

Inhaltsverzeichnis	Seite
Abbildungs- und Tabelleverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Teil I: Einführung	
1. Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit	1
2. Gang der Untersuchung	5
Teil II: Überrenditeeffekte bei Aktienemissionen auf dem deutschen Kapitalmarkt	
1. Underpricing / Overpricing	9
1.1. Phänomen Underpricing	9
1.2. Begriffsbestimmung Overpricing	13
1.3. Zeitlicher Betrachtungshorizont von Überrenditen bei Erstemissionen: „Meßkonzepte“	14
2. Empirische Evidenz von Überrenditeentwicklungen auf dem deutschen Kapitalmarkt	18
2.1. Empirische Untersuchungen zum Underpricing für den deutschen Emissionsmarkt	18
2.2. Schmidt u.a.	20
2.3. Wittleder	21
2.4. Uhler	21
2.5. Döhrmann	22
2.6. Kaserer/Kempf	22
2.7. Ergebnis der Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt	23

	Seite
3. Empirische Untersuchung: Beobachtbare Überrenditeentwicklungen bei Emissionen in der Bundesrepublik Deutschland 1983-1991	25
3.1. Fragestellungen	25
3.1.1. Rückgang des Underpricing - Zunahme von Overpricing	25
3.1.2. Underpricing im Amtlichen Handel und Geregeltten Markt	26
3.1.3. Underpricing und Verwendung des Emissionserlöses	27
3.2. Modellannahmen	29
3.2.1. Grundgesamtheit und Erhebungsmerkmale	29
3.2.2. Rendite versus Kurse: Die Berechnung von Überrenditen als Vergleichsmaßstab	30
3.2.3. Bereinigung des Markteinflusses	32
3.3. Modellaufbau	37
3.3.1. Erhebungszeitraum	37
3.3.2. Berechnungsformeln	38
3.3.2.1. Unerwartete Rendite $R_{i,t1}$	38
3.3.2.2. Aktienrendite $R_{i,t1}$	38
3.3.2.3. Marktrendite $R_{m,t1}$	39
3.4. Ergebnisse der Untersuchung	40
3.4.1. Rückgang des Underpricing	40
3.4.2. Underpricing im Vergleich: Geregelter Markt - Amtlicher Handel	50
3.4.3. Verwendung des Emissionserlöses	55
3.4.3.1. Zusammenhangsmaß: Korrelationskoeffizienten	56
3.4.3.2. Ergebnis	56
3.4.3.3. Vergleich der Überrenditen	57
3.5. Relevanz der empirischen Erkenntnisse für den Untersuchungszweck	59

	Seite
4. Erklärungsansätze für Underpricing	61
4.1. Vorüberlegungen	61
4.2. Erklärungen aus Marktunvollkommenheiten	64
4.2.1. Monopolmacht und mangelnder Wettbewerb der Banken	64
4.2.2. Mangelnde Emissionserfahrung	66
4.2.3. Risikoaversion der Emissionsbanken: Plazierungsrisiko, Reputation und Prospekthaftungsrisiko	66
4.2.4. Spekulative Nachfrage	70
4.2.5. Hot Market	72
4.2.6. Institutionelles Lag	74
4.2.7. Heterogene Erwartungen der Anleger	75
4.2.8. Unbefriedigte Präferenzen der Anleger	76
4.3. Underpricing und asymmetrische Informationsverteilung	78
4.3.1. Informationsasymmetrien zwischen verschiedenen Anlegergruppen	79
4.3.2. Informationsasymmetrien zwischen Emittent und Emissionshaus	89
4.3.3. Informationsasymmetrien zwischen Emittent und Anlegern	91
4.4. Fazit: für den Untersuchungszweck relevante Ergebnisse	93

Teil III: Über- und Unterrenditen in der Einzelfallbetrachtung: Prognose- und Analysemöglichkeiten

1. Fair Value und Emissionspreisfindung	99
1.1. Der Emissionspreis als Ausgangspunkt von Über- und Unterrenditen auf dem Sekundärmarkt	99
1.2. Der Fair Value als wert- und preisbestimmender Faktor	100
1.2.1. Wert und Preis	101
1.2.2. Grenzpreisprinzip	101
1.2.3. Ertragswert- und Relativitätsprinzip	102
1.2.4. Der Fair Value auf einem vollkommenen Kapitalmarkt	103
1.2.5. Arbitriumwert als Fair Value	104
1.2.6. Fair Value einer Emission im realen Kapitalmarkt	104
1.3. Emissionspreisfindung	106
1.3.1. Ziele der Emissionspreisfindung	106
1.3.1.1. Emittent	107
1.3.1.2. Emissionsbank und Konsortium	108
1.3.1.3. Kapitalanleger	110
1.3.2. Preisbestimmende Faktoren	110
1.3.2.1. Bestimmung der Grenzpreise	110
1.3.2.2. Informationsverhalten des Emittenten	112
1.3.2.3. Prognostizierbarkeit der Erträge	112
1.3.2.4. Informationsbewertung und -auswertung durch die Anleger	113
1.3.2.5. Bestimmung des Kalkulationszinsfußes zur Kapitalwertbetrachtung	114
1.3.2.6. Der Einfluß der Substanz	116

	Seite
1.3.3. Rahmenbedingungen und exogene Einflußfaktoren der Emissionspreisfindung	116
1.4. In der Praxis angewandte Verfahren der Aktienbewertung	117
1.4.1. Ziele der Bewertung	117
1.4.2. Diskontierungsverfahren zur Aktienbewertung auf der Grundlage der Present-Value-Theory	118
1.4.2.1. Finanzmathematische Berechnung des Present Value	119
1.4.2.2. Zeithorizont der Anlagedauer	121
1.4.3. Ertragsgrößenbestimmung	122
1.4.3.1. Gewinn	122
1.4.3.2. Dividenden	124
1.4.4. Dividenden/Gewinnwachstumsmodell	125
1.4.5. Shareholder Value	127
1.4.6. Kurs-Gewinn-Verhältnis / Price-Earning-Ratio	130
2. Die Beurteilung der zukünftigen Ertragsentwicklung eines Emittenten	136
2.1. Problemstellung	137
2.2. Prognosen als Grundlage der Zeichnungsentscheidung	137
2.2.1. Erkenntnistheoretische Betrachtung von Prognosen	137
2.2.2. Prognosen zukünftiger Unternehmensentwicklungen	140
2.3. Die Veröffentlichung emissionsrelevanter Informationen beim Going Public	141
3. Analysemöglichkeiten der zukünftigen wirtschaftlichen Unternehmensentwicklung: Techniken der Jahresabschlußanalyse	144
3.1. Vorüberlegungen	144

	Seite
3.2. Erfolgsanalyse	145
3.2.1. Ergebnisquellenanalyse / Strukturerfolgsanalyse	146
3.2.2. Erfolgskennzahlen	148
3.3. Vermögens- und Finanzanalyse	154
3.3.1. Vorbemerkung	154
3.3.2. Kapitalflußrechnung	155
3.3.3. Kennzahlen der Vermögens- und Finanzlage	159
3.4. Probleme und Grenzen der Jahresabschlußanalyse	165
3.4.1. Vergangenheitsorientierung	165
3.4.2. Stichtagsbezogenheit der Bilanz	166
3.4.3. Unvollständigkeit	167
3.4.4. Bilanzpolitischer Gestaltungsspielraum	167
3.5. Qualitative Bilanzanalyse	169
3.6. Möglichkeiten und Grenzen von Analysen auf Basis von Jahresabschlußinformationen	171
4. Der Prognosecharakter von Jahresabschlüssen	175
4.1. Prognoseverfahren	176
4.1.1. Multivariate Diskriminanzanalyse	176
4.1.2. Künstliche Neuronale Netze (KNN)	179
4.1.3. RSW-Aktien-Score	181
4.2. Empirische Untersuchungen des Zusammenhanges von Jahresabschlußinformationen und Kursentwicklung	190
4.2.1. Die Untersuchung von Möller	190
4.2.2. Die Untersuchung von Harris/Lang/Möller	191
4.2.3. Die Untersuchung von Booth/Broussard/Loistl	194

	Seite
4.3. Der Prognosecharakter von Jahresabschlüssen zum Erkennen von Overpricing	196
5. Analyse der strategischen Ausrichtung zur Beurteilung der zukünftigen Unternehmensentwicklung	198
5.1. Strategische Geschäftsausrichtung als Beitrag zur Erfolgssicherung des Unternehmens	198
5.2. Ansatzpunkte einer strategischen Analyse	199
5.3. Möglichkeiten und Grenzen einer strategischen Analyse aus externer und interner Sicht	202
6. Möglichkeiten und Grenzen von Analysen zur Abschätzung von Overpricinggefahren aus interner und externer Betrachtung	204
6.1. Möglichkeiten und Grenzen einer externen Analyse	204
6.2. Möglichkeiten und Grenzen einer internen Analyse	207
6.3. Fazit	208

	Seite
Teil IV: Fallbeispiel einer Aktienemission:	211
Die Börseneinführung der Oppermann Versand AG	
1. Prolog	212
2. Analyseziel: Die Vorhersehbarkeit der Umsatz- und Ertragsentwicklung der Oppermann Versand AG nach 1988	220
3. Die Ursprünge der Oppermann Versand AG und die Entwicklung bis 1980	222
3.1. Der Beginn des Werbemittelversandes	222
3.2. Die Gründung der Oppermann Werbemittel GmbH 1980	222
4. Die Jahre der Expansion 1980 - 1986	224
5. Auf dem Weg in die Aktiengesellschaft 1987	226
6. Der Gang an die Börse 1988	230
6.1. Die Emissions-Präsentation der Oppermann Versand AG am 4. Oktober 1988 in Hamburg	232
6.1.1. Verkaufsangebot	233
6.1.2. Unternehmensbericht	234
6.1.3. Geschäftsbericht 1987	236
6.1.4. Aussagen in der Pressekonferenz	237
6.1.4.1. Dr. Günther Radtke, Dresdner Bank	237
6.1.4.2. Jürgen Oppermann, Vorstandsvorsitzender	237
6.1.4.3. Weitere Oppermann Vorstandsmitglieder	239
6.1.5. Pressemitteilung der Oppermann Versand AG	240

	Seite
6.1.6. Unternehmensinformation des Bereiches Analyse und Marketing Inland der Dresdner Bank AG zur Emission und den zu erwartenden Entwicklungen der Oppermann Versand AG	241
6.1.7. Zusätzliche Informationen aus Sekundärquellen der Presseberichterstattung zur Pressekonferenz	242
6.2. Zeichnung der Oppermann Aktien und Aufnahme der Börsennotierung	242
7. Analyse und Beurteilung der Entwicklung der Oppermann Versand AG bis zum Oktober 1988	244
7.1. Fragestellung und Vorgehensweise	244
7.2. Jahresabschlußanalyse	245
Ist-Beschreibung und Ausgangssituation der wirtschaftlichen Verhältnisse zum Zeitpunkt der Neuemission - Analyse des Jahresabschlusses 1987	
7.2.1. Operatives Analyseinstrument	246
7.2.2. Aufbereitung und Modifikation der Jahresabschlußdaten	246
7.2.3. Analyse der Ertragslage	248
7.2.3.1. Strukturerefolgsrechnung / Ergebnisquellenanalyse	248
7.2.3.2. Kennzahlen: Umsatzerfolg / Ertragskraft	252
7.2.3.3. Rentabilitätskennzahlen	254
7.2.4. Vermögens- und Finanzanalyse	255
7.2.4.1. Kapitalflußrechnung	255
7.2.4.2. Strukturbilanzanalyse: Vermögens- und Kapitalstruktur	257
7.2.4.2.1. Eigenkapitalquote	257
7.2.4.2.2. Deckungsgrade	260
7.2.4.3. Veränderungen von 1986 zu 1987: Vermögens- und Finanzlage	262
7.2.4.3.1. Anlagevermögen	262

	Seite
7.2.4.3.2. Umlaufvermögen	262
7.2.4.3.3. Kapital	264
7.2.4.4. Vermögensstruktur	264
7.2.4.5. Kennzahlen der Finanzkraft	265
7.2.5. Zusammenfassende Ergebnisse der Jahresabschlußanalyse 1987	265
7.3. Analyse des Finanzstatus und der Ergebnis-Rechnung zum 30.06.1988 im Unternehmensbericht	267
7.4. Die strategische Marktausrichtung der Oppermann Versand AG - Versuch einer Standortbestimmung	268
7.4.1. Werbeartikel für Gewerbetreibende Inland	269
7.4.2. Werbeartikelversand für Gewerbetreibende europäisches Ausland	270
7.4.3. Geschenkartikel für Privatkunden	271
7.4.4. Prämienartikel	272
7.4.5. Beurteilung der strategischen Ausrichtung der Oppermann Versand AG	273
7.5. Die Beurteilung der Prognosen und Einschätzungen des Konsortiums und der Oppermann Versand AG zur weiteren wirtschaftlichen Entwicklung	275
7.6. Überlegungen zur „Angemessenheit“ des Emissionspreises	276
7.6.1. KGV-Betrachtung	277
7.6.2. Renditen bei alternativen Kurs- und Dividendenentwicklungen	280
7.6.3. Ergebnis	287
7.7. Zusammenfassung der Ergebnisse der externen Analyse	288

	Seite
8. Die Entwicklung der Oppermann Versand AG nach Aufnahme der Börsen-notierung am 17.10.1988	290
8.1. Herbst 1988 - Frühjahr 1989	290
8.2. Analyse des Jahresabschlusses 1988	293
8.2.1. Ertragslage: Strukturfolgerfolgsanalyse / Ergebnisquellenanalyse	294
8.2.1.1. Betriebsergebnis	294
8.2.1.2. Finanzergebnis	295
8.2.1.3. Außerordentliches Ergebnis	296
8.2.1.4. Vorhersehbarkeit der Ertragsentwicklung	296
8.2.1.5. Kennzahlenübersicht zur Ertragslage	297
8.2.2. Vermögens- und Finanzlage	298
8.2.2.1. Kapitalflußrechnung	298
8.2.2.2. Strukturbilanzanalyse	299
8.2.3. Zusammenfassende Ergebnisse der Jahresabschlußanalyse 1988	300
9. Die Übernahme der Oppermann Versand AG durch die Kaufhof Holding AG	302
10. Die wirtschaftliche Entwicklung der Oppermann Versand AG von 1990-1995 und Klage der Kaufhof Holding AG gegen Jürgen Oppermann	307
10.1. Die Oppermann Versand AG 1990	308
10.2. Die Klage der Kaufhof Holding AG gegen Jürgen Oppermann	309
10.3. Die Entwicklung der Oppermann Versand AG 1991-1995	314
10.3.1. Die Oppermann Versand AG 1991	314
10.3.2. Die Oppermann Versand AG 1992	318
10.3.3. Die Oppermann Versand AG 1993	321

	Seite
10.3.4. Die Oppermann Versand AG 1994	324
10.3.5. Die Oppermann Versand AG 1995	326
11. Zusammenfassende Beurteilung der Neuemission der Oppermann Versand AG	327
Teil V: Zusammenfassung und Schlußbetrachtung	333
Anhang	339
Literaturverzeichnis	395

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

			Seite
Abb.	1/II	Emissionen 1983-1991: Überrenditen 1. Jahr nach der Emission	40
Abb.	2/II	Emissionen 1983-1991: Überrenditen 2. Jahr nach der Emission	40
Abb.	3/II	Überrenditeentwicklungen 1983-1991: 1. Jahr nach der Emission	42
Abb.	4/II	Überrenditeentwicklungen 1983-1991: 2. Jahr nach der Emission	42
Abb.	5/II	Verteilung der Überrenditen 1983 - 1991: 1. Jahr nach der Emission	46
Abb.	6/II	Verteilung der Überrenditen 1983 - 1991: 2. Jahr nach der Emission	47
Abb.	7/II	Verteilung der Überrenditen 1983 - 1987: 1. Jahr nach der Emission	48
Abb.	8/II	Verteilung der Überrenditen 1983 - 1987: 2. Jahr nach der Emission	48
Abb.	9/II	Verteilung der Überrenditen 1987 - 1991: 1. Jahr nach der Emission	49
Abb.	10/II	Verteilung der Überrenditen 1987 - 1991: 2. Jahr nach der Emission	49
Abb.	11/II	Überrenditevergleich Amtlicher Handel - Geregelter Markt 1987 - 1991 (1. Jahr)	51
Abb.	12/II	Überrenditevergleich Amtlicher Handel - Geregelter Markt 1987 - 1991 (2. Jahr)	51
Abb.	13/II	Verteilung der Überrenditen Amtlicher Handel 1987 - 1991: 1. Jahr nach der Emission	53
Abb.	14/II	Verteilung der Überrenditen Amtlicher Handel 1987 - 1991: 2. Jahr nach der Emission	53

		Seite
Abb. 15/II	Verteilung der Überrenditen Geregelter Markt 1987 - 1991: 1. Jahr nach der Emission	54
Abb. 16/II	Verteilung der Überrenditen Geregelter Markt 1987 - 1991: 2. Jahr nach der Emission	54
Abb. 17/II	Überrenditen 1983 - 1991 - Verwendung der Emissionserlöse	58
Abb. 1/III	Kapitalflußschema nach HFA	158
Abb. 1/IV	Oppermann Versand AG: Umsatz 1983-1994 Entwicklung und Prognosen	214
Abb. 2/IV	Oppermann Versand AG: Jahresüberschuß vor Ertragssteuern 1983-1994	214
Abb. 3/IV	Oppermann Versand AG: Börsenkursentwicklung 1988-1996	215
Abb. 4/IV	Oppermann Versand AG: Kurswert 1988-1995	216
Abb. 5/IV	Oppermann Versand AG: Entwicklung DVFA-Ergebnis 1987-1992	216
Abb. 6/IV	Oppermann Versand AG: Cash-Flow 1983-1992	217
Abb. 7/IV	Oppermann Versand AG: Zusammensetzung des Gesamterfolges 1986-1987	249
Abb. 8/IV	Oppermann Versand AG: Umsatzgewinnrate 1987-1994	327
Abb. 9/IV	Oppermann Versand AG: Eigenkapitalrentabilität 1987-1994	327
Abb. 10/IV	Oppermann Versand AG: Gesamtkapitalrentabilität 1987-1994	328
Abb. 11/IV	Oppermann Versand AG: Cash-Flow-Umsatzrate 1987-1992	328
Abb. 12/IV	Oppermann Versand AG: Fremdkapital / Cash-Flow 1987-1992	328

		Seite
Tab.	1/II Private Kapitalanleger und ihr Anlagehorizont	17
Tab.	2/II Ersttagsrenditen (initial return) deutscher Untersuchungen zum Underpricing	18
Tab.	3/II Überrenditeentwicklung mit zunehmender zeitlicher Entfernung vom Emissionszeitpunkt	19
Tab.	4/II Ergebnisse der Überrendite-Untersuchung von Uhler	22
Tab.	5/II Ergebnisse der Überrendite-Untersuchung von Kaserer/Kempf	23
Tab.	6/II Überrenditeentwicklung der Perioden $t_{1,4}$	41
Tab.	7/II Under- und Overpricing in den Perioden $t_{1,4}$	44
Tab.	8/II Überrenditevergleich Amtlicher Handel - Geregelter Markt	51
Tab.	9/II Over- und Underpricing im Amtlichen Handel und Geregelten Markt	52
Tab.	10/II Überrenditeentwicklung und Emissionserlös	58
Tab.	11/II Underpricing-Erklärungsmodelle	63
Tab.	12/II Erklärungsmodelle und Hinweise für den Rückgang von Underpricing	95
Tab.	1/III Vermögens- und Finanzlage: Kennzahlensystematik	160
Tab.	2/III Ergebnisse der Untersuchung von Harris/Lang/Möller	193
Tab.	3/III Ergebnisse der Untersuchung von Booth/Broussard/Loistl	195
Tab.	1/IV Umsatzentwicklung der Oppermann GmbH 1983-1987	212
Tab.	2/IV Oppermann Versand AG: Strukturerefolgsrechnung 1986-1987	249
Tab.	3/IV Rentabilitätskennzahlen 1987	254

		Seite
Tab. 4/IV	Ergebnis Kapitalflußrechnung 1987	255
Tab. 5/IV	Bilanzielles Eigenkapital Jahresabschluß 1987	258
Tab. 6/IV	Finanzkennzahlen 1987	265
Tab. 7/IV	Marktprofil der Oppermann Versand AG	269
Tab. 8/IV	Oppermann Versand AG: DVFA-Ergebnis, KGV, Dividenden	278
Tab. 9/IV	Berechnung der Kursentwicklung der Oppermann Versand AG bei konstanten Dividenden	283
Tab. 10/IV	Berechnung der Kursentwicklung der Oppermann Versand AG bei steigende Dividenden	284
Tab. 11/IV	Berechnung der Kursentwicklung der Oppermann Versand AG bei tatsächlicher Dividendenentwicklung	285
Tab. 12/IV	Gleichbleibende Rückflüsse bei unendlicher Anlagedauer	286
Tab. 13/IV	Oppermann Versand AG: Strukturerefolgsrechnung 1987-1988	294
Tab. 14/IV	Oppermann Versand AG: Kennzahlenübersicht Ertragslage 1987-1988	297
Tab. 15/IV	Oppermann Versand AG: Ergebnis Kapitalflußrechnung 1988	298
Tab. 16/IV	Oppermann Versand AG: Kennzahlenübersicht Vermögens- und Finanzlage 1987-1988	299
Tab. 17/IV	Oppermann Versand AG: Kapitalentwicklung 1987-1988	300