
Überschussliquidität des Käufers als strategischer Faktor bei Unternehmensakquisitionen

Roman Becker

Überschussliquidität des Käufers als strategi- scher Faktor bei Unter- nehmensakquisitionen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Thomas Berndt

 Springer Gabler

Roman Becker
Universität St. Gallen
Institut für Finanzwissenschaft
St. Gallen, Schweiz

Dissertation Universität St. Gallen, Schweiz

ISBN 978-3-658-09678-6 ISBN 978-3-658-09679-3 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-658-09679-3

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2015

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Fachmedien Wiesbaden ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Meinen Eltern und Antea

GELEITWORT

Unternehmen bzw. Konzerne müssen Liquidität vorhalten, um ihre Zahlungsfähigkeit aufrechtzuerhalten. Die Höhe der Mindestliquidität wird unter anderem durch allfällige Kreditausfallrisiken von Gegenparteien, Marktrisiken und das eigene Liquiditätsrisiko bestimmt. Zwar bietet ein über dieser Mindestliquidität liegender Bestand an Cash und Cash-Äquivalenten einen höheren Schutz vor potentiellen Zahlungsschwierigkeiten. Jedoch erscheint dies unter Renditegesichtspunkten kaum erstrebenswert. Wenn man dennoch in den letzten Jahren einen Zuwachs an Liquiditätsreserven bei den Konzernen beobachtet, so müssen offensichtlich noch weitere Motive hierfür von Bedeutung sein. Ein immer stärker in den Vordergrund tretender Aspekt ist dabei eine angestrebte grössere Unabhängigkeit von Finanzinstitutionen und Kapitalmärkten sowie vor allem auch die Stärkung der finanziellen Flexibilität zur Akquisitionsfinanzierung.

Der Zusammenhang zwischen Überschussliquidität beim Käufer und dem Erfolg von Unternehmenstransaktionen ist bislang in der Empirie kaum vertieft untersucht worden. Unter anderem zwei gegenläufige Faktoren spielen hierbei eine Rolle: Zum einen erhöht die eigene Überschussliquidität ganz generell die Möglichkeiten im M&A-Prozess etwa bezüglich der Durchführungsgeschwindigkeit einer Transaktion, der Höhe und den Konditionen des Kaufpreises. Zum anderen kann sie aber auch das Management dazu verleiten, eher im Eigennutz und weniger im Interesse der Shareholder stehende Akquisitionen zu tätigen. Überschussliquidität kann also auch zu Fehlallokationen und Ineffizienzen führen. Solche spannenden und höchst praxisrelevanten Fragestellungen sind bisher kaum untersucht worden – erst recht nicht für den europäischen Kapitalmarkt –, so dass hier noch eine erhebliche Forschungslücke besteht.

Hier setzt die Arbeit von Herrn Becker an. Begrüssenswert stark fokussiert geht er zwei Forschungsfragen nach: Wie wird vorhandene Überschussliquidität beim akquirierenden Unternehmen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen vom Kapitalmarkt bewertet? Und: Welche Faktoren haben einen Einfluss auf die Bewertung der Überschussliquidität im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen? Eine ausgesprochen gründliche und vielschichtige theoriegeleitete Aufbereitung des

VIII

Themas legt zunächst die fundamentalen Grundlagen für die sich anschliessende empirische Analyse. Diese ist vorbildlich und hinsichtlich ihres Untersuchungsgegenstandes einzigartig und von hohem Neuigkeitswert. Hier ist nicht der Raum, die Einzelergebnisse jeder Hypothese und der verschiedenen Regressionen zu würdigen. Von grossem Interesse sind sie allemal: Es zeigt sich, dass die Bewertung der Überschussliquidität unter anderem stark vom jeweiligen ökonomischen Umfeld abhängt und auch von der Qualität der Corporate Governance sowie der Wahl des Zahlungsmittels beeinflusst wird.

Herr Becker hat mit der vorliegenden Dissertation äusserst wichtige Erkenntnisse zur Bedeutung der Überschussliquidität als strategischem Faktor bei Unternehmensakquisitionen geliefert. Die Ergebnisse sind daher weit über den engen Forschungsbereich auch für die Praxis von Bedeutung, lassen sich aus ihnen doch spezifische Handlungsempfehlungen zum Umgang mit Überschussliquidität in Abhängigkeit von jeweils verschiedenen Rahmenbedingungen ableiten. Der Arbeit ist daher unter Forschern wie Praktikern gleichermassen eine weite Verbreitung zu wünschen.

Prof. Dr. Thomas Berndt

VORWORT

Zuvorderst gebührt mein Dank meinem Doktorvater Prof. Dr. Thomas Berndt: Ihre weitreichende Unterstützung und Ihr Vertrauen in meine Arbeitsleistung haben die Zeit an Ihrem Lehrstuhl fachlich herausfordernd und in höchstem Masse lehrreich werden lassen. Hierfür und für die grossen Freiheiten, die Sie mir im Rahmen der Bewältigung der Aufgaben eingeräumt haben, möchte ich mich bei Ihnen aus vollem Herzen bedanken. Es war eine tolle Zeit.

Ganz besonders möchte ich mich auch bei meinem Zweitkorrektor Prof. Dr. Alfred Storck bedanken: Ohne Ihre bedeutende fachliche und menschliche Unterstützung wäre mir die Fertigstellung meiner Dissertation in dieser Form nicht möglich gewesen. Ihr Interesse an meiner Arbeit und Ihre grosse Hingabe im Lehrbetrieb haben mich während der gesamten Zeit ungemein motiviert.

Meinen geschätzten Mitstreitern im 4er-Büro am ACA: Allen voran Dr. Jens Vollmar, mit dem ich viele famose Momente des Assistentenlebens teilte. Weiter Ludwig Müller, Stephan Gossner, Céline Bilolo, Ursula Würmli sowie die vielen Doktorandenkollegen, welche die Zeit so unterhaltsam und kurzweilig werden liessen.

Meinem neuen Berliner Freundeskreis: All die grandiosen Momente mit Euch ermöglichten es mir erst, das Dissertationsprojekt so konzertiert durchzuziehen. Trent Binning, Tim Tretner, Dirk Lange, Karl F. Weiland, Annika Schewior und einige mehr. Dank an Björn Wiebe für ein Jahr intensives Krav Maga-Training, welches einen wertvollen Ausgleich zu den unzähligen Stunden in der Bibliothek darstellte.

Patrick Pomreinke und Dominik Pinto stellvertretend für den engen Kreis meiner besten Freunde aus der Heimat: Zu euch braucht es nicht viele Worte.

All den FreundInnen und bereichernden Bekanntschaften, die mich während der Dissertation auf vielfältige und kreative Weise unterhalten haben.

Über eine weite Strecke meiner Assistenzzeit: Johanna Schubert.

Zuletzt und doch zumeist: meinen Eltern Gabriela und Dr. med. Johannes C. Becker.

Berlin, 11.11.2014

Roman C. Becker

INHALTSVERZEICHNIS

INHALTSVERZEICHNIS	XI
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XVII
TABELLENVERZEICHNIS	XIX
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XXI
ZUSAMMENFASSUNG	XXIII
ABSTRACT	XXIV
1. EINLEITUNG.....	1
1.1. Problemstellung.....	1
1.2. Forschungsfrage und eigener Beitrag	4
1.3. Aufbau der Arbeit	5
2. BEGRIFFE UND DEFINITIONEN	7
2.1. Akquisition	7
2.2. Akquisitionserfolg	9
2.3. Liquidität.....	11
2.4. Liquiditätsreserve und Überschussliquidität	13
3. THEMATISCHE EINORDNUNG VON AKQUISITIONEN UND LIQUIDITÄTSRESERVEN	17
3.1. Unternehmensakquisitionen.....	17
3.1.1. Klassifizierung von Unternehmensakquisitionen	17
3.1.2. Entwicklung des Marktes für Unternehmensakquisitionen	19
3.1.3. Eigenschaften des kontinentaleuropäischen M&A-Marktes	22
3.1.4. Unternehmensakquisitionen aus investitionstheoretischer Sicht des Shareholder-Value-Ansatzes	24

3.2. Liquiditätsreserven	25
3.2.1. Liquidität zur Deckung des unternehmerischen Mindesttransaktionsbedarfs	25
3.2.2. Aktuelle Forschungsperspektiven auf Liquiditätsreserven	26
4. THEORIEGELEITETE ANALYSE	36
4.1. Gesamtüberblick: Theoretischer Bezugsrahmen zur Auswirkung von Überschussliquidität auf den Akquisitionserfolg	36
4.2. Theoriegeleitete Begründung der Akquisitionsmotive	38
4.2.1. Organisationstheorie als Ausgangsbasis	38
4.2.2. Neoklassischer Ansatz	40
4.2.3. Neoinstitutionalistischer Ansatz	41
4.2.3.1. Transaktionskostentheorie	43
4.2.3.2. Principal-Agent-Theorie	44
4.2.4. Verhaltenstheoretische Ansätze	48
4.2.4.1. Free-Cashflow-Theorie	49
4.2.4.2. Managerialismus-Theorie	50
4.2.4.3. Diversifikationstheorie	51
4.2.4.4. Management-Entrenchment-Theorie	52
4.2.4.5. Hybris-Theorie	53
4.2.4.6. Empire-Building-Theorie	53
4.2.5. Zwischenfazit	54
4.3. Klassifikation der Akquisitionsmotive	54
4.3.1. Überblick und Beurteilung der Klassifikationsschemata	55
4.3.2. Ökonomische Akquisitionsmotive	58
4.3.3. Persönliche Akquisitionsmotive	62
4.3.4. Zwischenfazit	63

4.4. Einfluss von Überschussliquidität auf die Akquisitionsmotive	63
4.4.1. Überblick über die theoretischen Ansätze	63
4.4.2. Irrelevanztheorem	65
4.4.3. Pecking-Order-Theorie	66
4.4.4. Financial-Slack-Theorie.....	68
4.4.5. Zwischenfazit	69
4.5. Determinanten des Akquisitionserfolgs	70
4.5.1. Von den Akquisitionsmotiven zu den Determinanten des Akquisitionserfolgs	70
4.5.2. Überblick zu Studien des Akquisitionserfolgs.....	72
4.5.3. Determinanten des Akquisitionserfolgs in der vorliegenden Arbeit.....	76
4.5.4. Determinante der Überschussliquidität als zentraler Bezugspunkt.....	78
4.5.5. Determinanten des Akquisitionserfolgs mit Verbindung zu Überschussliquidität.....	80
4.5.5.1. Ökonomisches Umfeld.....	80
4.5.5.2. Corporate Governance	81
4.5.5.3. Diversifikation.....	83
4.5.5.4. Verschuldungsgrad.....	85
4.5.5.5. Zahlungsmittel.....	86
4.5.6. Weitere Determinanten des Akquisitionserfolgs	88
4.5.6.1. Relatives Transaktionsvolumen	88
4.5.6.2. Grösse des akquirierenden Unternehmens	89
4.5.6.3. Serienakquisitionen	89
4.5.6.4. Marktwert/Buchwert-Verhältnis	91
4.5.7. Zwischenfazit	92
4.6. Zusammenfassung der theoretischen Erkenntnisse.....	92

5.	EMPIRISCHE ANALYSE.....	94
5.1.	Begründung zur Wahl der Methodik.....	94
5.2.	Ereignisstudie zur Messung des Akquisitionserfolgs.....	99
5.2.1.	Überblick über die Methodik.....	99
5.2.2.	Voraussetzung der Kapitalmarkteffizienz.....	101
5.2.3.	Ereigniszeitpunkt.....	103
5.2.4.	Ereigniszeitfenster und Ereignisschätzperiode.....	104
5.2.5.	Berechnung der Renditen.....	107
5.2.6.	Konzept der abnormalen Rendite.....	108
5.2.7.	Ermittlung der erwarteten Rendite.....	112
5.2.7.1.	Marktmodell.....	113
5.2.7.2.	Modell der mittelwertbereinigten Renditen.....	116
5.2.7.3.	Modell der Marktbereinigten Renditen.....	117
5.2.8.	Limitationen der Methodik.....	118
5.3.	Analyse der statistischen Signifikanz abnormaler Renditen.....	120
5.3.1.	Univariate parametrische Tests.....	120
5.3.1.1.	Einstichproben t-Test.....	121
5.3.1.2.	Mittelwertdifferenztests.....	123
5.3.2.	Univariate nicht-parametrische Tests.....	124
5.3.2.1.	Wilcoxon-Vorzeichen-Rangtest.....	124
5.3.2.2.	Wilcoxon-Rangsummentest und Mann-Whitney-U-Test.....	125
5.3.2.3.	Corrado-Rangplatztest.....	127
5.3.3.	Multivariate Tests.....	129
5.4.	Hypothesen.....	130

5.4.1.	Gesamteffekt von Akquisitionsankündigungen beim akquirierenden Unternehmen.....	131
5.4.2.	Überschussliquidität.....	131
5.4.3.	Hypothesen mit Verbindung zu Überschussliquidität	132
5.4.3.1.	Ökonomisches Umfeld.....	132
5.4.3.2.	Corporate Governance	134
5.4.3.3.	Diversifikation.....	136
5.4.3.4.	Verschuldungsgrad.....	138
5.4.3.5.	Zahlungsmittel.....	140
5.4.4.	Hypothesen zu übrigen Determinanten.....	142
5.5.	Auswahlkriterien und Bereinigung der Stichprobe.....	144
5.6.	Verwendete Variablen	147
5.7.	Ergebnisse	149
5.7.1.	Deskriptive Darstellung der Stichprobe.....	149
5.7.1.1.	Transaktionsvolumen und Marktkapitalisierung	149
5.7.1.2.	Landeszugehörigkeit	151
5.7.1.3.	Branchenzugehörigkeit und liquide Mittel	152
5.7.2.	Voruntersuchung	153
5.7.2.1.	Kolmogorov-Smirnov-Test auf Normalverteilung	153
5.7.2.2.	Marktmodellregression	154
5.7.3.	Univariate Analyse.....	157
5.7.3.1.	Gesamteffekt	157
5.7.3.2.	Überschussliquidität.....	163
5.7.3.3.	Ökonomisches Umfeld.....	167
5.7.3.4.	Corporate Governance	175
5.7.3.5.	Diversifikation.....	178

5.7.3.6.	Verschuldungsgrad.....	180
5.7.3.7.	Zahlungsmittel.....	182
5.7.3.8.	Relatives Transaktionsvolumen	186
5.7.3.9.	Grösse des akquirierenden Unternehmens.....	186
5.7.3.10.	Serienakquisitionen.....	187
5.7.3.11.	Marktwert/Buchwert-Verhältnis	188
5.7.3.12.	Ergebnisse der univariaten Analyse im Überblick.....	189
5.7.4.	Multivariate Analyse.....	191
5.8.	Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse	195
6.	ABSCHLIESSENDE WÜRDIGUNG.....	196
6.1.	Handlungsempfehlungen für das Management	196
6.2.	Beitrag zur theoretischen Diskussion	199
6.3.	Thesenförmige Zusammenfassung	200
ANHANG	202
LITERATURVERZEICHNIS	229

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Thematische Gliederung	6
Abbildung 2: Klassifizierung von Unternehmensvereinigungen	8
Abbildung 3: Dimensionen und Perspektiven des Transaktionserfolgs.	10
Abbildung 4: Liquiditätsbedarf und -reserven	14
Abbildung 5: Klassifikation von Unternehmensakquisitionen	18
Abbildung 6: Anzahl und Volumen von Akquisitionen in Europa.....	22
Abbildung 7: Forschungsperspektiven auf Liquiditätsreserven von Unternehmen	27
Abbildung 8: Einfluss der Überschussliquidität auf den Akquisitionserfolg.....	37
Abbildung 9: Charakterisierung einer Principal-Agent-Beziehung.	45
Abbildung 10: Konzeptionelle Klassifikation von Akquisitionsmotiven.....	56
Abbildung 11: Klassifikation nach ökonomischen und persönlichen Akquisitionsmotiven	57
Abbildung 12: ROI und Lebenszyklus.....	60
Abbildung 13: Theoretische Erklärungsansätze zur Bewertung von Überschussliquidität.....	64
Abbildung 14: Akquisitionsmotive und Determinanten des Akquisitionserfolgs	71
Abbildung 15: Inhaltliche Aufteilung der Determinanten des Akquisitionserfolgs	77
Abbildung 16: Schematischer Aufbau einer Ereignisstudie	106
Abbildung 17: Verfahren zur Ermittlung der normalen Rendite	112
Abbildung 18: Annahme- und Ablehnungsbereich bei zweiseitigem t-Test	121
Abbildung 19: Überschussliquidität-Hypothese I und II	132
Abbildung 20: Ökonomisches-Umfeld-Hypothese I und II.....	133
Abbildung 21: Ökonomisches-Umfeld-Überschussliquidität-Hypothese I und II	134
Abbildung 22: Corporate-Governance-Hypothese	135
Abbildung 23: Corporate-Governance-Überschussliquidität-Hypothese	136
Abbildung 24: Diversifikation-Hypothese.....	137
Abbildung 25: Diversifikation-Überschussliquidität-Hypothese	138

XVIII

Abbildung 26: Verschuldungsgrad-Hypothese	139
Abbildung 27: Verschuldungsgrad-Überschussliquidität-Hypothese.....	140
Abbildung 28: Zahlungsmittel-Hypothese	141
Abbildung 29: Zahlungsmittel-Überschussliquidität-Hypothese	142
Abbildung 30: Renditen des SDAX, SPI und PSI von 2004 bis 2013	155
Abbildung 31: Durchschnittlicher Akquisitionserfolg im Ereigniszeitfenster	158
Abbildung 32: Durchschnittlicher kumulierter Akquisitionserfolg im Ereigniszeitfenster.....	159
Abbildung 33: Fehlerbalken-Diagramm für die Überschussliquidität- Hypothese II	166
Abbildung 34: Auswirkung der Corporate-Governance-Regime auf den Akquisitionserfolg.....	175
Abbildung 35: Auswirkung der Zahlungsmittel auf den Akquisitionserfolg	182

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Zum Verständnis des Liquiditätsbegriffs.....	12
Tabelle 2: Studien zu den Determinanten der Überschussliquidität.....	30
Tabelle 3: Studien zum Wert von Liquiditätsreserven aus der unternehmensexternen allgemeinen Perspektive	34
Tabelle 4: Ergebnisse der Metastudien zu den Determinanten des Akquisitionserfolgs	75
Tabelle 5: Variablen für die empirische Analyse	148
Tabelle 6: Transaktionsvolumen in der Stichprobe	150
Tabelle 7: Korrelation zwischen Überschussliquidität und Transaktionsanzahl	150
Tabelle 8: Landeszugehörigkeiten der Käufer- und Zielunternehmen in der Stichprobe	151
Tabelle 9: Liquiditätsniveaus nach Branchen der Unternehmen in der Stichprobe	152
Tabelle 10: Ergebnis des Kolmogorov-Smirnov-Tests auf Normalverteilung der abnormalen Renditen der Schätzperiode	153
Tabelle 11: Zusammenfassung der Schätzung der Regressionsparameter	156
Tabelle 12: Mittelwerttests der AAR und CAAR während des Ereigniszeitraums.....	160
Tabelle 13: Mediantests der CAR und CAAR während des Ereigniszeitraums.....	161
Tabelle 14: Test der Gesamteffekt-Hypothese.....	162
Tabelle 15: Parametrischer Test der Überschussliquidität-Hypothese I.....	164
Tabelle 16: Nonparametrischer Test der Überschussliquidität-Hypothese I	165
Tabelle 17: Test der Überschussliquidität-Hypothese II.....	167
Tabelle 18: Mittelwert- und Mediantests vor, während und nach der Finanzkrise	168
Tabelle 19: Test der Ökonomisches-Umfeld-Hypothese I	169
Tabelle 20: Test der Ökonomisches-Umfeld-Hypothese II	170
Tabelle 21: Parametrischer Test der Ökonomisches-Umfeld- Überschussliquidität-Hypothese	172

Tabelle 22: Nonparametrischer Test der Ökonomisches-Umfeld- Überschussliquidität-Hypothese	174
Tabelle 23: Test der Corporate-Governance-Hypothese	176
Tabelle 24: Test der Corporate-Governance-Überschussliquidität-Hypothese	177
Tabelle 25: Test der Diversifikation-Hypothese	178
Tabelle 26: Test der Diversifikation-Überschussliquidität-Hypothese.....	179
Tabelle 27: Test der Verschuldungsgrad-Hypothese	180
Tabelle 28: Test der Verschuldungsgrad-Überschussliquidität-Hypothese.....	181
Tabelle 29: Test der Zahlungsmittel-Hypothese	183
Tabelle 30: Test der Zahlungsmittel-Überschussliquidität-Hypothese.....	185
Tabelle 31: Test der Transaktionsvolumen-Hypothese	186
Tabelle 32: Test der Grössen-Hypothese	187
Tabelle 33: Test der Serienakquisitionen-Hypothese	188
Tabelle 34: Test der Marktwert/Buchwert-Verhältnis-Hypothese	189
Tabelle 35: Zusammenfassung der Ergebnisse der univariaten Analyse.....	190
Tabelle 36: Ergebnisse der multiplen linearen Regression.....	194

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AR	Abnormal Return
AAR	Average Abnormal Return
APM	Arbitrage-Pricing-Model
BHAR	Buy-and-Hold Abnormal Return
BRIC	Brasilien, Russland, Indien, China
CAR	Cumulative Abnormale Return
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CG	Corporate Governance
d. h.	das heisst
DIV	Diversifikation
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
et al.	et alii/aliae/alia (lat.: und andere)
EZF	Ereigniszeitfenster
f.	folgend
ff.	(fort)folgend
GA	Grösse des akquirierenden Unternehmens
GMM	Generalized Method of Moments
Jan.	Januar
M&A	Mergers & Acquisitions
Mio.	Millionen

XXII

MSCI	Morgan Stanley Capital International (Index)
OLS	Ordinary Least Squares
ÖkU	Ökonomisches Umfeld
PSI	Portuguese Stock Index
RNOA	Return on Net Operating Assets
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
S.	Seite(n)
SDAX	Small-Cap-DAX
Sig.	Signifikanz
sog.	sogenannt
SPI	Swiss Performance Index
TV	(relatives) Transaktionsvolumen
u. a.	und andere
UK	United Kingdom
ÜL	Überschussliquidität
v. a.	vor allem
VG	Verschuldungsgrad
vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
ZM	Zahlungsmittel

ZUSAMMENFASSUNG

Unternehmen halten durchschnittlich immer höhere Liquiditätsreserven. Der nicht betriebsnotwendige Teil dieser Reserven stellt Überschussliquidität dar, deren Verwendung dem diskretionären Entscheidungsspielraum des Managements unterliegt. Überschussliquidität erhöht zum einen die finanzielle Flexibilität des Unternehmens, kann jedoch auch zur Eigennutzenmaximierung des Managements eingesetzt werden. Die vorliegende Arbeit untersucht den Einfluss von Überschussliquidität auf den Akquisitionserfolg akquirierender Unternehmen und damit deren Bewertung durch den Kapitalmarkt im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen, einem prioritären Verwendungszweck überschüssiger liquider Mittel. Zusätzlich wird der Einfluss weiterer Faktoren auf diese Bewertung analysiert. Aufgrund der umfangreichen theoretischen und empirischen Analyse der Rolle von Überschussliquidität, können aus den Erkenntnissen der vorliegenden Arbeit Handlungsempfehlungen für das Management abgeleitet werden, welche einen optimalen Umgang mit Überschussliquidität sicherstellen sollen.

Die Ergebnisse zeigen, dass der Kapitalmarkt vorhandene Überschussliquidität im Zusammenhang mit Akquisitionen insgesamt sanktioniert. Die Bewertung hängt allerdings im Einzelnen stark von weiteren Determinanten ab. So hat vorhandene Überschussliquidität während der vergangenen Finanzkrise sogar einen positiven Einfluss auf den Akquisitionserfolg. Auch eine hohe Qualität der Corporate Governance bewirkt, dass Überschussliquidität nicht mehr sanktioniert wird. Hinsichtlich der Zahlungsweise sanktioniert der Kapitalmarkt Überschussliquidität lediglich bei Barzahlung des Kaufpreises, nicht jedoch wenn dieser in eigenen Aktien beglichen wird. Dagegen beeinflussen diversifizierende Akquisitionen und der Verschuldungsgrad des akquirierenden die Bewertung der Überschussliquidität nicht.

ABSTRACT

Average cash reserves in companies are growing rapidly. The non-operating part of these reserves constitutes excess cash, which can be used at the discretion of managers. Excess cash triggers financial flexibility, but might also spur actions driven by self-interest of the management. This doctoral thesis analyses the influence of excess cash holdings on the acquisition success of the acquiring company. Thereby it can be shown how the capital market values excess cash in connection with its first use: acquisitions. Furthermore, additional factors that might influence this valuation are analyzed. The extensive theoretical and empirical analysis allows recommendations for executives, intended to optimize excess cash management, to be derived.

Results show that the capital market overall punishes excess cash holdings in connection with acquisitions. Nevertheless, the valuation is heavily influenced by other determinants. It can be shown that during the last financial crisis, excess cash holdings even enhanced acquisition success. Good corporate governance mitigates any negative effect of excess cash as well. A cash payment of the acquisition price leads to a sanctioning of excess cash, while a share payment does not. Diversifying acquisitions as well as the leverage ratio of the acquiring company do affect the valuation of excess cash.