

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

2.2.2.2.4 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 Finanzierungsreserven und die Pecking-order-Theorie	62
2.3.2.4 Würdigung und Implikationen für die Ableitung einer Emissionsstrategie	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 Emissionsentscheidung	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 konstanter Unternehmensgröße	87
3.1.2.1 Annahmen des Modells	87

Inhaltsverzeichnis	11
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
4.1 Zum Timing von Kapitalerhöhungen im Konjunkturzyklus	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

<i>4.3 Zum Timing von Kapitalerhöhungen innerhalb des Geschäftsjahres</i>	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>	237
<i>A.2 Statistische Testverfahren</i>	240
Literaturverzeichnis	246
Sachwortverzeichnis	264

Tabellenverzeichnis

Tab. 2.1:	Durchschnittliche direkte Emissionskosten in Prozent des Emissionsvolumens bei alternativen Plazierungsverfahren.....	74
Tab. 3.1:	Optimale Grenzen und Rückkehrpunkte bei variierenden Transaktionskosten.....	98
Tab. 3.2:	Optimale Grenzen und Rückkehrpunkte bei asymmetrischer Transaktionskostenstruktur.....	99
Tab. 3.3	Bedeutung der bei Antunovich (1997) verwendeten Symbole.....	106
Tab. 3.4:	Der Anteil der Aktien im Streubesitz und die Häufigkeit von Barkapitalerhöhungen	128
Tab. 3.5:	Absolutes Emissionsvolumen und die Häufigkeit von Barkapitalerhöhungen	129
Tab. 3.6:	Relatives Emissionsvolumen und die Häufigkeit von Barkapitalerhöhungen	129
Tab. 3.7:	Relativer Bezugskurs und die Häufigkeit von Barkapitalerhöhungen.....	130
Tab. 3.8:	Aktienkursreaktionen und die Häufigkeit von Barkapitalerhöhungen	130
Tab. 3.9:	Der Einfluß der Abgrenzung der beiden Teilmengen auf die Ergebnisse ..	132
Tab. 4.1:	Absolutes Emissionsvolumen und konjunkturelles Umfeld.....	173
Tab. 4.2:	Relatives Emissionsvolumen und konjunkturelles Umfeld.....	173
Tab. 4.3:	Aktienkursreaktionen und konjunkturelles Umfeld	174
Tab. 4.4:	Zustandsabhängige Unternehmenswerte in $t=1$	177
Tab. 4.5:	Zustandsabhängige Unternehmenswerte in $t=2$	177
Tab. 4.6:	Relativer Bezugskurs und konjunkturelles Umfeld.....	190
Tab. 4.7:	Aktienkursreaktionen und Zustand des Emissionsmarktes	213
Tab. 4.8:	Verteilung des Werts des Anlagevermögens.....	220
Tab. 4.9:	Anzahl der Tage zwischen Bilanzstichtag und Ankündigungstag in Expansions- und Rezessionsphasen	225

Tab. 4.10: Anzahl der Tage zwischen Bilanzstichtag und Ankündigungstag in heißen und kalten Emissionsmärkten	225
Tab. A.1: Erläuterung der bei Padberg (1995) veröffentlichten und in der vorliegenden Arbeit verwendeten Daten	238

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1:	Entwicklung des Emissionsvolumens in Kurswerten.....	21
Abb. 2.1:	Irrelevanz der Kapitalstruktur für die Höhe der durchschnittlichen Kapitalkosten und des Unternehmenswerts	38
Abb. 2.2:	Der optimale Verschuldungsgrad unter Berücksichtigung von Steuerersparnissen und möglichen Konkurskosten	41
Abb. 2.3:	Agency-Kosten des Eigen- und Fremdkapitals	51
Abb. 2.4:	Durchschnittliche direkte Emissionskosten in Prozent des Emissionsvolumens.....	73
Abb. 3.1:	Zufällige Entwicklung des Verschuldungsgrads mit zwei Refinanzierungszyklen.....	90
Abb. 3.2:	Optimale Emissions- und Rückkaufstrategie eines unterbewerteten Unternehmens ohne Projekt.....	114
Abb. 3.3:	Optimale Emissions- und Rückkaufstrategie eines unterbewerteten Unternehmens mit Projekt	115
Abb. 3.4:	Optimale Emissions- und Rückkaufstrategie eines überbewerteten Unternehmens mit Projekt	116
Abb. 3.5:	Optimale Emissions- und Rückkaufstrategie eines überbewerteten Unternehmens ohne Projekt.....	118
Abb. 3.6:	Aktienkursentwicklung im zeitlichen Umfeld der Ankündigung einer Kapitalerhöhung bzw. eines Aktienrückkaufs.....	121
Abb. 3.7:	Die zeitliche Struktur des Modells von Chowdhry/Nanda (1994)	135
Abb. 3.8:	Der Wert von Dividendenzahlungen für die Aktionäre als Funktion der Dividendensumme	137
Abb. 3.9:	Die optimale Dividendenhöhe als Funktion der im Unternehmen gehaltenen liquiden Mittel.....	139
Abb. 4.1:	Der Investitionsprozeß im Modell von Berkovitch/Narayanan (1993)	152
Abb. 4.2:	Kombinationen von α und D bei der Finanzierung eines Projekts mit Eigen- und Fremdkapital.....	154

Abb. 4.3: Mögliche Aufteilung der erwarteten Investitionsrückflüsse zwischen Eigentümern und Gläubigern	163
Abb. 4.4: Gleichgewichtige Aufteilung der Investitionsrückflüsse zwischen Eigentümern und Gläubigern	164
Abb. 4.5: Der Einfluß einer verringerten Renditeforderung der Eigentümer auf die gleichgewichtige Aufteilung der Investitionsrückflüsse zwischen Eigentümern und Gläubigern	166
Abb. 4.6: Iso-Risikoprämien-Kurven für risikobehaftete Fremdkapitaltitel	169
Abb. 4.7: Konjunkturelle Wendepunkte für die Volkswirtschaft der Bundesrepublik Deutschland für den Zeitraum 1961-1993	172
Abb. 4.8: Erwartungsstruktur der Umweltentwicklungen im Modell von Viswanath (1993).....	176
Abb. 4.9: Mögliche Strategien in der Modellstruktur von Viswanath (1993)	179
Abb. 4.10: Nichtdominierte Investitions- und Finanzierungsstrategien.....	182
Abb. 4.11: Optimale Investitions- und Emissionsentscheidung bei nichtbindender Kapitalstruktur	206
Abb. 4.12: Optimale Kalkulationszinssätze für verschiedene optimale Verschuldungsgrade	208
Abb. 4.13: Monatliches relatives Emissionsvolumen in Promille der Marktkapitalisierung am deutschen Kapitalmarkt im Zeitraum 1972-1994	212
Abb. 4.14: Entwicklung der asymmetrischen Informationsverteilung im Zeitablauf für $\lambda=3$	219
Abb. 4.15: Aktienkursentwicklung von Unternehmen im zeitlichen Umfeld der Ankündigung einer Kapitalerhöhung in Abhängigkeit von der betriebenen Informationspolitik	229
Abb. A.1: Häufigkeit durchgeführter Barkapitalerhöhungen von Industrieunternehmen in der Stichprobe von Padberg (1995).....	237
Abb. A.2: Das α -Quantil der Standardnormalverteilung als kritischer Wert.....	243
Abb. A.3: Illustration des p-Werts.....	244