

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
Symbolverzeichnis	XXI

A.	Grundlegung	1
1.	Einleitung	1
2.	Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit	2
3.	Gang der Untersuchung	3
4.	Begriffsabgrenzung	5
4.1.	Liquidität	5
4.1.1.	Zahlungsfähigkeitsorientierter Liquiditätsbegriff	5
4.1.2.	Geldnäheorientierter Liquiditätsbegriff	7
4.1.3.	Makroökonomischer Liquiditätsbegriff	8
4.1.4.	Operationalisierung von Liquidität	9
4.1.5.	Zusammenfassung	12
4.2.	Liquiditätshaltung	13
4.3.	Unternehmenswert	14
5.	Schnittstellenfunktion von Liquiditätshaltung	16
B.	Erklärungsansätze für Liquiditätshaltung in Unternehmen	20
1.	Beurteilung von Liquiditätshaltung auf vollkommenen Kapitalmärkten	20
2.	Einfluss von Steuern auf die Liquiditätshaltung	24
2.1.	Einführung in das deutsche Steuersystem	24
2.2.	Vorteilhaftigkeit von Liquiditätshaltung im deutschen Steuersystem	26
2.3.	Begünstigung von rückstellungsbedingten Kapitalanlagen	33
2.4.	Reduktion der Steuerlast	35

3.	Einfluss von Transaktionskosten auf die Liquiditätshaltung	40
3.1.	Einführung in die Transaktionskostentheorie	40
3.2.	Direkte Kosten der Außenfinanzierung	42
3.3.	Faktorspezifität von Vermögensgegenständen	44
3.3.1.	Opportunitätskosten unspezifischer (liquider) Aktiva	44
3.3.2.	Kosten der Wiederverwendung spezifischer (illiquider) Aktiva	51
3.4.	Insolvenzkosten	54
3.4.1.	Direkte Insolvenzkosten	55
3.4.2.	Indirekte Insolvenzkosten	56
3.4.3.	Reduktion von Insolvenzkosten	58
4.	Einfluss von Informationsineffizienzen auf die Liquiditätshaltung	60
4.1.	Einführung in die Theorie der Informationseffizienz	60
4.2.	Qualitätsunsicherheit bei der externen Eigenfinanzierung	62
4.3.	Kreditrationierung	70
4.3.1.	Adverse Selection bei der Kreditfinanzierung	71
4.3.2.	Adverse Incentive bei der Kreditfinanzierung	72
4.4.	Offenlegungskosten wettbewerbsrelevanter Informationen	73
4.5.	Informationsvorteile interner Kapitalmärkte	75
4.6.	Reduktion informationsbedingter Unterinvestitionskosten	78
5.	Einfluss von unvollkommener Konkurrenz auf Produktmärkten auf die Liquiditätshaltung	80
5.1.	Einführung in die Theorie unvollkommener Konkurrenz auf Produktmärkten	80
5.2.	Strategische Flexibilität	81
5.3.	Signal für Vergeltungsmaßnahmen	85
6.	Einfluss von Agency-Problemen auf die Liquiditätshaltung	91
6.1.	Einführung in die Agency-Theorie	91
6.2.	Interessenkonflikte zwischen Eigentümern und Management	95
6.2.1.	Verringerung externer Unternehmenskontrolle	96
6.2.2.	Realisierung ineffizienter Investitionsprogramme	102
6.2.3.	Reduktion managementspezifischer Risiken	108
6.3.	Interessenkonflikte zwischen Eigentümern und Gläubigern	112
7.	Zusammenfassung	116

C.	Zusammenhang von Liquiditätshaltung und Unternehmenswert	123
1.	Theorien der optimalen Liquiditätshaltung	123
1.1.	Tradeoff-Theorie der Liquiditätshaltung	124
1.2.	Pecking-Order-Theorie als Extremfall der Tradeoff-Theorie	128
1.3.	Implikationen für den Unternehmenswert	131
2.	Modelle zur Bestimmung der optimalen Liquiditätshaltung	133
2.1.	Traditionelle Kassenhaltungsmodelle	133
2.1.1.	Das Modell von Baumol	135
2.1.2.	Das Modell von Miller/Orr	136
2.2.	Dynamische Optimierung nach Kim/Mauer/Sherman	138
2.3.	Empirische Ergebnisse zur Liquiditätshaltung von Unternehmen	142
3.	Liquiditätshaltung in der Unternehmensbewertung	145
3.1.	Standardmodell der Unternehmensbewertung	145
3.2.	Realoptionsansatz von Cossin/Hricko	147
4.	Zusammenfassung	152
D.	Empirische Analyse der Liquiditätshaltung deutscher Unternehmen	153
1.	Grundkonzeption der empirischen Analyse	153
1.1.	Zielsetzung	153
1.2.	Vorgehensweise	154
1.3.	Datenbasis und Zusammensetzung der Stichprobe	155
1.4.	Definition der verwendeten Variablen	158
1.4.1.	Variablen zur Beschreibung der Liquiditätshaltung	159
1.4.2.	Variablen zur Beschreibung von Firmencharakteristika	161
2.	Deskriptive Statistiken zur Liquiditätshaltung deutscher Unternehmen	168
2.1.	Statistiken für den gesamten Betrachtungszeitraum	168
2.2.	Statistiken zur Entwicklung im Zeitablauf	174
3.	Zeitreihenanalysen zur firmenspezifischen Liquiditätshaltung	177
3.1.	Autoregression zur Identifikation firmenspezifischer Liquiditätsziele	177
3.2.	Regressionen zur Erklärung der firmenspezifischen Varianz der Liquiditätshaltung im Zeitablauf	179

4.	Tests zu den Determinanten der Liquiditätshaltung	185
4.1.	Bivariate Korrelationen zwischen den Untersuchungsvariablen	185
4.2.	Univariate Analyse zum Zusammenhang von Liquiditätshaltung und Firmencharakteristika	188
4.3.	Hypothesen zu den Determinanten von Liquiditätshaltung	190
4.4.	Regressionsanalysen zu den Determinanten von Liquiditätshaltung	198
4.4.1.	Modellspezifikationen	198
4.4.2.	Ergebnisse und Diskussion	204
4.5.	Identifikation von Unternehmen mit außergewöhnlich hoher und niedriger Liquiditätshaltung	231
5.	Analyse von Unternehmen mit exzessiver Liquiditätshaltung	234
5.1.	Überblick über bisherige Studien zu exzessiver Liquiditätshaltung	234
5.2.	Deskriptive Statistik zu den Auswirkungen einer Prognoseabweichung der Liquiditätshaltung auf Firmencharakteristika	237
5.3.	Auswirkungen einer erstmaligen exzessiven Liquiditätshaltung auf operative Performance sowie Investitions- und Dividendenpolitik	243
5.4.	Analyse der Dauerhaftigkeit positiv exzessiver Liquiditätshaltung	244
5.5.	Verwendung positiv exzessiver Liquiditätshaltung	245
5.6.	Auswirkungen einer dauerhaft exzessiven Liquiditätshaltung auf die operative Performance	246
6.	Zusammenfassung	255
E.	Schlussbetrachtung	257
	Anhang	261
	Literaturverzeichnis	268

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Schnittstellenfunktion von Liquiditätshaltung	18
Abbildung 2: Fallunterscheidungen bei der Vorteilhaftigkeitsprüfung der Liquiditätshaltung im deutschen Steuersystem	28
Abbildung 3: Vergleich der Werte der Liquiditätshaltung bei unterschiedlichen Steuersatzkonstellationen	32
Abbildung 4: Typischer Verlauf der Transaktionskosten bei der Außenfinanzierung	43
Abbildung 5: Modellstruktur und Informationsstände nach Myers/Majluf	63
Abbildung 6: Entscheidung über Kapitalerhöhung und Investition	65
Abbildung 7: Payoff-Funktionen beim Markteintrittsspiel mit Vergeltungsmaßnahmen	87
Abbildung 8: Erklärungsansätze für Liquiditätshaltung und deren Determinanten (I+II)	121
Abbildung 9: Tradeoff-Theorie der Liquiditätshaltung	124
Abbildung 10: Abwägung marginaler Vor- und Nachteile der Liquiditätshaltung in Kassenhaltungsmodellen	135
Abbildung 11: Ziele und Vorgehensweise der empirischen Analyse	155
Abbildung 12: Entwicklung der Mediane der Variablen der Liquiditätshaltung von 1987 bis 2001	174
Abbildung 13: Standardabweichung der Variablen der Liquiditätshaltung von 1987 bis 2001	175
Abbildung 14: Variablen der Liquiditätshaltung und Tobin's Q sowie Zinssätze von 1987 bis 2001	176
Abbildung 15: Dichtefunktion der Betakoeffizienten der Autoregression	178

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Vor- und Nachteile der Liquiditätshaltung nach der Tradeoff-Theorie	126
Tabelle 2:	Selektionskriterien und Herleitung der Stichprobe	157
Tabelle 3:	Aufteilung der Stichprobe auf einzelne Branchen	158
Tabelle 4:	Deskriptive Statistik für den gesamten Betrachtungszeitraum (alle Indizes)	169
Tabelle 5:	Deskriptive Statistik für den gesamten Betrachtungszeitraum (ohne NEMAX)	171
Tabelle 6:	Deskriptive Statistik für den gesamten Betrachtungszeitraum (nach Indexzugehörigkeit)	173
Tabelle 7:	Regressionen zu den Zielwerten von Liquiditätshaltung	182
Tabelle 8:	Pearson-Korrelationsmatrix	187
Tabelle 9:	Univariate Analyse zum Vergleich von hoher und niedriger Liquiditätshaltung	189
Tabelle 10:	Ergebnisse zu Regressionsmodell R1	205
Tabelle 11:	Ergebnisse zu Regressionsmodell R2	207
Tabelle 12:	Ergebnisse zu Regressionsmodell R3	209
Tabelle 13:	Ergebnisse zu Regressionsmodell R4	212
Tabelle 14:	Ergebnisse zu Regressionsmodell R4 für die Aufteilung der Liquiditätshaltung	213
Tabelle 15:	Regressionen zum Einfluss der Fristigkeitsstruktur des Fremdkapitals	216
Tabelle 16:	Regression zu Managementbeteiligung und Liquiditätshaltung	222
Tabelle 17:	Regression zum Einfluss von Agency Costs of Managerial Discretion	225
Tabelle 18:	Regressionen zum Einfluss der Korrelation von Cash flow und Investitionsmöglichkeiten	228
Tabelle 19:	Empirische Validierung der Hypothesen zur Höhe der Liquiditätshaltung	230
Tabelle 20:	Deskriptive Statistik für Firmenjahre mit außergewöhnlich hoher bzw. niedriger Liquiditätshaltung	233
Tabelle 21:	Aufteilung der Prognoseabweichung in Quartile	238
Tabelle 22:	Auswirkungen einer Prognoseabweichung in t-1 auf Firmencharakteristika in t	240

Tabelle 23:	Auswirkungen einer erstmaligen besonders exzessiven Liquiditätshaltung im Zeitablauf	244
Tabelle 24:	Dauerhaftigkeit positiv exzessiver Liquiditätshaltung	245
Tabelle 25:	Verwendung positiv exzessiver Liquiditätshaltung	246
Tabelle 26:	Operative Performance von Unternehmen mit dauerhaft exzessiver Liquiditätshaltung	248
Tabelle 27:	Vergleichsanalyse zu Unternehmen mit dauerhaft exzessiver Liquiditätshaltung (I+II)	250