

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XIII
Tabellenverzeichnis.....	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
1 Einführung.....	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Ziel und Eingrenzung der Untersuchung.....	2
1.3 Gang der Untersuchung.....	3
2 Grundlagen des Wertpapierhandels	7
2.1 Funktionen von Kapitalmärkten	7
2.2 Formen des Wertpapierhandels	10
2.2.1 Market-Maker-System.....	14
2.2.2 Kontinuierliche Auktion.....	17
2.2.3 Kontinuierliche Auktion vs. Market-Maker-System.....	19
2.2.4 Hybrides Marktsystem.....	21
2.3 Qualitätskriterien von Kapitalmärkten	22
2.3.1 Bewertungs- und Informationseffizienz.....	23
2.3.2 Liquidität	27
2.3.3 Transaktionskosten	30
2.4 Börsenhandel in Deutschland.....	32
2.4.1 Struktur der deutschen Börsenlandschaft.....	33
2.4.2 Der Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse.....	34
2.4.3 Das Handelssystem XETRA	36
2.4.4 Der Neue Markt.....	38
2.5 Das Betreuerkonzept	42
2.5.1 Das Betreuerkonzept am Neuen Markt (Präsenzhandel).....	42
2.5.2 Das Betreuerkonzept im XETRA-Handel	44
2.5.3 Das Rating der Designated-Sponsors	45
3 Modelltheoretische Analysen des Market-Maker-Systems	49
3.1 Grundlagen	49

3.2	Bestandsorientierte Modelle.....	53
3.2.1	Monopolistischer Markt	53
3.2.1.1	Modell von GARMAN	53
3.2.1.2	Modell von AMIHUD und MENDELSON	58
3.2.1.3	Modell von STOLL.....	60
3.2.2	Konkurrierender Markt	65
3.2.2.1	Modell von HO und STOLL	65
3.2.2.2	Modell von HO und MACRIS.....	68
3.3	Informationsorientierte Modelle	70
3.4	Vergleichende Modelle	72
3.5	Zusammenfassung.....	74
4	Market-Maker-System vs. Auktionssystem - eine experimentelle Untersuchung	77
4.1	Einordnung und Problemstellung.....	77
4.2	Die Computerbörse CAT	81
4.2.1	Struktur der Experimente	82
4.2.2	Fundamentalwert.....	83
4.2.3	Handelsverfahren	84
4.2.3.1	Kontinuierliche Auktion	85
4.2.3.2	Market-Maker-System	86
4.2.4	Heterogene private Informationen	87
4.2.5	Gewinnwetten.....	88
4.2.6	Teilnehmer und Motivation.....	88
4.3	Datenbasis	89
4.4	Hypothesen.....	90
4.5	Ergebnisse	92
4.5.1	Verhalten der Teilnehmer.....	92
4.5.1.1	Vermögensstruktur und Informationsverhalten	93
4.5.1.2	Quotierungsstrategie der Market-Maker	94
4.5.2	Profitabilität des Market-Making	97
4.5.3	Marktkennziffern.....	100
4.5.3.1	Liquidität und Volatilität.....	100
4.5.3.2	Informationsverarbeitung.....	102

4.6	Zusammenfassung	105
5	Empirische Untersuchung des Betreuerkonzeptes der Deutschen Börse AG	109
5.1	Einordnung und Problemstellung	109
5.2	Das Betreuerkonzept im Präsenzhandel des Neuen Marktes	116
5.2.1	Fragestellung	116
5.2.2	Datenbasis	118
5.2.3	Ergebnisse	120
5.2.3.1	Teilnahme an Kursfeststellungen	120
5.2.3.2	Orders und Transaktionen der Betreuer	121
5.2.3.3	Partizipationsrate der Betreuer	124
5.2.3.4	Partizipationsrate der Betreuer und die Marktliquidität	128
5.2.3.5	Quotierte Geld-Brief-Spanne, effektive Geld-Brief-Spanne und die Spanne der Betreuer	130
5.2.3.6	Abstand der Betreuerorders zur Orderbuchspitze und zum Transaktionspreis	135
5.2.3.7	Einfluss der Geld-Brief-Spanne auf das Quotierungsverhalten der Betreuer	138
5.2.3.8	Auswirkung der Betreueranzahl auf die Marktliquidität	141
5.2.3.9	Quotierungsverhalten der Betreuer bei Neuemissionen	146
5.2.3.10	Handelsperformance der Betreuer	151
5.2.4	Zusammenfassung	154
5.3	Das Betreuerkonzept im XETRA-Handel	157
5.3.1	Fragestellung	157
5.3.2	Datenbasis	158
5.3.3	Ergebnisse	160
5.3.3.1	Ordervolumina	160
5.3.3.2	Transaktionsquoten	163
5.3.3.3	Umsätze und Partizipationsrate der Designated-Sponsors	167
5.3.3.4	Partizipationsrate der Designated-Sponsors und die Marktliquidität	172

5.3.3.5	Geld-Brief-Spanne und der Spread der Designated-Sponsors	177
5.3.3.6	Spread-Multiple der Designated-Sponsors und die Marktliquidität	180
5.3.3.7	Abstand der Designated-Sponsors von der Orderbuchspitze	183
5.3.3.8	Orderbuchposition bei der Platzierung einer Order	184
5.3.3.9	Einfluss der Geld-Brief-Spanne auf das Quotierungsverhalten der Designated-Sponsors	189
5.3.3.10	Auswirkung der Anzahl der Designated-Sponsors auf die Liquidität	191
5.3.3.11	Quotierungsverhalten der Designated-Sponsors bei Neuemissionen am Neuen Markt	196
5.3.3.12	Handelsperformance der Designated-Sponsors	201
5.3.4	Zusammenfassung	203
6	Schlussbetrachtung	209
6.1	Zusammenfassung der Ergebnisse	209
6.2	Ansatzpunkte weiterer wissenschaftlicher Forschung	214
6.3	Gestaltungsempfehlungen für das Betreuerkonzept	215
Anhang		217
	Anhang 1: CAT - Teilnehmeranleitung	218
	Anhang 2: CAT - Einschätzung des Unternehmensgewinns	225
	Anhang 3: Algorithmus - Verarbeitung der XETRA-Orders	226
	Literaturverzeichnis	229

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1:	Funktionen von Kapitalmärkten	9
Abbildung 2-2:	Determinanten eines Marktmodells für den Börsenhandel	11
Abbildung 2-3:	Market-Maker-System und kontinuierliche Auktion im Vergleich	21
Abbildung 2-4:	Dreidimensionaler Effizienzbegriff	23
Abbildung 2-5:	Zulassungsvoraussetzungen am Neuen Markt	41
Abbildung 3-1:	Angebots- und Nachfragekurven - mit und ohne der Bereitstellung von Immediacy.....	51
Abbildung 3-2:	Komponenten der Geld-Brief-Spanne und der Reservation-Quote.....	52
Abbildung 3-3:	Marktgleichgewicht bei einem stochastischen Orderstrom.....	55
Abbildung 3-4:	Geld-Brief-Spanne und der Profit des Market-Makers bei einem stochastischen Orderstrom nach GARMAN	58
Abbildung 3-5:	Die Position der Geld-Brief-Spanne in Abhängigkeit des Wertpapierbestandes des Market-Makers nach AMIHU/MENDELSON	59
Abbildung 3-6:	Rendite-Risiko-Kombinationen des Market-Maker- Portefeuilles nach STOLL.....	61
Abbildung 3-7:	Bestandhaltungskosten einer zusätzlichen Transaktion nach STOLL	62
Abbildung 3-8:	Die prozentuale Geld-Brief-Spanne in Abhängigkeit des Transaktionsvolumens nach STOLL.....	64
Abbildung 3-9:	Marktspanne in einem Market-Maker-System mit zwei konkurrierenden Market-Makern.	67

Abbildung 3-10:	Entwicklung der Marktspanne in Abhängigkeit der Bestandsveränderungen der Market-Maker nach HO/MACRIS	69
Abbildung 4-1:	Handelsbildschirm in CAT	86
Abbildung 5-1:	Effektive Geld-Brief-Spanne bei unterschiedlicher Betreueranzahl im Zeitraum '98.	145
Abbildung 5-2:	DM-Umsätze am Neuen Markt nach einer Neuemission	147
Abbildung 5-3:	Partizipationsraten der Betreuer nach einer Neuemission	149
Abbildung 5-4:	Käufe und Verkäufe der Betreuer nach einer Neuemission in DM	150
Abbildung 5-5:	Kumulierte Mittelzu- und -abflüsse der Betreuer in DM.....	152
Abbildung 5-6:	Anzahl der betreuten Titel im Neuen Markt und im MDAX, jeweils zum 30. September des entsprechenden Jahres.....	159
Abbildung 5-7:	Ordervolumen der Designated-Sponsors am Neuen Markt und im MDAX im Untersuchungszeitraum	161
Abbildung 5-8:	Umsatzsätze in XETRA und Partizipationsrate der Designated-Sponsors im Untersuchungszeitraum.....	168
Abbildung 5-9:	Marktanteile an den Titeln des Neuen Marktes	169
Abbildung 5-10:	Current-Spreads und Spreads der Designated-Sponsors im Neuen Markt und im MDAX	178
Abbildung 5-11:	Current-Spreads und Spreads der Designated-Sponsors im MDAX 1 und MDAX 2	178
Abbildung 5-12:	Orderbuchpositionen – Neuer Markt	187
Abbildung 5-13:	Orderbuchpositionen – MDAX.....	188
Abbildung 5-14:	Durchschnittliche Geld-Brief-Spanne des Marktes bei unterschiedlicher Anzahl von Designated-Sponsors am Neuen Markt	192

Abbildung 5-15:	Durchschnittliche Geld-Brief-Spanne des Marktes bei unterschiedlicher Anzahl von Designated-Sponsors im MDAX.....	193
Abbildung 5-16:	Durchschnittliches Handelsvolumen eines Titels am Neuen Markt nach einer Neuemission	198
Abbildung 5-17:	Partizipationsraten der Designated-Sponsors nach einer Neuemission	198
Abbildung 5-18:	Käufe und Verkäufe der Designated-Sponsors nach einer Neuemission	199
Abbildung 5-19:	Geld-Brief-Spanne und Spreads der Designated-Sponsors nach einer Neuemission.....	200

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1:	Anzahl gelisteter Unternehmen an internationalen Börsenplätzen (Dezember 1998).....	32
Tabelle 2-2:	Orderbuchumsätze an deutschen Kassamärkten (September 1999)	34
Tabelle 2-3:	Ratingklassen für die Leistung der Designated-Sponsors.....	46
Tabelle 3-1:	Marktspanne in Abhängigkeit der Anzahl der Market- Maker.	68
Tabelle 4-1:	Übersicht über die Experimentserien	90
Tabelle 4-2:	Vermögensstruktur und Informationsabrufe der Teilnehmer.....	93
Tabelle 4-3:	Analyse der Market-Maker-Aktivitäten pro Periode.....	95
Tabelle 4-4:	Anteile der Order in unterschiedlichen Orderbuchsituationen in %	96
Tabelle 4-5:	Handelserfolg der Market-Maker.....	98
Tabelle 4-6:	Marktkennziffern.....	101
Tabelle 4-7:	Regressionsanalyse der Bewertungseffizienz	103
Tabelle 4-8:	Fehlbewertung	104
Tabelle 4-9:	Gewonnene Wetten	104
Tabelle 5-1:	Schematisierung der Untersuchungen	110
Tabelle 5-2:	Klassifizierung der Datenbasis der Untersuchung	119
Tabelle 5-3:	Teilnahme der Betreuer an den Kursfeststellungen	120
Tabelle 5-4:	Transaktionen, Orders und Transaktionsquoten der Betreuer	124
Tabelle 5-5:	Partizipationsraten der Betreuer	126

Tabelle 5-6:	Partizipationsraten der Betreuer in den fünf umsatzstärksten und umsatzschwächsten Titeln im <i>Zeitraum '98</i>	128
Tabelle 5-7:	Korrelationen zwischen Liquiditätskennzahlen und Partizipationsraten der Betreuer im <i>Zeitraum '98</i>	129
Tabelle 5-8:	Geld-Brief-Spannen und Betreuerspannen	132
Tabelle 5-9:	Abstand der nicht ausgeführten Orders zur Spanne und zum Preis.....	137
Tabelle 5-10:	Geld-Brief-Spanne mit und ohne Anwesenheit einer Betreuerorder im Orderbuch.	140
Tabelle 5-11:	Korrelationen zwischen der Geld-Brief-Spanne und der Anzahl der Betreuer für den <i>Zeitraum '98</i>	143
Tabelle 5-12:	Regressionsanalyse –Einflussfaktoren auf die effektive Geld-Brief-Spanne, <i>Zeitraum '98</i>	145
Tabelle 5-13:	Gewinne und Verluste der Betreuer.....	153
Tabelle 5-14:	Anteile der Designated-Sponsors an der Anzahl der Orders und an den geordneten Stückzahlen.....	162
Tabelle 5-15:	Orderanteile der Designated-Sponsors in den fünf Aktien mit jeweils dem größten und kleinsten Ordervolumen im MDAX	163
Tabelle 5-16:	Orderanteile der Designated-Sponsors in den fünf Aktien mit jeweils dem größten und kleinsten Ordervolumen im Neuen Markt	163
Tabelle 5-17:	Transaktionsquoten unterschiedlicher Marktteilnehmer.....	164
Tabelle 5-18:	Minimale und maximale Transaktionsquoten der Designated-Sponsors.....	165
Tabelle 5-19:	Transaktionskoeffizient der Designated-Sponsors	166
Tabelle 5-20:	Marktumsätze und Partizipationsraten der Designated- Sponsors in ausgewählten Aktien des Neuen Marktes im Untersuchungszeitraum.....	171

Tabelle 5-21:	Marktumsätze und Partizipationsraten der Designated-Sponsors in ausgewählten Aktien des MDAX im Untersuchungszeitraum	171
Tabelle 5-22:	Korrelationskoeffizienten zwischen dem XETRA-Umsatz und der Partizipationsrate der Designated-Sponsors	173
Tabelle 5-23:	Die Titel mit den jeweils größten und kleinsten Geld-Brief-Spannen im MDAX und die zugehörigen Partizipationsraten der Designated-Sponsors	175
Tabelle 5-24:	Die Titel mit den jeweils größten und kleinsten Geld-Brief-Spannen im Neuen Markt und die zugehörigen Partizipationsraten der Designated-Sponsors	175
Tabelle 5-25:	Korrelationskoeffizienten zwischen der Geld-Brief-Spanne und der Partizipationsrate der Designated-Sponsors	176
Tabelle 5-26:	Spread-Multiple nach Marktsegmenten	181
Tabelle 5-27:	Spread-Multiple und Geld-Brief-Spanne im Neuen Markt	181
Tabelle 5-28:	Spread-Multiple und Geld-Brief-Spanne im MDAX	182
Tabelle 5-29:	Korrelationskoeffizienten zwischen Spread-Multiple und Geld-Brief-Spanne	183
Tabelle 5-30:	Abstand der Quotes von der Orderbuchspitze in Prozentpunkten	184
Tabelle 5-31:	Marktphasen und Liquiditätsbeitrag der Designated-Sponsors	191
Tabelle 5-32:	Korrelation zwischen dem Current-Spread und der Anzahl der Designated-Sponsors	193
Tabelle 5-33:	Regressionsanalyse – Einflussfaktoren auf die Geld-Brief-Spanne am Neuen Markt	195

Tabelle 5-34:	Regressionsanalyse – Einflussfaktoren auf die Geld- Brief-Spanne im MDAX	195
Tabelle 5-35:	Neuemissionen im Untersuchungszeitraum	197
Tabelle 5-36:	Performance der Designated-Sponsors	202