihrer Dividenden zurückführen lässt.

Zweitens untersuchen wir, warum Dividendenzahlungen dennoch grundsätzlich keinen Effekt auf das Vermögen der Anleger haben.

Drittens analysieren wir, welchen Unterschied es für das Endvermögen macht, wie man mit Dividendenzahlungen umgeht, d.h., ob man Dividendenzahlungen verkonsumiert, auf dem Konto liegen lässt, oder am Aktienmarkt wiederanlegt.

2.1 Dividenden – Der fundamentale Wert einer Aktie!

In diesem Abschnitt wollen wir uns ganz grundlegend mit dem Zusammenhang zwischen dem Wert einer Aktie und deren Dividendenzahlungen befassen. Nach dem Dividendendiskontierungsmodell (DDM) von John Burr Williams (1938) berechnet sich der fundamentale Wert einer Aktie als Summe aller zukünftiger, abgezinster Dividendenzahlungen. Die Abzinsung bewirkt dabei, dass Dividendenzahlungen, die weiter in der Zukunft liegen und riskanter sind, weniger Wert beigemessen wird.

Betrachten wir zunächst einmal ein einfaches Beispiel: Nehmen wir an, dass wir erwarten, dass ein Unternehmen nur noch zehn Jahre lang existiert (danach ist es wertlos) und in diesen zehn Jahren jedes Jahr eine Dividende von durchschnittlich 5 Euro pro Aktie zahlt. Nehmen wir weiterhin an, dass der Abzinsungsfaktor im ersten Jahr 0,9 beträgt, im zweiten Jahr $0,9^2$ (= 0,81) im dritten Jahr $0,9^3$ (= 0,729) usw. Dann ist der Wert der ersten Dividende $0,9 * 5$ Euro (= 4,5 Euro), der Wert der zweiten Dividende $0,9^2 * 5$ Euro (= 4,05 Euro), der Wert der dritten Dividende $0,9^3 * 5$ Euro (= 3,65 Euro) usw. Wenn wir so für alle zehn Dividenden fortfahren und dann die Summe bilden, erhalten wir einen Gesamtwert von 29,31 Euro (= 4,5 Euro + 4,05 Euro + 3,65 Euro + ...). Und genau diesem Gesamtwert der Dividendenzahlungen entspricht nach dem DDM der heutige Wert der Aktie. Dies ist natürlich ein sehr einfaches Beispiel, insbesondere, da wir die Lebensdauer des Unternehmens auf zehn Jahre begrenzt haben. In der Infobox 1 auf der nächsten Seite erläutern wir ein Modell, mit dem man den Wert einer Aktie bei unendlicher Lebensdauer fundamental berechnen kann. Das Prinzip bleibt jedoch das gleiche:

Der Wert einer Aktie berechnet sich als Summe aller zukünftiger, abgezinster Dividendenzahlungen.

Infobox 1: Das Gordon-Growth-Modell

Formel

Um den Wert einer Aktie V mit einem unendlichen Horizont zu berechnen, leitet Myron Gordon (1959) die folgende Formel her. Die Annahmen hierbei sind eine erwartete Dividendenzahlung im nächsten Jahr in Höhe von D , die in Zukunft jedes Jahr mit der Wachstumsrate g wächst. Für die Abzinsung wird ein Zinssatz von r unterstellt:

$$V = \frac{D}{r - g}$$

Beispiel 1 (einfach): Wir erwarten, dass die nächste Dividende $D = 5 \text{ Euro}$ ist, und dass diese mit $g = 3\% \text{ pro Jahr}$ wächst. Weiterhin sei der Zins, der dem Risiko der Aktie entspricht, $r = 5\% \text{ pro Jahr}$. Dann ist der Wert der Aktie: $V = 5 \text{ Euro} / (0,05 - 0,03) = 250 \text{ Euro}$.

Beispiel 2 (komplex): Wir haben genaue Erwartungen an die Dividenden in den nächsten drei Jahren (s. Tabelle). Ab dem dritten Jahr erwarten wir dann, wie in Beispiel 1, ein Wachstum von $g = 3\% \text{ p.a.}$ bei einem Zinssatz $r = 5\% \text{ p.a.}$ Wir berechnen den Gesamtwert als Summe der ersten beiden abgezinsten Dividenden plus den Gordon-Growth-Wert aus Beispiel 1 für alle Dividenden ab Jahr drei. (Vorsicht: Wir müssen den Gordon-Growth-Wert nochmals abzinsen, da die Formel annimmt, dass wir $D = 5$ bereits in Jahr 1 bekommen. Wir bekommen $D = 5$ aber erst 2 Jahre später in Jahr 3.)

Jahr	Dividende	Abzinsungsfaktor	Wert der Dividende
1	4,1	0,95	4,1*0,95
2	4,6	0,95 ²	4,6*0,95 ²
3	5	0,95 ³	5*0,95 ³
4	5*1,03	0,95 ⁴	(5*1,03)*0,95 ⁴
5	5*1,03 ²	0,95 ⁵	(5*1,03 ²)*0,95 ⁵
...

Wert ab Jahr 3 =
 $(5 / (0,05 - 0,03)) * 0,95^2$
 $= 250 * 0,95^2$

Gesamtwert = Wert aus Jahr 1 + Wert aus Jahr 2 + Wert ab Jahr 3
 $= 4,1*0,95 + 4,6*0,95^2 + 250*0,95^2 \approx 234$

Eine berechtigte Frage könnte sein, was denn mit dem Verkaufserlös ist. Wenn man in der echten Welt eine Aktie kauft, dann wird man doch voraussichtlich einen großen Teil des Gesamterlöses durch den Verkauf erzielen. Fehlt der Verkaufserlös im DDM nicht? Die Antwort lautet: nein. Denn im DDM ist der Verkaufserlös gleich dem Wert der zukünftigen Dividendenzahlungen. Greifen wir unser obiges Beispiel auf, in dem unsere Aktie für zehn Jahren Dividenden zahlt und danach wertlos ist. Nehmen wir an, dass wir die Aktie bereits nach vier Jahren verkaufen. Wieviel wären Kaufinteressenten nach vier Jahren bereit zu zahlen? Den Wert, den sie für die restlichen sechs Dividenden ansetzen.

Ein Aspekt, den es beim DDM jedoch noch zu beachten gilt, ist, dass Unternehmen ihre Profite nicht nur mittels Dividenden an ihre Anleger ausschütten können. Statt seine Profite als Dividende zu auszahlen, kann ein Unternehmen auch Aktienrückkäufe tätigen. Dabei nutzt das Unternehmen seine Profite, um seine eigenen Aktien von den Aktionären zu kaufen. Wenn ein Aktionär hierbei Teile seiner Aktien an das Unternehmen verkauft, steht der Aktionär genauso da, als ob er eine entsprechende Dividende erhalten hätte: Auf der einen Seite hat der Aktionär nach dem Verkauf einen Teil des Unternehmensgewinns als Bargeld auf seinem eigenen Konto (wie nach einer Dividendenzahlung). Auf der anderen Seite hat der Aktionär nun eine kleinere Aktienposition in seinem Depot (wie nach einer Dividendenzahlung).

Falls ein Unternehmen niemals Dividenden zahlt und seine Gewinne stattdessen immer nur in Form von Aktienrückkäufen ausschüttet, wäre der fundamentale Wert des Unternehmens nach dem Dividendendiskontierungsmodell natürlich nicht gleich null. Stattdessen entspräche der Wert in diesem Fall der Summe aller zukünftiger, abgezinster Aktienrückkäufe, oder, ganz allgemein, aller zukünftiger, abgezinster Ausschüttungen. Dieser Aspekt ist erwähnenswert, da heutzutage der Großteil von Ausschüttungen mittels Aktienrückkäufen statt mittels Dividenden erfolgt (siehe z.B. Joan Farre-Mensa, Roni Michaely, und Martin Schmalz, 2014). Dennoch ist die Bezeichnung des "Dividendendiskontierungsmodells" aus historischen Gründen weiterhin die geläufige, obwohl "Ausschüttungsdiskontierungsmodell" womöglich angebrachter wäre.

Was ist mit Aktien, die gar keine Ausschüttungen vornehmen, wie z.B. Amazon? Wachsende Unternehmen nutzen Bargeld oft lieber zur Finanzierung ihres Wachstums, anstatt das Geld auszuschütten. Damit dieses Vorgehen aus Aktionärssicht Wert schafft, müssen die geringeren (bzw. ausbleibenden) Ausschüttungen heute aber durch höhere Ausschüttungen morgen kompensiert werden. Dass Amazon heute einen Aktienkurs hat, der größer als Null ist, muss daher bedeuten, dass Anleger erwarten, dass Amazon irgendwann in Zukunft einmal Ausschüttungen vornimmt. Denn:

**Ganz ohne Ausschüttungen wäre eine
Aktie fundamental wertlos.**

2.2 Dividenden – Irrelevant für das Vermögen?

Wir haben nun gesehen, dass sich der Wert einer Aktie fundamental auf deren Dividenden (oder allgemeiner Ausschüttungen) zurückführen lässt. In diesem Abschnitt ergründen wir, warum Dividendenzahlungen die Aktionäre des Unternehmens dennoch nicht reicher machen.

Grundlegend hierfür ist das "Dividend-Irrelevance-Theorem" von Merton Miller und Franco Modigliani (1961). Laut dem Theorem spielt die Ausschüttungspolitik keine Rolle für den Wert eines Unternehmens unter sonst gleichen Bedingungen.

Das heißt, wenn wir die Umsätze, Kosten, etc. eines Unternehmens als gegeben ansehen, dann macht es keinen Unterschied, ob das Unternehmen sich entscheidet, hohe oder niedrige Dividenden zu zahlen.

Der Kern der Argumentation besteht darin, dass Dividenden nicht vom Himmel fallen, sondern finanziert werden müssen. Das heißt, wenn ein Unternehmen mehr ausschütten möchte, obwohl sich an den Gewinnen usw. nichts geändert hat, dann müsste das Unternehmen eine Kapitalerhöhung vornehmen, um die erhöhte Ausschüttung zu finanzieren. Daher läuft die Erhöhung der Dividende aus Aktionärssicht auf ein Nullsummenspiel heraus: Auf der einen Seite erhalten sie zwar eine höhere Dividende. Auf der anderen Seite müssen sie die Dividende aber direkt reinvestieren, um das Kapital des Unternehmens zu erhalten. Falls sich die Aktionäre entscheiden, ihre Dividende nicht zu reinvestieren, dann sinkt im Gegenzug zur Dividende einfach der Wert der Unternehmensanteile, den die Aktionäre halten. Am Gesamtvermögen der Aktionäre ändert sich jedoch nichts.

Abbildung 1 auf der nächsten Seite illustriert dies anhand eines Beispiels. Beginnen wir oben links mit der Bilanz unseres Beispielunternehmens vor der Dividende. Das Unternehmen hat lediglich zwei Vermögenspositionen: das operative Vermögen (Maschinen, Patente, etc.) i.H.v. 1.000 Euro und Bargeld i.H.v. 300 Euro. Das Vermögen des Unternehmens ist komplett durch Eigenkapital (d.h. Aktien) i.H.v. 1.300 Euro finanziert. Unser Beispielaktionär hält 10% der Aktien des Unternehmens, d.h., seine Aktien sind 130 Euro wert. Aus seiner Bilanz oben rechts sehen wir, dass er daneben kein weiteres Vermögen und auch keine Schulden hat (d.h., die 130 Euro Aktien sind komplett eigenkapitalfinanziert).

In der Mitte links zahlt das Unternehmen nun eine Dividende i.H.v. 100 Euro aus. Daher sinken die Bargeldbestände des Unternehmens um 100 Euro von 300 Euro auf 200 Euro und der Gesamtwert des Unternehmens fällt um 100 Euro von 1300 Euro auf 1200 Euro. In der Mitte rechts erhält der Aktionär 10% der Dividende, d.h., seine Bargeldbestände wachsen um 10 Euro. Da aber auch der Wert des Unternehmens um 100 Euro gefallen ist (und damit der Wert seiner Aktien um 10 Euro), sinken die Aktienbestände des Aktionärs um 10 Euro von 130 Euro auf 120 Euro. In Summe bleibt das Gesamtvermögen des Aktionärs nach der Ausschüttung bei 130 Euro und damit unverändert verglichen mit dem Gesamtvermögen vor der Ausschüttung.

Schließlich fordern die Annahmen des Dividend-Irrelevance-Theorems, dass die Bilanz des Unternehmens nach der Ausschüttung genauso aussieht wie davor. Dementsprechend muss das Unternehmen sein Kapital wiederaufstocken. Unten links gibt das Unternehmen daher neue Aktien im Wert der ausgeschütteten Dividende (100 Euro) aus. Kauft unser Aktionär unten rechts einen Anteil der neuen Aktien entsprechend seines 10% Anteils vor der Ausschüttung, zahlt er 10 Euro Bargeld um 10 Euro neue Aktien zu erhalten. Nun sieht seine Bilanz wieder exakt so aus wie vor der Dividendenzahlung.

Abbildung 1: Vermögenstransfer bei der Dividendenzahlung

Abbildung 1 zeigt ein stilisiertes Beispiel für die Bilanz eines Unternehmens und die Bilanz eines Aktionärs des Unternehmens zu drei Zeitpunkten: bevor das Unternehmen eine Dividende an die Aktionäre zahlt, nachdem das Unternehmen die Dividende an die Aktionäre zahlt, und nachdem das Unternehmen durch Reinvestments seiner Aktionäre sein Kapital wiederaufstockt. Der Aktionär besitzt 10% der Aktien des Unternehmens.

Vor der Ausschüttung:

Bilanz Unternehmen			Bilanz Aktionär				
Operatives Vermögen	1.000 €	Eigenkapital	1.300 €	Aktien	130 €	Eigenkapital	130 €
Bargeld	300 €			Bargeld	0 €		

Nach der Ausschüttung:

Bilanz Unternehmen			Bilanz Aktionär				
Operatives Vermögen	1.000 €	Eigenkapital	1.200 €	Aktien	120 €	Eigenkapital	130 €
Bargeld	200 €			Bargeld	10 €		

Nach der Wiederaufstockung des Kapitals:

Bilanz Unternehmen			Bilanz Aktionär				
Operatives Vermögen	1.000 €	Eigenkapital	1.300 €	Aktien	130 €	Eigenkapital	130 €
Bargeld	300 €			Bargeld	0 €		

Dass Dividendenzahlungen keinen Vermögenszuwachs bedeuten, zeigt sich auch in Aktienkursveränderungen im Zusammenhang mit der Ausschüttung. Abbildung 2 auf der nächsten Seite zeigt ein stilisiertes Beispiel für den zeitlichen Ablauf einer Dividendenzahlung in Deutschland, die typischerweise einmal jährlich, im April oder Mai, stattfindet.

Zunächst betrachten wir die obere Hälfte der Abbildung, in der wir Steuern außer Acht lassen. Der erste relevante Tag ist der Tag der Hauptversammlung. Auf dieser wird die Höhe der Dividendenzahlung bestimmt, indem die Aktionäre über den Vorschlag des Vorstands diesbezüglich abstimmen. In unserem Beispiel wird bestimmt, dass eine Dividende in Höhe von 3,00 Euro pro Aktie ausgezahlt werden soll.

In Deutschland fällt der Tag der Hauptversammlung generell mit dem Dividendenstichtag zusammen. Der Dividendenstichtag ist der Tag, der bestimmt, wer zum Empfang einer Dividendenzahlung berechtigt ist. Wer an diesem Tag eine Aktie hält, ist empfangsberechtigt. Wer erst am darauffolgenden Handelstag, dem sogenannten Ex-Dividenden-Tag, eine Aktie erwirbt, ist nicht mehr empfangsberechtigt. Da Käufer der Aktie am Ex-Dividenden-Tag nun 3,00 Euro weniger erhalten als es Käufer am Tag davor getan haben, fällt der Aktienkurs zur Eröffnung des Ex-Dividenden-Tags um den Wert der Dividende, d.h. um 3,00 Euro.

Dividenden gehen auf Kosten von Kursgewinnen.

Zwei Bankarbeitstage nach dem Ex-Dividenden-Tag wird schließlich die Auszahlung vorgenommen und empfangsberechtigte Aktionäre bekommen 3,00 Euro auf ihr Konto überwiesen. Zusammen mit der Aktie, die am Auszahlungstag 77,00 Euro wert ist, ergibt sich damit ein Gesamtportfoliowert von 80,00 Euro, unverändert im Verhältnis zum Ausgangswert. Der einzige Unterschied besteht darin, dass das Bargeld vor der Ausschüttung auf dem Konto des Unternehmens lag und indirekt im Wert der Aktie repräsentiert war, während das Bargeld nach der Ausschüttung auf dem Konto der Aktionäre liegt und nicht mehr im Wert der Aktie repräsentiert ist.

Abbildung 2: Zeitablauf einer Dividendenzahlung

Abbildung 2 zeigt ein stilisiertes Beispiel für den Ablauf einer Dividendenzahlung durch ein deutsches Unternehmen. In der oberen Hälfte werden keine Steuern erhoben, in der unteren Hälfte gilt eine Kapitalertragssteuer (+Solidaritätszuschlag) von 26,375%.

Ohne Steuern:

	Tag 0: Dividendenstichtag (Hauptversammlung beschließt Dividende von 3,00 Euro)	Tag 1: Ex-Dividenden-Tag (ab heute kein Anrecht auf Dividende für neue Aktionäre)	Tag 3: Auszahlung der Dividende
	13.05.2024	14.05.2024	16.05.2024
Aktienkurs	80,00 Euro	77,00 Euro	77,00 Euro
Erhaltene Dividenden	0,00 Euro	0,00 Euro	3,00 Euro

Mit Steuern:

	Tag 0: Dividendenstichtag (Hauptversammlung beschließt Dividende von 3,00 Euro)	Tag 1: Ex-Dividenden-Tag (ab heute kein Anrecht auf Dividende für neue Aktionäre)	Tag 3: Auszahlung der Dividende
	13.05.2024	14.05.2024	16.05.2024
Aktienkurs	80,00 Euro	77,79 Euro	77,79 Euro
Erhaltene Dividenden	0,00 Euro	0,00 Euro	2,21 Euro

In der unteren Hälfte der Abbildung ist die einzige Veränderung, dass die 3,00 Euro Dividende einer Kapitalertragssteuer (+ Solidaritätszuschlag) von 26,375% unterliegen. Wenn wir annehmen, dass alle Aktionäre am Markt diesen Steuersatz zahlen müssen, dann ändern sich die Resultate folgendermaßen: Auf der einen Seite landen auf dem Aktionärskonto am Auszahlungstag nur noch 2,21 Euro ($= 3,00 \text{ EUR} * (1 - 0,26375)$).

Auf der anderen Seite fällt dafür der Aktienkurs am Ex-Dividenden-Tag auch nur um 2,21 Euro von 80 Euro auf 77,79 Euro. Der Grund hierfür ist, dass die Dividende für alle Marktteilnehmer nur 2,21 Euro wert ist, da in unserem Beispiel alle Marktteilnehmer Steuern zahlen. Was gleich bleibt ist, dass das Gesamtvermögen der Anleger sowohl vor als auch nach der Ausschüttung 80,00 Euro beträgt.

Die Dividendenzahlung ändert nichts am Gesamtvermögen der Aktionäre.

Wie können Dividenden auf der einen Seite der fundamentale Werttreiber einer Aktie sein, auf der anderen Seite jedoch irrelevant für das Vermögen der Anleger? Wie lassen sich das Dividendendiskontierungsmodell (DDM) und das Dividend-Irrelevance-Theorem (DIT) in Einklang bringen?

Erstens besagt das DIT nicht, dass Dividenden niemals den Wert einer Aktie beeinflussen, sondern nur, dass Dividenden den Wert einer Aktie nicht beeinflussen, wenn wir annehmen, dass alles andere (Umsätze, Kosten, etc.) unverändert bleibt. Wenn diese Annahme nicht gilt, dann ist es nach dem DIT durchaus möglich, dass Dividenden den Wert der Aktie beeinflussen. Wenn sich z.B. durch ein neues Produkt die Profitaussichten des Unternehmens erhöhen und deswegen die erwarteten Dividenden in Zukunft steigen, dann ist es nach dem DIT komplett legitim, dass der Aktienkurs steigt.

Zweitens ist es auch nach dem DDM nicht möglich, dass ein Unternehmen seinen Aktienwert dadurch steigert, dass es seine Dividenden erhöht, während alles andere unverändert bleibt. Wie wir in Abbildung 1 gesehen haben, muss eine zusätzliche Dividende durch neu ausgegebene Aktien finanziert werden, wenn alles andere unverändert bleiben soll. Damit Aktionäre in Anbetracht der neu ausgegebenen Aktien ihren Anteil am Unternehmen und damit ihren Anteil an allen zukünftigen Dividenden beibehalten, müssen sie einen Teil der neu ausgegebenen Aktien kaufen (in Höhe der zusätzlichen Dividende). Falls sie dies nicht tun, sinkt ihr Anteil am Unternehmen und damit auch ihr Anteil an allen zukünftigen Dividendenzahlungen. So oder so, bleibt die Dividendenzahlung ein Nullsummenspiel.

2.3 Dividenden – Es zählt, wie man sie nutzt.

In diesem Abschnitt analysieren wir, welchen Unterschied es für das Endvermögen macht, wie man mit Dividendenzahlungen umgeht. Grundlegend ist es hilfreich, hierbei drei Verwendungen zu unterscheiden: Konsum, auf dem Konto liegen lassen, und Wiederanlage in die ausschüttende Aktie (= Thesaurierung). Zu den Auswirkungen dieser drei Verwendungen auf das Vermögen betrachten wir eine empirische Analyse von Samuel Hartzmark und David Solomon (2022). Die Autoren untersuchen die historische Performance des US-Aktienmarkts von 1926 bis 2015 und brechen diese in ihre zwei Komponenten herunter: Kursgewinne und Dividendenzahlungen.

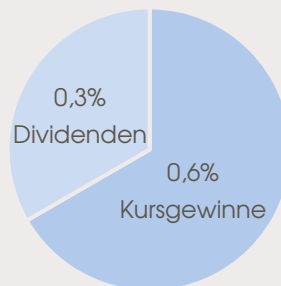
Die Ergebnisse sind in Abbildung 3 auf der nächsten Seite dargestellt. Im oberen Teil der Abbildung ist zu sehen, wie sich die durchschnittliche Gesamtrendite pro Monat in Kursgewinne und Dividenden aufteilen lässt. Es zeigt sich, dass die durchschnittliche Gesamtrendite 0,9% pro Monat betrug. Davon entfielen zwei Drittel (0,6%) auf Kursgewinne und ein Drittel (0,3%) auf Dividenden. Dividenden scheinen also gar nicht so wichtig für die Gesamtperformance gewesen zu sein, oder?

Abbildung 3: Vermögen in Abhängigkeit der Dividendennutzung

Abbildung 3 zeigt in der oberen Hälfte, wie sich die durchschnittliche US-Aktienmarktrendite von 1926 bis 2015 in Kursgewinne und Dividenden unterteilt. In der unteren Hälfte wird die Entwicklung eines Investments von 1 US-Dollar dargestellt, je nachdem, ob Dividenden konsumiert, auf dem Konto liegen gelassen, oder thesauriert wurden.

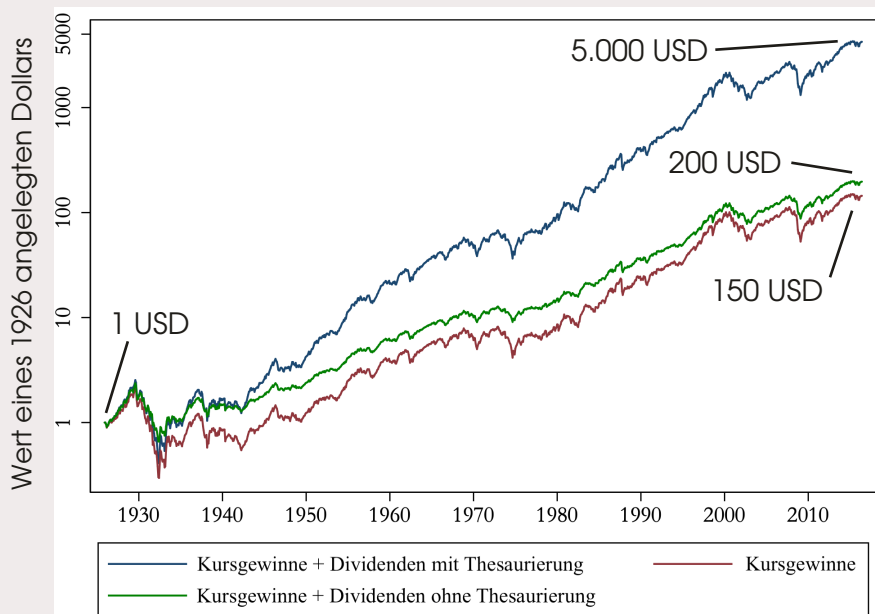
Durchschnittliche mtl. Rendite des US-Aktienmarkts von 1926 bis 2015:

Ø Rendite: 0,9% pro Monat



Quelle:
Adaptierte Darstellungen von
Hartzmark und Solomon (2022)

Anlagen in den US-Aktienmarkt von 1926 bis 2015:



Doch, aber es zählt, wie man sie genutzt hat! In der unteren Hälfte der Abbildung ist dargestellt, wie sich das Vermögen von Anlegern entwickelt hat, die 1926 ein breit gestreutes Investment in den Aktienmarkt i.H.v. 1 US-Dollar gemacht haben. Hierbei wird unterschieden, wie sich das Vermögen entwickelt hat, je nachdem, ob die Anleger ihre Dividenden konsumiert, unverzinst auf dem Konto liegen gelassen, oder thesauriert haben.

Anleger, die ihre Dividenden immer direkt auf den Kopf gehauen haben, besitzen 2015 ein Endvermögen von 150 US-Dollar. Das ist schon ein ganz gutes Ergebnis, wenn man bedenkt, dass sie mit nur 1 US-Dollar gestartet sind. Auch nach Inflation entspricht die Vermögensentwicklung immer noch einem Wachstum mit dem Faktor 11.

Weniger konsumfreudige Anleger, die ihre Dividenden nicht ausgegeben, sondern auf dem Konto liegen gelassen haben, haben 2015 ein Endvermögen von 200 US-Dollar. Das ist gar nicht so viel mehr als das Vermögen derjenigen Anleger, die mit den Dividenden in der Zwischenzeit ein gutes Leben gelebt haben.

Ganz anders sieht es jedoch bei den Anlegern aus, die ihre Dividenden immer direkt nach der Ausschüttung thesauriert haben. Deren Vermögen ist von 1 US-Dollar im Jahr 1926 auf 5.000 (!) US-Dollar im Jahr 2015 angewachsen. Das ist ein 33-Mal größeres Vermögen als die 150 US-Dollar der Anleger, die ihre Dividenden konsumiert haben.

Dass Dividenden an sich keinen großen Teil der Gesamtrendite ausgemacht haben, es aber dennoch einen riesigen Unterschied für das Vermögen gemacht hat, ob man sie thesauriert hat oder nicht, liegt am Zinseszinsseffekt. Dieser ist in der Infobox 2 näher illustriert.

Infobox 2: Zinseszins mit thesaurierten Dividenden

Dieses Beispiel zeigt, wie sich die Thesaurierung von Dividenden durch den Zinseszineffekt (= exponentielles Wachstum) auf das Vermögen auswirkt.

Annahmen: Anlage von 1 USD vom 31.12.1926 bis zum 31.12.2015 bei 6% Kursgewinnen und 4% Dividenden pro Jahr

Berechnungen:

1) Kursgewinne: $\$1 * 1,06^{2015-1926} = \179

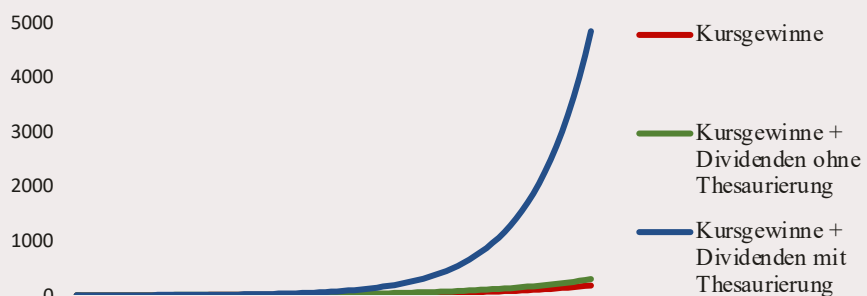
2) Kursgewinne + Dividenden ohne Thesaurierung:

$$\underbrace{\$179}_{\text{Kursgewinne}} + \underbrace{\$1 * 0,04}_{\text{Div. 1927}} + \underbrace{\$1 * 1,06 * 0,04}_{\text{Div. 1928}} + \dots + \underbrace{\$1 * 1,06^{2014-1926} * 0,04}_{\text{Div. 2015}} = \$297$$

3) Kursgewinne + Dividenden mit Thesaurierung: $\$1 * 1,10^{2015-1926} = \4.830

Erläuterung: 1) Die Basis des exponentiellen Wachstums ist 1,06 und beinhaltet nur Kursgewinne. Der Zinseszins umfasst somit Kursgewinne auf Kursgewinne, Kursgewinne auf Kursgewinne aus Kursgewinnen...
 2) Zu Kursgewinnen werden Dividenden (= 4% des Vermögens zu Beginn des jeweiligen Jahres) hinzuaddiert. Dividenden erfahren keinen Zinseszins.
 3) Die Basis des exponentiellen Wachstums ist 1,10 und beinhaltet Kursgewinne sowie Dividenden. Der Zinseszineffekt besteht darin, dass nun Kursgewinne und Dividenden auf Kursgewinne und Dividenden gezahlt werden (sowie Kursgewinne und Dividenden auf Kursgewinne und Dividenden aus Kursgewinnen und Dividenden...).

Illustration:





03 Dividenden und Behavioral Finance

In diesem Kapitel beschäftigen wir uns mit Studien dazu, wie Investoren mit Dividenden umgehen. Dabei werden wir auf Ergebnisse stoßen, die im Widerspruch zu der Annahme vollständig rationaler Investoren stehen. Daher wenden wir uns anschließend Modellen zu, welche das Verhalten der Investoren mit Hilfe von Erkenntnissen aus der Verhaltenspsychologie erklären. Abschließend betrachten wir Forschungsergebnisse, die zeigen, wie man Investoren im Umgang mit Dividenden unterstützen kann.

3.1 Was machen Investoren mit Dividenden?

Im vorigen Kapitel haben wir zwei Gründe angeführt, die dafür sprechen, Dividenden zu thesaurieren, statt sie zu konsumieren. Erstens haben wir gelernt, dass Dividenden ihre Empfänger nicht reicher machen. Die Ausschüttung von Dividenden entspricht lediglich einem wertneutralen Vermögenstransfer von Bargeld aus den Aktienholdings auf das Bankkonto. Zweitens haben wir gesehen, dass die Thesaurierung von Dividenden historisch reichlich belohnt wurde. Die Entscheidung, Dividenden wiederanzulegen, statt sie zu konsumieren, hat im Zeitraum von 1926 bis 2015 am US-Aktienmarkt zu einem 33-Mal höheren Vermögenszuwachs geführt. Daher würde man erwarten, dass ein Großteil der Anleger ihre Dividenden thesauriert, oder etwa nicht? In diesem Abschnitt schauen wir uns vier Studien an, die beleuchten, was Anleger mit ihren Dividenden machen. Abbildung 4 gibt einen Überblick über diese Studien.

Die erste Studie stammt von Malcolm Baker, Stefan Nagel, und Jeffrey Wurgler (2007). Die Autoren analysieren zwei Datensätze: Zum einen analysieren sie die Consumer Expenditure Survey (zu deutsch sinngemäß: "Verbraucher-Ausgaben-Befragung"), in der jedes Jahr eine repräsentative Stichprobe US-Amerikanischer Haushalte für ein Jahr Tagebuch über ihre Ausgaben führt. Daneben machen die Haushalte detaillierte Angaben zu ihren Einkünften und ihrem Vermögen. Mit Hilfe von Daten aus den Jahren 1988 bis 2001 analysieren Baker, Nagel, und Wurgler (2007), wie die Ausgaben eines Haushalts davon abhängen, wie viele Dividenden der Haushalt erhält.

Die Autoren finden, dass für jeden Dollar an Dividenden, den ein Haushalt erhält, die Konsumausgaben um bis zu 75 Cent steigen.

Abbildung 4: Studien dazu, was Investoren mit Dividenden machen

Abbildung 4 gibt einen Überblick über die Ergebnisse von Studien, die untersuchen, inwiefern Investoren ihr Einkommen aus Dividenden reinvestieren bzw. konsumieren.

Dividendennutzung			
Studie	Daten	Reinvestmentrate	Konsumrate
Baker, Nagel, und Wurgler (2007)	Umfrage repräsentativer US-Haushalte von 1988 bis 2001 Depotdaten von Kunden eines US-Discount-Brokers von 1991 bis 1996	- 18% im Monat der Ausschüttung	Bis zu 75% ein Jahr nach der Ausschüttung -
Kaustia und Rantapuska (2012)	Handelsdaten finnischer Privathaushalte von 1995 bis 2002	Bis zu 15% zwei Wochen nach der Ausschüttung	-
Di Maggio, Kermani, und Majlesi (2020)	Vermögensaufstellungen schwedischer Privathaushalte von 1999 bis 2007	20% bis 50% ein Jahr nach der Ausschüttung	40% bis 60% ein Jahr nach der Ausschüttung
Bräuer, Hackethal, und Hanspal (2022)	Depotdaten von Kunden einer deutschen Online-Bank von 2017 bis 2019	9% in der Woche nach der Ausschüttung	14% in der Woche nach der Ausschüttung

Dabei kontrollieren die Autoren dafür, dass Haushalte mit vielen Dividenden prinzipiell mehr Vermögen und insgesamt höhere Einkünfte haben.

Zum anderen analysieren Baker, Nagel, und Wurgler (2007) die Handelsdaten von Kunden eines US-Discount-Brokers (d.h., eines Brokers, bei dem die Kunden selbstständig handeln). Hier untersuchen die Autoren, ob die Kunden mehr investieren, wenn sie in einem Monat mehr Dividenden erhalten. Die Resultate zeigen, dass für jeden Dollar an Dividenden, den die Kunden erhalten, die Investitionen im selben Monat nur um 18 Cent steigen. Für verzögerte Reinvestitionen finden die Autoren keine Anhaltspunkte.

In der zweiten Studie kommen Markku Kaustia und Elias Rantapuska (2012) zu ähnlichen Schlüssen. Die Autoren nutzen hierbei Handelsdaten, die ihnen von der finnischen Zentralverwahrung für Wertpapiere zur Verfügung gestellt wurden. Die Daten geben Einblick in jede einzelne Transaktion, die von 1995 bis 2002 auf der Helsinki Stock Exchange durchgeführt wurde. Mithilfe dieser Daten analysieren Kaustia und Rantapuska (2012), wie Privathaushalte und institutionelle Investoren auf den Empfang großer Dividendenzahlungen von mindestens 900 Euro reagieren.

Die Autoren finden heraus, dass innerhalb von 10 Tagen lediglich 1% der Haushalte zusätzliche Aktien des ausschüttenden Unternehmens kauft.

Und auch wenn man Investments in andere Unternehmen miteinbezieht, steigt die Reinvestmentrate lediglich auf 15%. Zum Vergleich: Unter den Managern von Investmentfonds liegt die Reinvestmentrate innerhalb von 10 Tagen bei 58%.

In der dritten Studie werfen Marco Di Maggio, Amir Kermani, und Kaveh Majlesi (2020) einen Blick ins Nachbarland Schweden. Von 1999 bis 2007 haben schwedische Behörden zwecks Vermögensbesteuerung ein Vermögensregister geführt, in dem für jeden schwedischen Haushalt einmal pro Jahr eine Übersicht über seine Vermögenspositionen erstellt wurde. In Kombination mit Daten aus dem schwedischen Einkommensregister können die Autoren analysieren, welchen Anteil ihrer Dividenden schwedische Haushalte sparen (d.h., in Form irgendeiner Vermögensposition anlegen) und welchen Anteil sie ausgeben.

Hierbei unterteilen die Autoren die Haushalte nach ihrem Gesamtvermögen. Unter der am wenigsten vermögenden Hälfte von Haushalten liegt die Konsumrate von Dividenden bei 60% und die Reinvestmentrate bei 18%. Der Rest bleibt größtenteils auf Bankkonten liegen. Aber auch vermögende Haushalte konsumieren einen erstaunlich großen Anteil ihrer Dividenden: Unter den vermögendsten 5% der Haushalte liegt die Konsumrate bei 39% und die Reinvestmentrate bei 46% der Dividenden.

In der vierten Studie untersuchen Konstantin Bräuer, Andreas Hackethal, und Tobin Hanspal (2022) die Ausgaben von Kunden einer deutschen Online-Bank von 2017 bis 2019. Die Autoren finden, dass ein großer Teil des Konsums von Dividenden bereits kurz nach Eintreffen der Dividenden auf dem Konto stattfindet. Alleine am Tag der Dividendenzahlung werden 6% der Dividenden konsumiert. Über die gesamte Woche nach einer Dividendenzahlung ergibt sich eine Konsumrate von 14%. Durch ein Ausgabenklassifikationstool können Bräuer, Hackethal, und Hanspal (2022) außerdem beurteilen, wofür Dividenden ausgegeben werden. Dabei stellt sich heraus, dass der Großteil der Ausgaben auf schnelllebigen Konsum entfällt, wie z.B. Restaurantbesuche und Events.

3.2 Was denken Investoren über Dividenden?

Im vorigen Abschnitt haben wir gesehen, dass Investoren trotz der potenziellen Vermögensvorteile selten ihre Dividenden reinvestieren. Stattdessen scheint ein großer Teil der Investoren ihre Dividenden zu konsumieren. Woran liegt das? Im Folgenden präsentieren wir drei komplementäre Erklärungsansätze auf Basis der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung ("Behavioral Finance").

Der erste Erklärungsansatz geht auf Hersh Shefrin und Meir Statman (1984) zurück. Die Autoren wenden dabei das von Wirtschaftsnobelpreisträger Richard Thaler (1980) entwickelte Modell der mentalen Buchführung auf die gedankliche Verarbeitung von Dividendenzahlungen und Kursgewinnen an. Laut dem Modell haben Anleger ein grundlegendes Selbstkontrollproblem, welches sie mit Hilfe mentaler Buchführung lösen wollen. Der "innere Planer" weiß, dass es besser wäre, einen Teil des Vermögens für die Zukunft zu sparen, anstatt heute in Saus und Braus zu leben. Der "innere Macher" (oder auf gut Deutsch, der "innere Schweinehund") sieht das anders und möchte am liebsten heute schon all sein Vermögen für die schönen Dinge des Lebens ausgeben. Um den inneren Konflikt zwischen diesen beiden Parteien zu schlichten, bedienen sich Anleger der mentalen Buchführung:

Auf der einen Seite erlegen Anleger ihrem inneren Schweinehund die Regel auf, dass er seine Anlagen nicht verkaufen darf, d.h., dass er Kursgewinne nicht anrühren darf. Auf der anderen Seite erlauben sie dem Schweinehund, dass er mit Dividenden machen darf, was er will, d.h., sie konsumieren.

Verschiedene Forschungsergebnisse liefern in der Tat Evidenz dafür, dass ein Teil des Dividendenkonsums bewusst von Investoren geplant wird. John Graham und Alok Kumar (2006) zeigen, dass insbesondere ältere Anleger mit geringem Einkommen eine Präferenz für hohe Dividendenzahlungen haben. Dies könnte damit erklärt werden, dass diese auf Dividendenzahlungen zurückgreifen, um ihre Konsumausgaben zu finanzieren, ohne dass sie dafür ihre Aktien und Fondsanteile verkaufen müssen.

Weiterhin finden Kent Daniel, Lorenzo Garlappi und Kairong Xiao (2021), dass die Nachfrage nach dividendenstarken Aktien über die Zeit hinweg variiert. In Zeiten, in denen Banken niedrige Zinsen an ihre Kunden zahlen, ist die Nachfrage nach dividendenstarken Aktien höher als in Zeiten, in denen Banken hohe Zinsen zahlen. Die Autoren erklären die Ergebnisse damit, dass Anleger auf alternative Einkommensströme zurückgreifen: Ist das Einkommen aus Zinsen gering, suchen sie sich stattdessen Einkommen aus Dividenden. Ist das Einkommen aus Zinsen hoch, sinkt das Interesse am Einkommen aus Dividenden.

Wie wir in Kapitel 2 gelernt haben, lässt sich dieses Verhalten nicht rational erklären, da Anleger ihr "Einkommen" aus Finanzanlagen nicht als gegeben ansehen müssen. Statt auf Zinsen oder Dividenden zu warten, können Anleger jederzeit selbstständig einen Teil ihrer Anlagen verkaufen, um sich einen individuellen Entsparplan zu schaffen (siehe auch den Behavioral Finance Band 1). Dass Investoren mental darauf angewiesen sind, von außen vorgeschrieben zu bekommen, wieviel Einkommen sie erhalten, spricht stattdessen für die Selbstkontrolltheorie von Shefrin und Statman (1984).

Der zweite Erklärungsansatz dafür, dass Dividenden häufig konsumiert und selten reinvestiert werden, beruht darauf, dass Anleger Dividenden missverstehen:

Demnach erkennen Anleger nicht, dass Dividenden auf Kosten von Kursgewinnen gehen.

Anleger denken stattdessen, dass Dividenden vom Himmel fallen und sie somit reicher machen würden. Samuel Hartzmark und David Solomon (2019) bezeichnen dies als "Free-Dividend-Fallacy" (zu Deutsch: "das Gratis-Dividenden-Irrtum"). Die Autoren liefern mehrere Beweisstücke für ihre Theorie. Zwei davon sind in Abbildung 5 auf der nächsten Seite illustriert. Die obere Hälfte der Abbildung illustriert Beweisstück A. Hierin testen Hartzmark und Solomon (2019), ob die Kunden eines US-Discount-Brokers Dividenden miteinbeziehen, wenn sie den Gewinn oder Verlust einer Position in ihrem Depot berechnen. Um dies zu testen, nutzen die Autoren den Dispositionseffekt (s. Shefrin und Statman, 1985). Der Dispositionseffekt bezeichnet ein oft beobachtetes Handelsmuster, nach dem Investoren eine Position eher verkaufen, wenn die Position im Plus notiert als wenn sie im Minus notiert.

In der Abbildung wird daher Position A, die mit 10% im Plus steht eher verkauft als Position B, die mit 10% im Minus steht. Was ist nun aber mit Position C, die zwar eine Gesamtertragsrate von Plus 10% hat (und somit theoretisch genauso gut performt hat wie Position A), aber deren Kursentwicklung bei Minus 10% liegt (und somit der von Position B entspricht), weil Position C ihre Kursgewinne als Dividende ausgeschüttet hat? D.h., interessieren sich Anleger beim Verkaufen im Rahmen des Dispositionseffektes nur für die Kursgewinne oder beziehen sie Dividenden in die Gesamtleistung mit ein? Die Ergebnisse von Hartzmark und Solomon (2019) zeigen, dass Investoren Position C eher wie Position B als wie Position A behandeln und Position C eher selten verkaufen.

Bei der Berechnung des Gewinnes oder Verlustes einer Position lassen Anleger Dividenden häufig außer Acht.

Abbildung 5: Beweisstücke für die Free-Dividend-Fallacy

Abbildung 5 illustriert zwei empirische Ergebnisse von Hartzmark und Solomon (2019), die darauf hindeuten, dass Finanzmarktteilnehmer nicht verstehen, dass Dividenden auf Kosten von Kursgewinnen gehen. Beweisstück A illustriert Ergebnisse dazu, wie wahrscheinlich es ist, dass Kunden eines US-Discount-Brokers ihre Positionen verkaufen, je nachdem ob die Position mit oder ohne Dividenden im Plus oder Minus ist. Beweisstück B illustriert Ergebnisse dazu, wie Aktienanalysten ihre Kursvorhersagen (nicht) an Dividenden anpassen.

Beweisstück A: Dividenden und der Dispositionseffekt:

Position A (mit und ohne Dividenden im Plus)	Position B (mit und ohne Dividenden im Minus)	Position C (mit Dividenden im Plus, ohne im Minus)
Kaufkurs: 50 Euro Dividenden: 0 Euro Aktueller Kurs: 55 Euro Kursgewinn: +10% Gesamtrendite: +10%	Kaufkurs: 50 Euro Dividenden: 0 Euro Aktueller Kurs: 45 Euro Kursgewinn: -10% Gesamtrendite: -10%	Kaufkurs: 50 Euro Dividenden: 10 Euro Aktueller Kurs: 45 Euro Kursgewinn: -10% Gesamtrendite: +10%
Verkaufswahrscheinlichkeit: 23%	Verkaufswahrscheinlichkeit: 10%	Verkaufswahrscheinlichkeit: 12%

Beweisstück B: Dividenden und die Kursvorhersagen von Aktienanalysten:

Aktie	Aktueller Kurs	Vorhergesagte Gesamtrendite	Dividende	Korrektes Kursziel	Free-Dividend-Fallacy Kursziel
Alpha	100 Euro	10%	1 Euro	109 Euro	110 Euro
Beta	100 Euro	10%	4 Euro	106 Euro	110 Euro

Quelle: Eigene Beispiele auf Basis von Hartzmark und Solomon (2019)

Die untere Hälfte der Abbildung illustriert Beweisstück B für die Free-Dividend-Fallacy. Hierin untersuchen Hartzmark und Solomon (2019), inwiefern Aktienanalysten ihre Kursvorhersagen an Dividendenzahlungen anpassen. Wir haben in Kapitel 2 gelernt, dass Kursgewinne und Dividenden austauschbar sind. D.h., gegeben, dass Analysten eine Erwartung an die Gesamtperformance einer Aktie haben, müssen sie das Kursziel daran anpassen, wie viele Dividenden die Aktie zahlt. In unserem Beispiel notieren zwei Aktien, Alpha und Beta, beide bei 100 Euro. Der Analyst erwartet für beide Aktien eine Gesamttrendite von 10%. Dabei zahlt Aktie Alpha eine Dividende von 1 Euro, Aktie Beta eine Dividende von 4 Euro. Welche Kursziele sollte der Analyst ausgeben, wenn er den Zusammenhang zwischen Kursgewinnen und Dividenden korrekt erfasst? Für Aktie Alpha sollte er ein Kursziel von 109 Euro ausgeben (= 110 Euro Gesamtwert minus 1 Euro Dividende). Für Aktie Beta sollte er ein Kursziel von 106 Euro ausgeben (= 110 Euro Gesamtwert minus 4 Euro Dividende).

Wenn unser Analyst seine Kursziele jedoch so setzt, wie es die Analysten tun, die Hartzmark und Solomon (2019) untersucht haben, dann setzt der Analyst fälschlicherweise für beide Aktien ein Kursziel von 110 Euro. Hartzmark und Solomon (2019) finden nämlich, dass die Überschätzung in den Kursvorhersagen von Analysten eins zu eins mit den Dividenden wächst, die eine Aktie zahlt. Somit scheinen nicht nur Privatanleger, sondern auch Finanzmarktprofis der Free-Dividend-Fallacy zu unterliegen.

Der dritte Erklärungsansatz für niedrige Reinvestmentrate von Dividenden wird von Kaustia und Rantapuska (2012) angeführt. Dabei greifen die Autoren auf den sogenannten "Default-Choice-Bias" zurück.

Der Default-Choice-Bias beschreibt die Tendenz, in Entscheidungssituationen die vorgegebene Standard-Option (d.h., den Default) zu wählen bzw. dem Weg des geringsten Widerstands zu folgen.

Mit dem Bias erklären beispielsweise Eric Johnson und Daniel Goldstein (2003), warum der Anteil an potenziellen Organspendern in Österreich bei 99,98% liegt, während er in Deutschland bei lediglich 12% liegt. Der entscheidende Unterschied ist, dass in Österreich jede Person per Default Organspender ist und der Organspende ansonsten aktiv widersprechen muss. Dahingegen sind Personen in Deutschland per Default kein Organspender, sondern müssen sich aktiv dafür entscheiden.

Kaustia und Rantapuska (2012) erklären mit dem Default-Choice-Bias, warum Investoren zwar auf der einen Seite selbstständig keine Kursgewinne realisieren, aber auf der anderen Seite dennoch vom Unternehmen Kursgewinne realisieren lassen (dadurch, dass das Unternehmen eine Dividende zahlt, die von den Investoren nicht reinvestiert wird). Bei der Entscheidung, selbstständig Kursgewinne zu realisieren oder nicht, ist der Default, die Kursgewinne nicht zu realisieren, denn die Realisierung würde aktives Handeln erfordern. Bei der Entscheidung, die vom Unternehmen realisierten Kursgewinne (d.h., die Dividende) als solche hinzunehmen oder sie zu reinvestieren, ist der Default, die Dividende als solche hinzunehmen, denn das Reinvestment würde aktives Handeln erfordern.

Evidenz dafür, dass derartige Verhaltensmuster eine wichtige Rolle für das Reinvestmentverhalten spielen, liefern Ming Dong, Chris Robinson, und Chris Vled (2005). Die Autoren nutzen ein niederländisches Haushaltspanel, um Anleger nach den Gründen zu fragen, warum sie Dividenden haben möchten. Als zentraler Punkt wird genannt, dass sich durch den Erhalt von Dividenden die Transaktionskosten des Aktienverkaufs sparen lassen. Passend zu einem "Default des Nichtstuns" gibt zudem ein signifikanter Anteil von 39% der Umfrageteilnehmer an, dass sie Dividenden einfach auf dem Konto liegen lassen, statt sie zu reinvestieren oder auszugeben.

3.3 Unterstützung im Umgang mit Dividenden

Psychologische Fallstricke, Missverständnisse, Gemütlichkeit: Dass Investoren ihre Dividenden oftmals eher ausgeben oder auf dem Konto liegen lassen, anstatt sie zu reinvestieren, hat vielfältige Gründe. In diesem Abschnitt wollen wir drei Strategien präsentieren, mit denen Anleger trotzdem hohe Reinvestmentraten erreichen können.

Die erste, besonders simple, aber effektive, Strategie besteht darin, in ein thesaurierendes Finanzprodukt zu investieren. Bei Fonds und ETFs gibt es beispielsweise oftmals das gleiche Produkt in einer ausschüttenden Variante und in einer thesaurierenden Variante.

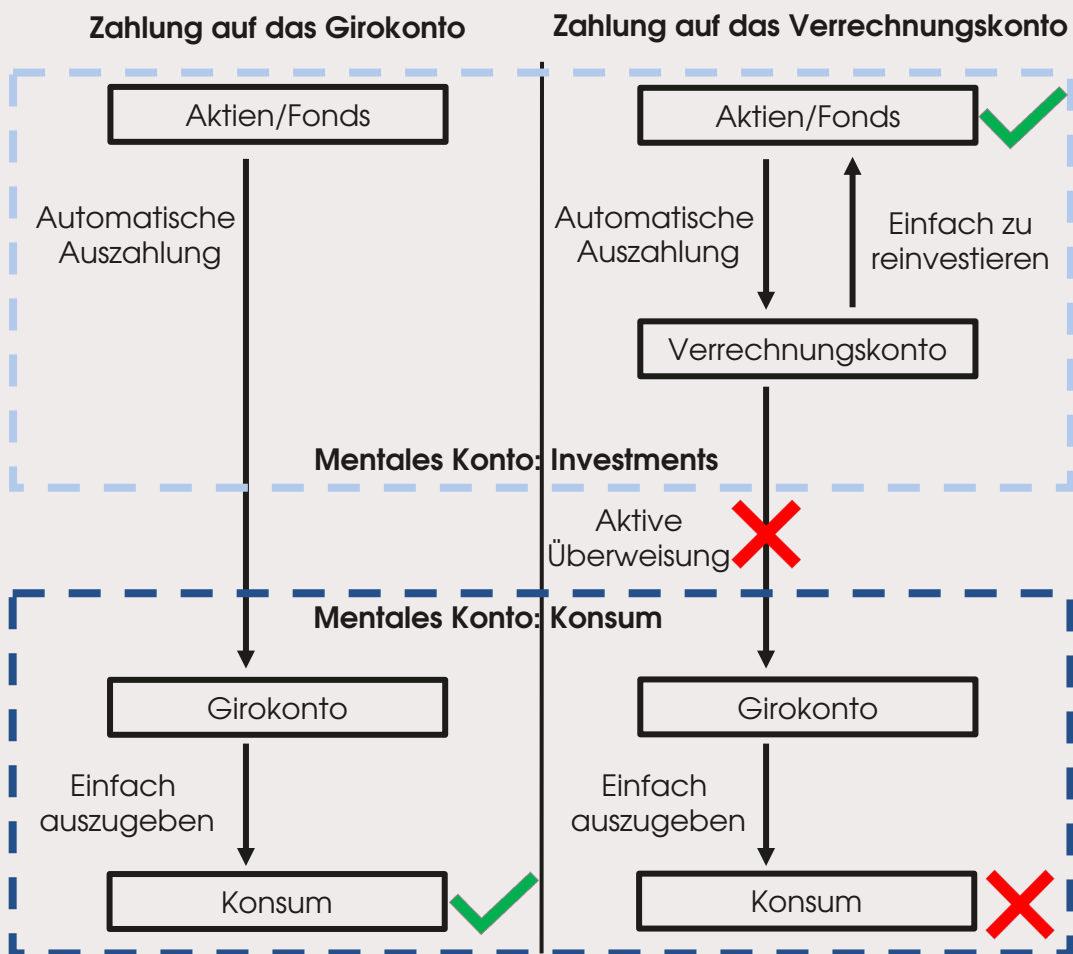
Ein thesaurierender Fonds/ETF reinvestiert automatisch alle Dividenden (und sonstigen Erträge). So können Anleger einfach ihre Füße hochlegen und vom Zinseszinsseffekt profitieren.

Dadurch, dass Anleger bei einer thesaurierenden Anlage niemals mit Dividenden in Kontakt kommen, besteht weder die Versuchung, Dividenden zu konsumieren, noch können die Anleger das Reinvestment verpassen, weil das Reinvestment ein Verständnis von Dividenden und ein aktives Handeln erfordern würde.

Die zweite Strategie, um Wiederanlagen von Dividenden zu fördern, geht auf ein aktuelles Arbeitspapier von Jan Müller-Dethard, Niklas Reinhardt, und Martin Weber (2024) zurück. Die Autoren zeigen, dass es einen großen Unterschied für die Verwendung von Dividenden macht, auf welches Konto die Dividenden ausgezahlt werden. Dieser Unterschied wird in Abbildung 6 auf der nächsten Seite illustriert.

Abbildung 6: Dividenden und Kontenstrukturen

Abbildung 6 illustriert, wie Kontenstrukturen die Verwendung von Dividenden beeinflussen können. Auf der linken Hälfte werden Dividenden auf das Girokonto ausgezahlt, auf der rechten Hälfte werden Dividenden auf das Verrechnungskonto ausgezahlt.



In der linken Hälfte der Abbildung werden Dividenden auf ein Girokonto ausgezahlt. Auf dem Girokonto gehen die Dividenden zwischen den vielen anderen Kontobewegungen oft unter. Im Mix mit anderen Einnahmen und Ausgaben werden die Ausschüttungen in das mentale Konto für Ausgaben und Konsum absorbiert. Zusätzlich legt auch der Default-Choice-Bias nahe, dass die Dividenden vom Girokonto aus über kurz oder lang verkonsumiert werden.

In der rechten Hälfte der Abbildung werden Dividenden auf ein Verrechnungskonto ausgezahlt. Das Verrechnungskonto ist Teil des Depots und dient als Bindeglied zwischen Girokonto und Wertpapieren: Auf der einen Seite müssen Anleger Geld vom Girokonto auf das Verrechnungskonto überweisen, um Wertpapiere zu kaufen. Auf der anderen Seite werden Anlageerträge (wie Dividenden und die Erlöse von Aktienverkäufen) auf das Verrechnungskonto gutgeschrieben und müssen von dort aus erst einmal auf das Girokonto überwiesen werden, bevor Anleger die Erträge ausgeben können. Denn in der Regel kann das Verrechnungskonto selbst nicht für den regulären Zahlungsverkehr genutzt werden.

Daher argumentieren Müller-Dethard, Reinhardt, und Weber (2024), dass Dividenden, die auf ein Verrechnungskonto ausgezahlt werden, auf dem mentalen Konto für Investments verbleiben und somit häufiger reinvestiert werden.

Zudem würden Dividenden vom Verrechnungskonto aus auch per Default reinvestiert werden, z.B., wenn Anleger ohnehin eine Aktie kaufen und mit dem Geld vom Verrechnungskonto einfach die Order vergrößern.

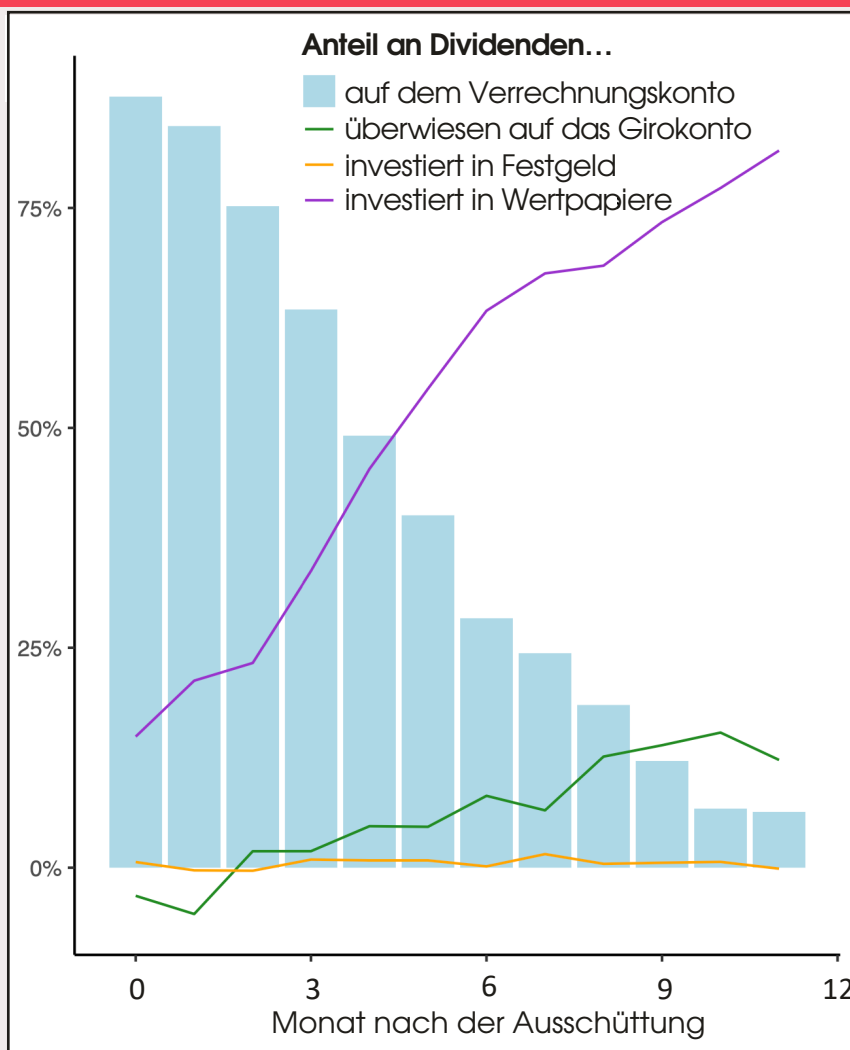
Um diesen Mechanismus zu überprüfen, untersuchen Müller-Dethard, Reinhardt, und Weber (2024) das Handelsverhalten von Kunden einer der größten deutschen Banken, bei der Dividenden auf das Verrechnungskonto ausgezahlt werden. Die Ergebnisse sind in Abbildung 7 auf der nächsten Seite dargestellt. Die Autoren finden, dass im Monat der Dividendenzahlung 85% der Dividenden auf dem Verrechnungskonto verbleiben und 15% reinvestiert werden. Anleger unterliegen also größtenteils dem "Default des Nichtstuns". Über das Jahr nach der Dividendenzahlung hinweg werden die Dividenden vom Verrechnungskonto nach und nach für Investments verwendet, sodass nach einem Jahr noch 9% der Dividenden auf dem Verrechnungskonto liegen, während 80% reinvestiert sind. Daneben werden lediglich 11% der Dividenden auf das Girokonto überwiesen, mit der Möglichkeit verkonsumiert zu werden. In weiteren Analysen finden die Autoren, dass viele Reinvestments dann stattfinden, wenn Investoren ohnehin handeln. Häufig werden Dividenden zudem genutzt, um Ordergrößen zu erhöhen oder Verkäufe zu ersetzen, um Transaktionskosten zu sparen. Reinvestments passieren also oft auf dem Weg des geringsten Widerstands.

Eine dritte Strategie für mehr Reinvestments von Dividenden besteht darin, Anleger darüber aufzuklären, welche Bedeutung Dividenden für das Vermögen haben, insbesondere, dass Dividenden sie nicht reicher machen und dass es einen großen negativen Effekt auf das Vermögen haben kann, wenn man es verpasst, Dividenden wiederanzulegen.

Erste Forschungsergebnisse aus einem Arbeitspapier von Andreas Hackethal, Tobin Hanspal, Samuel Hartzmark, und Konstantin Bräuer (2024) sprechen dafür, dass gezielte Aufklärungsmaßnahmen einen Effekt auf das Verhalten von Anlegern haben können. Die Autoren schickten den Kunden einer Bank eine E-Mail, in der die Autoren erklärten, welchen Effekt Dividendenzahlungen und deren Reinvestment auf das Vermögen haben können. Mit Hilfe von Depotdaten beobachteten die Autoren den Umgang der Teilnehmer mit Dividenden im Zeitraum vor und nach der Intervention. Dabei stellt sich heraus, dass die durchschnittliche Reinvestmentrate nach der Intervention um bis zu 50 Prozentpunkte stieg. In diesem Sinne hoffen wir, dass die Leser dieses Bandes sich ebenfalls gut gerüstet fühlen, informierte Entscheidungen im Umgang mit Dividenden zu tätigen.

Abbildung 7: Verzögerte Reinvestments vom Verrechnungskonto

Abbildung 7 illustriert die Anteile an Dividenden, die bis zu einem gegebenen Monat nach der Ausschüttung a) auf dem Verrechnungskonto geblieben sind, b) auf das Girokonto überwiesen wurden, c) in Festgeld investiert wurden, oder d) in Wertpapiere investiert wurden. Hierfür werten Müller-Dethard, Reinhardt, und Weber (2024), die Daten von Kunden von einer der größten deutschen Banken aus.



Quelle: Müller-Dethard, Reinhardt, und Weber (2024)



04

Zusammen- fassung und Ausblick

Unsere wichtigsten Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Dividenden sind fundamental für den Wert einer Aktie. Aber gerade daher sind Dividenden bereits im Kurswert repräsentiert. Wird eine Dividende ausgeschüttet, sinkt der Kurswert der Aktie. Dadurch macht die Ausschüttung die Aktionäre nicht reicher. Die Ausschüttung stellt lediglich einen vermögensneutralen Transfer von Bargeld vom Konto des Unternehmens (repräsentiert im Aktienkurs) auf das Konto der Aktionäre dar.
- Anstatt dass Dividenden das Vermögen vergrößern, bergen sie eher die Gefahr, dass Anleger durch sie langfristige Vermögenszuwächse verpassen. Denn wenn Anleger ihre Dividenden ausgeben oder dauerhaft auf dem Konto liegen lassen, statt sie zu reinvestieren, entgeht ihnen dadurch der Zinseszinsseffekt auf den ausgeschütteten Teil ihrer Gesamtrendite. Obwohl es sich bei einzelnen Dividendenzahlungen oftmals um verhältnismäßig kleine Beträge handelt, hat es historisch betrachtet einen enormen Unterschied für den langfristigen Vermögenszuwachs gemacht, ob Anleger Dividenden wiederangelegt haben oder nicht.
- Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass viele Anleger es verpassen, Dividenden wiederanzulegen. Stattdessen tendiert ein großer Teil der Anleger dazu, Ausschüttungen zu konsumieren. Bisherige Studien liefern für dieses Verhalten drei mögliche Erklärungsansätze. Erstens beschränken sich manche Investoren bewusst darauf, Dividenden zu konsumieren, damit sie nicht in Versuchung kommen, aus kurzfristiger Konsumfreude heraus ihre Wertpapiere zu liquidieren. Zweitens verstehen manche Investoren den Zusammenhang zwischen Dividenden und Kursgewinnen nicht und glauben irrtümlich, dass Ausschüttungen sie reicher machen. Drittens verpassen es manche Investoren einfach aufgrund eines "Defaults des Nichtstuns", Dividenden zu reinvestieren.

- Damit Anleger höhere Reinvestmentraten erreichen können, bieten sich drei Strategien an: Erstens scheint es Reinvestmentraten zu erhöhen, wenn Anleger sich bewusst sind, dass Dividenden keinen Zuwachs an Vermögen bedeuten, dass aber die Verwendung von Dividenden das Vermögen stark beeinflussen kann. Zweitens scheint es Reinvestmentraten zu erhöhen, wenn Dividenden auf ein Verrechnungskonto (statt auf ein Girokonto) gezahlt werden, von dem aus Dividenden über kurz oder lang indirekt "mitinvestiert" (statt "mitkonsumiert") werden. Drittens können Anleger auf Anlageformen zurückgreifen, die automatisch alle Erträge wiederanlegen, wie zum Beispiel thesaurierende Fonds und ETFs.

Literatur

Baker, M., Nagel, S., Wurgler, J., 2007. The effect of dividends on consumption. *Brookings Papers on Economic Activity* 38, 231–291.

Bräuer, K., Hackethal, A., Hanspal, T., 2022. Consuming dividends. *Review of Financial Studies* 35, 4802–4857.

Daniel, K., Garlappi, L., Xiao, K., 2021. Monetary policy and reaching for income. *Journal of Finance* 76, 1145–1193.

Di Maggio, M., Kermani, A., Majlesi, K., 2020. Stock market returns and consumption. *Journal of Finance* 75, 3175–3219.

Dong, M., Robinson, C., Veld, C., 2005. Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance* 12, 121–158.

Gordon, M. J., 1959. Dividends, earnings and stock prices. *Review of Economics and Statistics* 41, 99–105.

Farre-Mensa, J., Michaely, R., and Schmalz, M., 2014. Payout policy. *Annual Review of Financial Economics* 6, 75–134.

- Graham, J. R., Kumar, A., 2006. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *Journal of Finance* 61, 1305–1336.
- Hackethal, A., Hanspal, T., Hartzmark, S. M., Bräuer, K., 2024. Educating investors about dividends, Arbeitspapier.
- Hartzmark, S. M., Solomon, D. H., 2019. The dividend disconnect. *Journal of Finance* 74, 2153–2199.
- Hartzmark, S. M., Solomon, D. H., 2022. Reconsidering returns. *Review of Financial Studies* 35, 343–393.
- Johnson, E. J., Goldstein, D., 2003. Do defaults save lives? *Science* 302, 1338–1339.
- Kaustia, M., Rantapuska, E., 2012. Rational and behavioral motives to trade: Evidence from reinvestment of dividends and tender offer proceeds. *Journal of Banking & Finance* 36, 2366–2378.
- Miller, M. H., Modigliani, F., 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, 411–433.
- Müller-Dethard, J., Reinhardt, N., Weber, M., 2024. Reinvesting or consuming dividends – Account structure matters, Arbeitspapier.
- Shefrin, H. M., Statman, M., 1984. Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics* 13, 253–282.
- Shefrin, H., Statman, M., 1985. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *Journal of Finance* 40, 777–790.
- Thaler, R., 1980. Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization* 1, 39–60.
- Williams, J. B., 1938. *The theory of investment value*. Harvard University Press.

Wir über uns

Der Behavioral Finance e.V.

Die Forschungsrichtung der Behavioral Finance greift Erkenntnisse aus der Psychologie auf, um das Anlegerverhalten und andere Phänomene an den Kapitalmärkten zu erklären. Der Behavioral Finance e.V. hat es sich neben der Forschung zur Aufgabe gemacht die finanzielle Entscheidungskompetenz in Deutschland zu erhöhen. Da die Sprache der Wissenschaft oftmals nicht einfach zu verstehen ist, möchten wir Ihnen die Kernaussagen und die neuesten und wichtigsten Erkenntnisse aus der Wissenschaft näherbringen. Dabei sollen insbesondere die Implikationen und Chancen für die Praxis, die sich aus diesen Forschungsergebnissen ergeben, herausgearbeitet und betont werden

Autor dieses Bandes

Niklas Reinhardt, M.Sc.



Niklas Reinhardt studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität Mannheim und ist derzeit Doktorand und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Quantitative Betriebs- und Volkswirtschaftliche Forschung (QBER) der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel. In seiner Forschung beschäftigt er sich primär mit dem Anlageverhalten von Privathaushalten und untersucht zum Beispiel, wie diese mit Dividendenzahlungen umgehen.

Change Log

Datum

Änderung

11/2024

Erste veröffentlichte Fassung