

Motive des Börsengangs am Neuen Markt

Die Publikumsfinanzierung
von Innovationen aus theoretischer
und empirischer Sicht

Von

Christoph Fischer



Duncker & Humblot • Berlin

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| 1 Einleitung | 17 |
| 1.1 Problemstellung..... | 17 |
| 1.2 Gang der Untersuchung..... | 21 |
| 2 Der Börsengang als Instrument der Unternehmensfinanzierung | 22 |
| 2.1 Motive eines Börsengangs..... | 22 |
| 2.1.1 Verbesserung der Risikodiversifikation..... | 22 |
| 2.1.2 Erhöhung der Liquidität..... | 26 |
| 2.1.3 Reduzierung der Intermediationskosten..... | 30 |
| 2.1.3.1 Das Modell von Diamond (1991)..... | 30 |
| 2.1.3.2 Das Modell von Holmström und Tirole (1993a)..... | 33 |
| 2.1.4 Meinungsvielfalt und systematische Überbewertungen am Aktienmarkt.... | 36 |
| 2.1.4.1 Heterogene Erwartungen und die Preiselastizität der Nachfrage..... | 36 |
| 2.1.4.2 Der Fluch des Gewinners..... | 39 |
| 2.1.4.3 Informationsdiffusion und heterogene A-priori-Verteilungen..... | 41 |
| 2.1.4.4 Das Modell von Allen und Gale (1999)..... | 46 |
| 2.1.4.5 Das Modell von Shah und Stiglitz (1986)..... | 51 |
| 2.1.4.6 Fazit..... | 56 |
| 2.1.5 Die Erhöhung des Bekanntheitsgrads am Kapitalmarkt..... | 58 |
| 2.1.6 Die Aggregation privater Informationen im Marktpreis..... | 60 |
| 2.1.6.1 Einleitung..... | 60 |
| 2.1.6.2 Marktpreise und Kapitalallokation..... | 61 |
| 2.1.6.2.1 Das Modell von Subrahmanyam und Titman (1999)..... | 61 |
| 2.1.6.2.2 Das Modell von Boot und Thakor (1995)..... | 65 |
| 2.1.6.3 Marktpreise und Anreizsteuerung..... | 67 |
| 2.1.6.4 Die Signalwirkung von Marktpreisen..... | 69 |

| | |
|---|------------|
| 2.1.6.4.1 Die Signalwirkung am Kapitalmarkt..... | 69 |
| 2.1.6.4.2 Die Signalwirkung am Gütermarkt..... | 70 |
| 2.1.6.4.2.1 Das Modell von Stoughton, Wong und Zechner (1999)..... | 70 |
| 2.1.6.4.2.2 Eigenschaften des Modellgleichgewichts..... | 75 |
| 2.1.7 Eigentümerstruktur und Verhandlungsmacht..... | 78 |
| 2.1.7.1 Einleitung..... | 78 |
| 2.1.7.2 Verkaufsmechanismen und Wettbewerbsintensität..... | 79 |
| 2.1.7.3 Kontrolltransfers in zweistufigen Verkaufsmechanismen..... | 81 |
| 2.1.7.4 Die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht..... | 84 |
| 2.1.7.4.1 Anteilstreuung und die Ausübung residuärer Verfügungsrechte..... | 84 |
| 2.1.7.4.2 Das Modell von Burkart, Gromb und Panunzi (1997)..... | 87 |
| 2.1.7.4.3 Die Wahrung privater Kontrollrenten..... | 93 |
| 2.1.7.4.4 Die Dynamik der Kapitalkonzentration im Unternehmenszyklus..... | 97 |
| 2.2 Kosten der Publikumsfinanzierung..... | 102 |
| 2.2.1 Publizitätsvorschriften und Wettbewerbseffekte am Gütermarkt..... | 102 |
| 2.2.1.1 Einleitung..... | 102 |
| 2.2.1.2 Das Modell von Maksimovic und Pichler (1998)..... | 104 |
| 2.2.2 Explizite Kosten der Börsennotierung..... | 112 |
| 2.2.3 Duplikation der Informationsproduktion..... | 113 |
| 2.2.4 Adverse Selektion bei der Aktienzuteilung und im Handel..... | 114 |
| 2.2.5 Verringerte Kontrollanreize der externen Kapitalgeber..... | 116 |
| 2.3 Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse..... | 117 |
| 3 Der Börsengang als Instrument der Innovationsfinanzierung..... | 121 |
| 3.1 Innovationspotenziale von kleinen und mittleren Unternehmen..... | 121 |
| 3.2 Innovation, Wachstum und Finanzierung..... | 124 |
| 3.2.1 Zum Begriff des innovativen Wachstumsunternehmens..... | 124 |
| 3.2.2 Finanzierungsprobleme innovativer Wachstumsunternehmen..... | 126 |
| 3.3 Publikumsfinanzierung und Innovationsintensität..... | 128 |
| 3.3.1 Unsicherheit und Meinungsvielfalt..... | 128 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 3.3.2 | Beiläufige Informationen und Kontextfaktoren im Innovationsprozess..... | 129 |
| 3.3.3 | Qualitätsunsicherheit und Signalisierungsstrategien..... | 131 |
| 3.3.4 | Verhandlungsmacht und die Spezifität von Innovationsaktivitäten..... | 133 |
| 3.3.5 | Die Branchenabhängigkeit von Publizitätseffekten..... | 135 |
| 3.4 | Fazit..... | 137 |
| 4 | Eine empirische Analyse der Motive des Börsengangs | |
| | am Beispiel des Neuen Marktes..... | 140 |
| 4.1 | Der Neue Markt als Handelssegment der Frankfurter Wertpapierbörse..... | 140 |
| 4.2 | Vorgehensweise und Methodik..... | 145 |
| 4.3 | Datenbasis..... | 150 |
| 4.4 | Deskriptive Statistik..... | 152 |
| 4.4.1 | Größen- und Branchenvergleich..... | 152 |
| 4.4.2 | Vergleich der Mittelwerte der erklärenden Variablen..... | 162 |
| 4.4.3 | Weitere Ergebnisse..... | 164 |
| 4.5 | Ex-ante-Analyse der Bestimmungsfaktoren der Börsengangentscheidung..... | 167 |
| 4.5.1 | Ein binäres Regressionsmodell..... | 167 |
| 4.5.2 | Ergebnisse der Probit-Schätzung..... | 173 |
| 4.5.2.1 | Emittenten am Neuen Markt..... | 173 |
| 4.5.2.2 | Sonstige Emittenten..... | 178 |
| 4.5.3 | Stabilität der Probit-Schätzung..... | 183 |
| 4.6 | Entwicklung der Eigentümerstruktur..... | 185 |
| 4.6.1 | Bedeutung der Großaktionäre..... | 185 |
| 4.6.2 | Bedeutung der Unternehmensgründer..... | 194 |
| 4.6.3 | Anlageverhalten der verschiedenen Eigentümergruppen..... | 197 |
| 4.6.3.1 | Veränderung der Beteiligungsstruktur durch den Börsengang..... | 197 |
| 4.6.3.2 | Verkaufsintensität und die relative Größe der Blockanteile..... | 204 |
| 4.6.3.3 | Entwicklung der Beteiligungsstruktur im Sekundärmarkthandel..... | 211 |
| 4.7 | Kosten eines Börsengangs am Neuen Markt..... | 213 |
| 4.8 | Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse..... | 216 |
| 4.9 | Weitere empirische Untersuchungen der Motive des Börsengangs..... | 219 |
| 4.9.1 | Die Untersuchung von Holmen und Högfeldt (2000)..... | 219 |

| | |
|---|------------|
| 4.9.2 Die Untersuchung von Langemann (1999)..... | 221 |
| 4.9.3 Die Untersuchung von Pagano, Panetta und Zingales (1998)..... | 223 |
| 5 Schlussbetrachtung..... | 225 |
| Anhang 1..... | 228 |
| Anhang 2..... | 238 |
| Literaturverzeichnis..... | 245 |