

Frank Schwenold

Finanzierungsentscheidungen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften

Eine Cash Flow
orientierte Logit-Analyse



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

INHALTSVERZEICHNIS

Geleitwort.....	V
Vorwort.....	VE
Abbildungsverzeichnis.....	XV
Tabellenverzeichnis.....	XVII
Symbolverzeichnis.....	XIX
Abkürzungs	Verzeichnis.....XXI

1. EINLEITUNG.....	1
1.1 PROBLEMSTELLUNG.....	1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG.....	6
2. ÜBERBLICK THEORETISCHER ERKLÄRUNGSANSÄTZE FÜR DAS FINANZIERUNGSVERHALTEN VON UNTERNEHMEN.....	9
2.1 ANSÄTZE DER NEOKLASSISCHEN FINANZIERUNGSTHEORIE.....	9
2.1.1 <i>Irrelevanz der Kapitalstruktur nach Modigliani/Miller (1958)</i>	9
2.1.2 <i>Berücksichtigung von Steuern und Insolvenzkosten</i>	11
2.1.2.1 Kapitalstrukturoptimum nach der „static tradeoff“-Theorie.....	11
2.1.2.2 Irrelevanz der Kapitalstruktur nach Miller (1977) - Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsgleichgewicht.....	13
2.1.2.3 Kapitalstrukturoptimum nach DeAngelo/Masulis (1980) - Bedeutung der Grenzsteuerrate.....	15
2.1.2.4 Implikationen vor dem Hintergrund des deutschen Steuersystems.....	18
2.2 ANSÄTZE DERNEOINSTITUTIONALISTISCHEN FINANZIERUNGSTHEORIE.....	21
2.2.1 <i>Informationsasymmetrien über den wahren Unternehmenswert</i>	22
2.2.1.1 Auswirkungen auf die Wahl der Finanzierungsform.....	22
2.2.1.1.1 „Pecking Order“-Theorie nach Myers/Majluf (1984).....	23
2.2.1.1.2 Erweiterung für Bezugsrechtsemissionen nach Eckbo/Masulis (1992)....	27
2.2.1.1.3 Bedeutung von Investitionsqualität und Ausmaß der Informationsasymmetrie.....	29
2.2.1.1.3.1 Signalgehalt von Aktienemissionen für die Investitionsqualität nach Cooney/Kalay (1993).....	29
2.2.1.1.3.2 Differenzierung von Investitionsqualität und Informationsasymmetrie nach Fazzari/Hubbard/Petersen (1988)....	31
2.2.1.2 Auswirkungen auf die Wahl des Finanzierungszeitpunkts.....	35
2.2.1.2.1 Modell von Lucas/McDonald (1990).....	35
2.2.1.2.2 Implikationen für die Aktienkursentwicklung im Zeitraum vor Eigenkapitalemissionen.....	38

2.2.1.2.3	Berücksichtigung von zeitlichen Variationen im Ausmaß der Informationsasymmetrie.....	40
2.2.2	<i>Prinzipal-Agenten-Konflikte zwischen Management und Anteilseignern</i>	43
2.2.2.1	„Managerial Consumption“-Ansatz nach Jensen/Meckling (1976).....	43
2.2.2.2	Problematik von Überinvestitionen und Disziplinierung des Management	45
2.2.2.2.1	„Free Cash Flow“-Hypothese nach Jensen (1986).....	45
2.2.2.2.2	Mechanismen zur Konfliktlösung - Dizplinierungseffekte von Dividenden und Fremdkapitalaufnahmen.....	47
2.2.2.2.3	Unterinvestitions-Hypothese nach Stulz (1990).....	49
2.2.2.3	Dynamische Betrachtung der Disziplinierungseffekte von Finanzierungsmaßnahmen und alternativen Kontrollmechanismen.....	50
2.2.2.3.1	Modell von Zwiebel (1996).....	50
2.2.2.3.2	Konfliktlösung durch Kontrollaktivitäten der Anteilseigner.....	52
3.	KONZEPTION UND ERGEBNISSE VORLIEGENDER EMPIRISCHER UNTERSUCHUNGEN ÜBER DIE BESTIMMUNGSGRÜNDE VON FINANZIERUNGSENTSCHEIDUNGEN	55
3.1	GRUNDLEGENDER AUFBAU UND SYSTEMATISIERUNG VORLEGENDER UNTERSUCHUNGEN ...	5 5
3.2	DICHOTOME UNTERSUCHUNGEN - ENTSCHEIDUNG ZWISCHEN ZWEI ALTERNATIVEN DER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG	57
3.2.1	<i>Entscheidung zwischen interner und externer Finanzierung</i>	57
3.2.2	<i>Entscheidung zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung</i>	60
3.2.2.1	Untersuchungen ohne Berücksichtigung der „optimalen Kapitalstruktur“.....	60
3.2.2.1.1	Taub (1975).....	64
3.2.2.1.2	Martin/Scott (1974).....	65
3.2.2.1.3	Jung/Kim/Stulz(1996).....	67
3.2.2.1.4	MacKie-Mason (1990a).....	70
3.2.2.1.5	Lee/Gentry (1995).....	74
3.2.2.2	Untersuchungen unter Berücksichtigung der „optimalen Kapitalstruktur“.....	76
3.2.2.2.1	Marsh (1982).....	80
3.2.2.2.2	Billingsley/Lamy/Thompson (1988).....	82
3.2.2.2.3	Bayless/Chaplinsky(1991).....	84
3.2.2.2.4	Opler/Titman (1996).....	87
3.2.2.2.5	DeJong/Veld(1998).....	90
3.2.2.3	Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse.....	93
3.3.	POLYTOME UNTERSUCHUNGEN - ENTSCHEIDUNG ZWISCHEN MEHREREN ALTERNATIVEN DER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG	98
3.3.1	<i>Entscheidung zwischen interner Finanzierung und einzelnen Formen der externen Finanzierung</i>	98
3.3.2	<i>Entscheidung zwischen einzelnen Formen der externen Finanzierung</i>	101

3.3.2.1	Baxter/Cragg(1970).....	102
3.3.2.2	Lee/Gentry(1995).....	104
3.3.2.3	Opler/Titman(1996).....	106
3.3.3	<i>Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse.....</i>	<i>108</i>
4.	KONZEPTION, ZIELSETZUNGEN UND DATENGRUNDLAGE DER EIGENEN EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG.....	111
4.1	KONZEPTION UND ZIELSETZUNGEN.....	111
4.1.1	<i>Überblick über die Auswertungsschritte.....</i>	<i>111</i>
4.1.2	<i>Entscheidung zwischen interner und externer Finanzierung.....</i>	<i>114</i>
4.1.3	<i>Entscheidung zwischen Bankkreditaufnahme und Eigenkapitalemission.....</i>	<i>116</i>
4.1.4	<i>Entscheidung zwischen interner Finanzierung, Bankkreditaufnahme und Eigenkapitalemission.....</i>	<i>118</i>
4.2	BESCHREIBUNG DER ANALYSIERTEN FINANZIERUNGSENTSCHEIDUNGEN.....	119
4.2.1	<i>Datengrundlage und Datenanforderungen.....</i>	<i>119</i>
4.2.2	<i>Auswahl der Finanzierungsereignisse.....</i>	<i>121</i>
4.2.3	<i>Zeit- und Branchenstruktur der selektierten Stichproben.....</i>	<i>123</i>
4.2.3.1	Interne und externe Finanzierungsentscheidungen.....	123
4.2.3.2	Interne Finanzierungsentscheidungen, Bankkreditaufnahmen und Eigenkapitalemissionen.....	126
4.3	METHODIK UND ANWENDUNGSVORAUSSETZUNGEN DER STATISTISCHEN VERFAHREN... ..	128
4.3.1	<i>Univariate Auswertungsverfahren.....</i>	<i>128</i>
4.3.1.1	Rechnerische Mittelwertvergleiche.....	129
4.3.1.1.1	t-Tests - paarweise Mittelwertvergleiche.....	129
4.3.1.1.2	F-Test (einfaktorielle Varianzanalyse) und Duncan's Multiple Range-Test - mehrwertige Mittelwertvergleiche.....	131
4.3.1.1.3	Korrelationsanalysen.....	133
4.3.2	<i>Multivariate Auswertungsverfahren.....</i>	<i>134</i>
4.3.2.1	Konzeptionelle Grundlagen.....	134
4.3.2.1.1	Binomiale Logit-Modelle.....	134
4.3.2.1.2	Multinomiale Logit-Modelle.....	136
4.3.2.2	Signifikanzprüfung einzelner Parameter.....	138
4.3.2.3	Beurteilung der Gesamtmodellgüte.....	139
4.3.2.4	Anwendungsvoraussetzungen.....	141
4.4	OPERATIONALISIERUNG DER ERKLÄRUNGSFAKTOREN FÜR DAS FINANZIERUNGSVERHALTEN.....	143
4.4.1	<i>Entscheidung zwischen interner und externer Finanzierung.....</i>	<i>143</i>
4.4.1.1	Finanzbedarf.....	144
4.4.1.2	Liquiditätsveränderung.....	147
4.4.1.3	Ausschüttungsverhalten.....	148

4.4.1.4	Informationsasymmetrien.....	150
4.4.1.5	Unternehmensgröße.....	152
4.4.2	<i>Entscheidung zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung</i>	153
4.4.2.1	Untermehmensverschuldung.....	153
4.4.2.2	Steuerbelastung.....	155
4.4.2.3	Ausschüttungsverhalten.....	156
4.4.2.4	Qualität der Investitionsmöglichkeiten.....	157
4.4.2.5	Kontrolleinfluß der Anteilseigner.....	158
4.4.2.6	Entwicklung der Aktienrendite.....	162
4.4.2.7	Unternehmensgröße.....	163
5.	ERGEBNISSE DER EIGENEN EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG.....	165
5.1	ENTSCHEIDUNG ZWISCHEN INTERNER UND EXTERNER FINANZIERUNG.....	165
5.1.1	<i>Univariate Kennzahlenanalyse - Häufigkeitsverteilungen.....</i>	<i>165</i>
5.1.1.1	Finanzbedarf.....	166
5.1.1.2	Liquiditätsveränderung.....	168
5.1.1.3	Ausschüttungsverhalten.....	169
5.1.1.4	Umsatzentwicklung.....	170
5.1.1.5	Unternehmensgröße.....	171
5.1.1.6	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	172
5.1.2	<i>Multivariate Analyse von internen und externen Finanzierungen —</i> <i>Binomiale Logit-Modelle.....</i>	<i>173</i>
5.1.2.1	Auswahl der erklärenden Variablen - Bivariate Korrelationsanalysen.....	173
5.1.2.2	Struktur der Modellgleichungen und prognostizierte Einflußrichtung der Parameter.....	176
5.1.2.3	Ergebnisse der Parameterschätzungen.....	177
5.1.2.4	Beurteilung der Gesamtmodellgüte.....	180
5.1.2.5	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	184
5.2	ENTSCHEIDUNG ZWISCHEN FREMD- UND EIGENKAPITALFINANZIERUNG.....	184
5.2.1	<i>Univariate Kennzahlenanalyse - Häufigkeitsverteilungen.....</i>	<i>185</i>
5.2.1.1	Untermehmensverschuldung.....	186
5.2.1.2	Steuerbelastung.....	189
5.2.1.3	Ausschüttungsverhalten.....	190
5.2.1.4	Qualität der Investitionsmöglichkeiten.....	191
5.2.1.5	Entwicklung der Aktienrendite.....	192
5.2.1.6	Unternehmensgröße.....	194
5.2.1.7	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	195
5.2.2	<i>Multivariate Analyse von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierungen -</i> <i>Binomiale Logit-Modelle.....</i>	<i>196</i>
5.2.2.1	Auswahl der erklärenden Variablen - Bivariate Korrelationsanalysen.....	197

5.2.2.1.1	Korrelationen zwischen metrisch skalierten Variablen.....	197
5.2.2.1.2	Zusammenhang zwischen Untemehmensgröße und Aktionärsstruktur...	199
5.2.2.2	Struktur der Modellgleichungen und prognostizierte Einflußrichtung der Parameter.....	201
5.2.2.3	Ergebnisse der Parameterschätzungen.....	203
5.2.2.3.1	Ausgangsmodelle.....	203
5.2.2.3.2	Weiterführende Modellvarianten.....	206
5.2.2.4	Beurteilung der Gesamtmodellgüte.....	210
5.2.2.5	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	212
5.3	ENTSCHEIDUNG ZWISCHEN INTERNER FINANZIERUNG, BANKKREDITAUFNAHME UND EIGENKAPITALEMISSION.....	214
5.3.1	<i>Univariate Kennzahlenanalyse - Häufigkeitsverteilungen.....</i>	214
5.3.1.1	Finanzbedarf.....	215
5.3.1.2	Liquiditätsveränderung.....	217
5.3.1.3	Ausschüttungsverhalten.....	219
5.3.1.4	Untemehmensverschuldung.....	221
5.3.1.4	Steuerbelastung.....	222
5.3.1.5	Kapitalrentabilität.....	224
5.3.1.6	Qualität der Investitionsmöglichkeiten.....	226
5.3.1.7	Entwicklung der Aktienrendite.....	227
5.3.1.8	Untemehmensgröße.....	229
5.3.1.9	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	230
5.3.2	<i>Multivariate Analyse von internen Finanzierungen, Bankkreditaufnahmen und Eigenkapitalemissionen - Multinomiale Logit-Modelle.....</i>	232
5.3.2.1	Auswahl der erklärenden Variablen - Bivariate Korrelationsanalysen.....	233
5.3.2.1.1	Korrelationen zwischen metrisch skalierten Variablen.....	233
5.3.2.1.2	Zusammenhang zwischen Untemehmensgröße und Aktionärsstruktur...	235
5.3.2.2	Struktur der Modellgleichungen und prognostizierte Einflußrichtung der Parameter.....	236
5.3.2.3	Ergebnisse der Parameterschätzungen.....	238
5.3.2.4	Beurteilung der Gesamtmodellgüte.....	243
5.3.2.5	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	246
6.	ZUSAMMENFASSENDE DISKUSSION DER UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE VOR DEM HINTERGRUND DES BISHERIGEN EMPIRISCHEN BEFUNDS.....	249
	Anhangsverzeichnis.....	XXIIH
	Literaturverzeichnis.....	LXXLX