

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