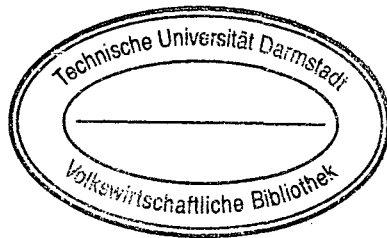


Optimales Timing von Barkapitalerhöhungen bei asymmetrischer Informationsverteilung

Von

Markus Prüher



Duncker & Humblot · Berlin

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung	21
1.1 Problemstellung	21
1.2 Aufbau der Arbeit	26
2 Barkapitalerhöhungen und ihr Einfluß auf das Aktionärsvermögen	29
2.1 Die Barkapitalerhöhung als Maßnahme der externen Eigenfinanzierung	29
2.2 Zur Auswirkung von Barkapitalerhöhungen auf die Vermögensposition der Aktionäre bei fehlenden Emissionskosten	31
2.2.1 Zur Wahl des Emissionsverfahrens und der Ausgestaltung der Emissionsbedingungen	31
2.2.1.1 Die Bezugsrechtsemission	31
2.2.1.2 Kapitalerhöhung bei Ausschluß des Bezugsrechts	34
2.2.1.3 Implikationen für das Timing von Barkapitalerhöhungen	36
2.2.2 Die Barkapitalerhöhung als Instrument zur Gestaltung der Kapitalstruktur	36
2.2.2.1 Kapitalstrukturentscheidungen bei exogenem Investitionsprogramm	37
2.2.2.1.1 Zur Relevanz der Kapitalstruktur für den Unternehmenswert	37
2.2.2.1.2 Würdigung und Implikationen für das Timing von Kapitalerhöhungen	41
2.2.2.2 Kapitalstrukturentscheidungen bei endogenem Investitionsprogramm	43
2.2.2.2.1 Zur Existenz von Agency-Kosten	43
2.2.2.2.2 Agency-Kosten bei Eigentümer-Gläubiger-Delegationsproblemen	44
2.2.2.2.3 Agency-Kosten bei Manager-Eigentümer-Delegationsproblemen	48

2.2.2.4 Agency-Kosten und optimale Kapitalstruktur?	51
2.2.3 Zwischenergebnis	52
2.3 <i>Der Einfluß von Emissionskosten auf die Emissionsentscheidung</i>	53
2.3.1 Das Problem Adverser Selektion am Kapitalmarkt	53
2.3.2 Indirekte Emissionskosten und ihr Einfluß auf die Investitions- und Finanzierungsentscheidung	54
2.3.2.1 Das Unterinvestitionsproblem bei externer Eigenfinanzierung eines Investitionsprojekts	54
2.3.2.2 Die Bedeutung indirekter Emissionskosten	59
2.3.2.3 Indirekte Emissionskosten, die Bedeutung von Finanzierungs- reserven und die Pecking-order-Theorie	62
2.3.2.4 Würdigung und Implikationen für die Ableitung einer Emis- sionsstrategie	64
2.3.2.5 Kosten der Haltung liquider Mittel im Unternehmen und Rückgewähr überschüssiger Mittel an die Aktionäre	65
2.3.3 Direkte Emissionskosten und ihr Einfluß auf die Emissionsent- scheidung	70
2.3.3.1 Überblick über direkte Emissionskosten	70
2.3.3.2 Wechselwirkungen zwischen direkten und indirekten Emissionskosten	74
2.3.3.3 Zur Festsetzung des Emissionskurses als Gestaltungsparameter für die Höhe der anfallenden Emissionskosten	79
2.3.3.4 Implikationen für das Timing von Barkapitalerhöhungen	83
2.4 <i>Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse</i>	84
3 Zum Timing von Kapitalerhöhungen bei im Zeitablauf gleichbleibendem ökonomischem Umfeld	86
3.1 <i>Die Ableitung einer dynamischen Refinanzierungsstrategie bei exogenen Transaktionskosten - Das Modell von Bagley/Yaari (1996)</i>	86
3.1.1 Vorbemerkungen und Einordnung des Modells	86
3.1.2 Die Ableitung einer dynamischen Refinanzierungsstrategie bei kon- stanter Unternehmensgröße	87
3.1.2.1 Annahmen des Modells	87

3.1.2.2 Herleitung der optimalen Refinanzierungsstrategie.....	90
3.1.2.2.1 Allgemeine Herleitung.....	90
3.1.2.2.2 Spezialfälle	94
3.1.2.3 Der Einfluß variabler und fixer Transaktionskosten auf die optimale Refinanzierungsstrategie.....	96
3.1.3 Überlegungen zur Übertragbarkeit des Modells auf Wachstumsunter- nehmen und Würdigung des Verfahrens.....	100
3.2 <i>Die Ableitung einer Emissions- und Rückkaufstrategie bei konstanter asym- metrischer Informationsverteilung im Zeitablauf</i>	102
3.2.1 Die Ableitung einer Emissions- und Rückkaufstrategie bei unterstell- ter Passivität der Altaktionäre - Das Modell von Antunovich (1997).....	103
3.2.1.1 Modellspezifikationen.....	103
3.2.1.2 Das Optimierungsproblem bei asymmetrischer Informations- verteilung	107
3.2.1.3 Gleichgewichtsüberlegungen.....	110
3.2.1.4 Konstruktion einer gleichgewichtigen Emissions- und Rück- kaufstrategie	112
3.2.1.5 Charakteristika resultierender Gleichgewichte	113
3.2.1.6 Implikationen für die Aktienkursentwicklung im zeitlichen Umfeld einer Aktientransaktion	118
3.2.1.7 Kritische Würdigung des Modells	122
3.2.2 Der Einfluß der Bereitschaft der Altaktionäre zur Beteiligung an einer Aktientransaktion auf die optimale Emissions- und Rückkaufstrategie	125
3.2.2.1 Auswirkungen auf die Emissionsstrategie.....	125
3.2.2.2 Eine empirische Untersuchung zur Häufigkeit von Bezugs- rechtsemissionen deutscher Industrieunternehmen.....	127
3.2.2.3 Auswirkungen auf die Rückkaufstrategie.....	132
3.2.3 Exkurs: Die Ableitung einer dynamischen Ausschüttungsstrategie mit Dividenden und Aktienrückkäufen - Das Modell von Chowdhry/ Nanda (1994).....	133
3.2.3.1 Modellannahmen	133
3.2.3.2 Eigenschaften einer optimalen Ausschüttungsstrategie	137
3.3 <i>Zwischenergebnis</i>	141

4 Zum Timing von Kapitalerhöhungen bei im Zeitablauf variierendem ökonomischem Umfeld	143
<i>4.1 Zum Timing von Kapitalerhöhungen im Konjunkturzyklus</i>	143
4.1.1 Überlegungen zur Wahl des Zeitpunkts von Kapitalerhöhungen im Konjunkturzyklus zur Finanzierung unmittelbar anstehender Investitionsprojekte.....	144
4.1.1.1 Variierende asymmetrische Informationsverteilung bezüglich des Unternehmenswerts im Konjunkturzyklus - Das Modell von Choe/Masulis/Nanda (1993).....	144
4.1.1.1.1 Modellspezifikationen.....	144
4.1.1.1.2 Die Finanzierungsentscheidung.....	147
4.1.1.1.3 Die Auswirkung veränderter konjunktureller Rahmenbedingungen auf die Aktienemissionsentscheidung.....	148
4.1.1.1.4 Würdigung und mögliche Erweiterungen des Modells.....	148
4.1.1.2 Variierende Werthaltigkeit von Investitionsprojekten im Konjunkturzyklus - Das Modell von Berkovitch/Narayanan (1993).....	150
4.1.1.2.1 Modellspezifikationen.....	150
4.1.1.2.2 Die Finanzierungsentscheidung.....	153
4.1.1.2.3 Die Investitionsentscheidung.....	156
4.1.1.2.4 Implikationen für das Timing von Aktienemissionen.....	158
4.1.1.2.5 Würdigung des Modells.....	159
4.1.1.3 Variierender Risikogehalt von Investitionsprojekten im Konjunkturzyklus.....	162
4.1.1.3.1 Teilungsvereinbarungen zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern.....	162
4.1.1.3.2 Vermögensverschiebungen zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern und der Einfluß der konjunkturellen Entwicklung auf die optimale Investitions- und Finanzierungspolitik.....	165
4.1.1.3.3 Würdigung des Modells.....	169
4.1.1.4 Empirische Befunde zum Timing von Barkapitalerhöhungen im Konjunkturzyklus.....	171

4.1.1.5	Zwischenergebnis	174
4.1.2	Überlegungen zur Vorteilhaftigkeit von Vorratsemissionen im Konjunkturzyklus - Das Modell von Viswanath (1993).....	175
4.1.2.1	Modellspezifikationen.....	175
4.1.2.2	Identifikation nichtdominierter Strategien	177
4.1.2.3	Bedingungen für die Vorteilhaftigkeit einer Vorratsemission....	184
4.1.2.4	Zur Vorteilhaftigkeit von Vorratsemissionen im Konjunkturzyklus	188
4.1.2.5	Würdigung des Modells	190
4.2	<i>Zum Timing von Kapitalerhöhungen bei der Existenz von windows of opportunity</i>	191
4.2.1	Windows of opportunity - ein empirisches Phänomen.....	191
4.2.1.1	Das Phänomen „heißer“ und „kalter“ Emissionsmärkte	191
4.2.1.2	Windows of opportunity und langfristige Underperformance	194
4.2.1.3	Irrationalitäten der Marktteilnehmer als Erklärungsansatz für eine langfristige Underperformance.....	197
4.2.2	Irrationalitäten der Marktteilnehmer und ihr Einfluß auf die Optimalität von Investitions- und Emissionsentscheidungen - Das Modell von Stein (1996).....	199
4.2.2.1	Modellspezifikationen.....	199
4.2.2.2	Determinanten einer optimalen Investitions- und Emissionsentscheidung	201
4.2.2.3	Ableitung der optimalen Investitions- und Emissionsentscheidung	204
4.2.2.3.1	Allgemeine Ableitung.....	204
4.2.2.3.2	Der Fall einer nichtbindenden Kapitalstruktur	205
4.2.2.3.3	Der Fall einer bindenden Kapitalstruktur ohne Preisdruckeffekte.....	207
4.2.2.3.4	Der Fall einer bindenden Kapitalstruktur mit Preisdruckeffekten	208
4.2.2.4	Beurteilung des Modells	209
4.2.3	Zur Existenz von windows of opportunity am deutschen Markt	210

4.3 Zum Timing von Kapitalerhöhungen innerhalb des Geschäftsjahres	217
4.3.1 Die Abstimmung des Zeitpunkts einer Kapitalerhöhung mit der Veröffentlichung von Unternehmensdaten - Das Modell von Korajczyk/Lucas/McDonald (1992)	218
4.3.1.1 Modellannahmen	218
4.3.1.2 Eigenschaften einer gleichgewichtigen Emissionsstrategie	220
4.3.1.3 Alternative Gleichgewichte und deren Abhängigkeit vom vorherrschenden ökonomischen Umfeld	223
4.3.2 Irrationalitäten der Marktteilnehmer und die Notwendigkeit einer Abstimmung von Informations- und Emissionsaktivitäten	225
5 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	231
Anhang	237
<i>A.1 Eigenschaften der von Padberg (1995) gewählten Stichprobe von Barkapitalerhöhungen deutscher Industrieunternehmen</i>	<i>237</i>
<i>A.2 Statistische Testverfahren</i>	<i>240</i>
Literaturverzeichnis	246
Sachwortverzeichnis	264