

Marktreaktionen und Bilanzstruktur bei Kapitalerhöhungen am Neuen Markt

Von Jens Grunert, Mannheim, und Dirk Schiereck, Witten

I. Problemstellung

Marktreaktionen bei Kapitalmaßnahmen eines Unternehmens, insbesondere Kursbewegungen von bereits am Markt gehandelten Eigenkapitaltiteln, werden in Deutschland mindestens seit den späten 60er Jahren empirisch analysiert, wie die Arbeiten von Stahl (1969) und Hax (1971) dokumentieren. Eine Intensivierung und Ausweitung erfuhren diesbezügliche Forschungsanstrengungen in den frühen 90er Jahren mit dem Aufbau entsprechender Kapitalmarktdatenbanken.¹ Vor dem Hintergrund dieser bereits vorliegenden Erkenntnisse mag eine weitere Studie für Unternehmen, deren Aktien am Neuen Markt notiert werden, auf den ersten Blick nicht übermäßig erkenntnisfördernd erscheinen. Dieser Eindruck relativiert sich allerdings schnell, wenn zwei spezifische Charakteristika des Neuen Marktes berücksichtigt werden. Erstens ist der Neue Markt explizit als Marktsegment für Wachstumswerte positioniert. Dementsprechend kann bei den hier notierten Gesellschaften davon ausgegangen werden, daß sie zur Finanzierung ihrer stark expandierenden Geschäftstätigkeit wesentlich umfangreicher als Unternehmen in anderen Marktsegmenten den Kapitalmarkt für Eigenkapitalmaßnahmen frequentieren werden. Kapitalerhöhungen finden also in diesem Marktsegment mit einer viel höheren Wahrscheinlichkeit statt als anderswo. Dies wird auf informationseffizienten Kapitalmärkten antizipiert werden, so daß die Kursreaktionen bei einer tatsächlichen Ankündigung einer Kapitalerhöhung schwächer ausfallen sollten als an Märkten mit geringerer Intensität an externer Wachstumsfinanzierung. Hier setzt der erste Analyseschwerpunkt unserer Untersuchung an. Dabei stehen zwei Fragenkomplexe im Mittelpunkt der Betrachtung:

¹ Vgl. bspw. Gebhardt und Entrup (1993), Padberg (1996) oder Stehle, Ehrhardt und Przyborowsky (2000).

1. Welches Ausmaß nimmt der Ankündigungseffekt einer Kapitalerhöhung am Neuen Markt im Mittel an? Inwieweit lassen sich dabei Unterschiede zwischen verschiedenen Subsamples feststellen?
2. Wie verläuft die durchschnittliche Performance der Gesellschaften, die eine Kapitalerhöhung durchführen, im Vorfeld und in der Folge dieser Kapitalmaßnahmen?

Unternehmen des Neuen Marktes zeichnen sich neben der erhöhten Wahrscheinlichkeit für Kapitalmaßnahmen noch durch ein zweites in diesem Kontext relevantes Charakteristikum aus. Sie müssen strenge Informations- und Transparenzaufgaben erfüllen. So unterliegen sie bspw. der Pflicht zur Quartalsberichterstattung. Damit erscheint eine im Vergleich zu früheren Studien für den deutschen Markt erheblich erweiterte und zeitnähere Möglichkeit zur Analyse bilanzpolitischer Maßnahmen im Umfeld der Kapitalerhöhung gegeben. Diesem Aspekt widmet sich der dritte Fragenkomplex der Untersuchung:

3. Inwieweit unterscheiden sich die Bilanzstrukturen kapitalerhöhender Unternehmen von ansonsten vergleichbaren Gesellschaften am Neuen Markt? Und in welchem Umfang kommen (kurzfristig im Rahmen der Quartalsberichterstattung) bilanzpolitische Instrumente zum Einsatz, um dem Umfeld für eine Kapitalerhöhung ein besonders positives Bild vom Unternehmen zu vermitteln?

Mit diesen drei Fragenkomplexen ist die Untersuchung vergleichsweise breit angelegt. Eine darauf ausgerichtete Vorgehensweise wurde vor dem Hintergrund des noch kurzen gegebenen Untersuchungszeitraums gewählt. Es soll eine recht breite erste empirische Evidenz mit Blick auf die Kapitalerhöhungen am Neuen Markt geboten werden, die einerseits unter den Möglichkeiten der aktuell gegebenen Datenlage die verschiedenen Facetten dieses Forschungsfeldes umfassend adressiert und aufschlußreiche Ergebnisse präsentiert. Andererseits wird aber nachfolgend auch deutlich werden, daß verschiedene Aspekte auf mittlere Sicht bei erweiterter Datenbasis erneut analysiert werden sollten, um die hier vorgestellte empirische Evidenz zu validieren bzw. zu korrigieren.

Bevor die drei Fragenkomplexe näher behandelt werden, wird nachfolgend zunächst in Abschnitt II. kurz auf die bisher vorliegende empirische Evidenz und die theoretischen Ansätze zur Erklärung möglicher Kursreaktionen bei einer Kapitalerhöhung eingegangen. Insbesondere sind hier auch testbare Hypothesen zur Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen vorzustellen. Anschließend wird in Abschnitt III. der Aufbau unserer Untersuchung erläutert, bevor dann in

Abschnitt IV. die Ergebnisse zum Ankündigungseffekt von Kapitalerhöhungen am Neuen Markt und in Abschnitt V. die bilanzpolitischen Maßnahmen im Umfeld dieser Kapitalerhöhungen präsentiert werden. Abschnitt VI. faßt die wichtigsten Erkenntnisse zusammen und endet mit einem kurzen Ausblick.

II. Anmerkungen zum Stand der Forschung und Hypothesenableitung

Der Umfang theoretischer wie auch empirischer Forschung zur Erklärung der Auswirkungen von Kursreaktionen bei Kapitalerhöhungen hat seit langem ein unübersichtliches Ausmaß erreicht. Entsprechend finden sich auch ältere wie jüngere Übersichten, die den jeweils aktuellen Wissensstand auf diesem Gebiet aufbereiten.² Diese Untersuchung wird hier keinen weiteren Beitrag leisten, sondern beschränkt sich weitestgehend darauf, auf die relevante Literatur zu verweisen. Es wird lediglich auf einige neuere Erkenntnisse eingegangen, die ein immer noch bestehendes Defizit an tiefgehender Einsicht dokumentieren.

Die bislang vorliegende empirische Evidenz zur Kursreaktion bei der Ankündigung und in der Folge von Kapitalerhöhungen zeigt ein recht gemischtes Bild. Für den US-amerikanischen Aktienmarkt kommen insbesondere in den 80er Jahren Studien von Asquith und Mullins (1986), Barclay und Litzenberger (1988), Eckbo und Masulis (1992), Kalay und Shimrat (1987), Masulis und Korwar (1985), Mikkelsen und Partch (1986) sowie Schipper und Smith (1986) insgesamt zu signifikant negativen Kursreaktionen.³ In scharfem Gegensatz dazu zeigen Kato und Schallheim (1993) sowie Kang und Stulz (1996) für den japanischen Markt und Heiden, Gebhardt und Burkhardt (1997) sowie Padberg (1996) für Deutschland positive oder doch zumindest nicht negative Kurseffekte. Vor diesem Hintergrund kann es nicht verwundern, daß die theoretisch orientierte Literatur Erklärungsansätze für beide Kursrichtungen bietet.

² Vgl. bspw. *Smith* (1986), *Eckbo und Masulis* (1995), *Armitage* (1998) oder *Thies* (2000).

³ Vgl. ähnliche Ergebnisse für den französischen Aktienmarkt von *Gajewski und Ginglinger* (1998). Als interessante Gruppe mit gegengerichteten Kursreaktionen stellen sich die an den US-Börsen notierten ADRs heraus. Kapitalerhöhungen von über ADRs gelisteten Unternehmen weisen signifikant positive Kursreaktionen auf, vor allem in der Untergruppe der aus den sogenannten Emerging Markets stammenden Gesellschaften. Vgl. *Callaghan, Kleiman und Sahu* (2000).

Diese möglichen Erklärungsmuster lassen sich, wie bereits Gebhardt und Entrup (1993) zeigen, in drei Klassen eingruppieren. In der ersten Klasse werden Ansätze subsumiert, die über Vermögensverschiebungseffekte argumentieren. So senkt eine Kapitalerhöhung den Verschuldungsgrad einer Unternehmung. Folglich sinkt das Risiko von Fremdkapitaltiteln des Emittenten, deren Wert *ceteris paribus* steigt. Unter spezifischen Annahmen läßt sich nun zeigen, daß der Wert der ausstehenden Eigenkapitaltitel sinkt, wenn der Wert einer Unternehmung durch die Kapitalerhöhung genau um den Wert der neu ausgegebenen Eigenkapitaltitel erhöht wird.⁴ Somit führt die Ausgabe neuer Aktien zu einer Vermögensverschiebung zu Lasten der Altaktionäre.⁵ Eine weitere negative Vermögensverschiebung zu Lasten der Altaktionäre ließe sich auch durch eine steuerliche Benachteiligung der Eigenkapitalfinanzierung erklären.⁶

Hypothese V1: Aufgrund von Vermögensverschiebungseffekten ist bei der Ankündigung einer Kapitalerhöhung mit einer negativen Kursreaktion zu rechnen, die mit zunehmender Veränderung des Verschuldungsgrades steigt.

Die in den USA übliche Form der Kapitalerhöhung schließt das Bezugsrecht der Altaktionäre aus.⁷ Bis zur Änderung des deutschen Aktienrechts vom 10.08.1994 war ein Bezugsrechtsausschluß hierzulande nur in engen Grenzen möglich. Durch § 186 (3) AktG ist der Ausschluß inzwischen zwar erleichtert, aber nach wie vor wird überwiegend die Emissionsform unter Beibehaltung des Emissionsrechts gewählt.⁸ Wird eine Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts beschlossen und durch den festgelegten Bezugskurs ein Underpricing induziert,⁹ kommt es zu einer Vermögensverschiebung zu Lasten der Altaktionäre.¹⁰

⁴ Vgl. die Literaturübersicht bei *Thies* (2000), S. 56 ff.

⁵ Vgl. auch *Heiden, Gebhardt und Burkhardt* (1997), S. 7.

⁶ *Padberg* (1996) sowie *Heiden, Gebhardt und Burkhardt* (1997) leiten aus dem deutschen Steuersystem die Hypothese ab, daß eine negative Kursreaktion zu erwarten ist.

⁷ Vgl. *Eckbo und Masulis* (1995), S. 1029.

⁸ Vgl. *Thies* (2000), S. 171.

⁹ Die Regelung des § 186 (3) soll einem derartigen Underpricing allerdings vorbeugen.

¹⁰ Auch im Kontext der nachfolgend beschriebenen Signaleffekte lassen sich die in Hypothese V2 genannten Reaktionen erklären. Da die Reaktionen tendenziell gleichgerichtet verlaufen, wird auf die Darlegung dieses Erklärungsansatzes verzichtet; vgl. *Myers und Majluf* (1984), *Heinkel und Schwartz* (1986) und *Eckbo und Masulis* (1992).

Hypothese V2: Bezugsrechtsausschlußemissionen lösen eine negative, Bezugsrechtsemissionen hingegen keine Kursreaktion aus.

Abgesehen von den Vermögensverschiebungseffekten basieren alle weiteren hier diskutierten Erklärungsansätze für Kursreaktionen bei einer Kapitalerhöhung auf asymmetrischen Informationsstrukturen, die entweder das Management bzw. zusätzlich einzelne Altaktionäre mit überlegenem Wissen modellieren oder für potentielle zukünftige Aktionäre eine fehlende Wahrnehmung dieser Anlagealternative unterstellen. In unserem Zusammenhang stellt sich somit u.a. die Frage, wie durch die Gestaltung der Kapitalstruktur das Risiko, das sich aus dem Handlungsspielraum der Unternehmensleitung ergibt, gesenkt werden kann. Die Anreize für die Unternehmensleitung sollen derart vorgegeben werden, daß die Erfüllung ihrer Ziele auch denen der Anteilseigner dient, um so die Agency-Kosten zu senken.

Da die Marktteilnehmer generell eine überlegene Information des Management unterstellen können, kann dieses umgekehrt Kapitalmaßnahmen nutzen, um seine Information dem Markt zu signalisieren (Signaleffekte). Neben der grundlegenden Arbeit von Myers und Majluf (1984) wurden entsprechende Modelle bspw. von Ross (1977) und Blazenko (1987) entwickelt. Da die Aufnahme von Fremdkapital mit vertraglich fest vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen verbunden ist, wird das Management nur dann Fremdkapital aufnehmen, wenn die Rückzahlungen aus der Mittelverwendung besonders hoch und sicher sind. Somit sollte die Ankündigung einer Fremdkapitalemission eine positive, die einer Eigenkapitalemission eine negative Kursreaktion auslösen. Denn die Möglichkeit der Fremdfinanzierung wird laut dieser Argumentation nur gewählt, wenn die Eigenkapitaltitel unterbewertet oder die Erlöse aus der Investition besonders sicher sind. Differenzierter und für den hier betrachteten Kontext passender argumentieren Ambarish, John und Williams (1987), die in einer Erweiterung von Myers und Majluf (1984) die Finanzierungsentscheidung nicht nur als Signal über den Wert bestehenden Vermögens modellieren, sondern auch Wachstumsaussichten berücksichtigen. Bei Unternehmen in reifen Industrien überwiegt als Informationsgrundlage danach das bestehende Vermögen und es werden negative Kursreaktionen vorausgesagt. Bei Wachstumswerten wie den am Neuen Markt notierten Gesellschaften signalisiert eine Eigenkapitalaufnahme dagegen neue Wachstumsmöglichkeiten und impliziert positive Kursreaktionen.

Hypothese S1: Aufgrund von Kapitalstruktursignalen ist eine positive Reaktion auf die Ausgabe neuer Aktien zu erwarten.

Gemäß Miller und Rock (1985) besitzt das Management einen Wissensvorsprung gegenüber außenstehenden Investoren bezüglich des aktuellen Cash-flow, der sich aus der vergangenen Investitionstätigkeit ergibt, während gleichzeitig homogene Erwartungen über das zukünftige Investitionsprogramm bestehen, das unabhängig von der Finanzierung ist. Eine unerwartete Mittelaufnahme bedeutet dann einen geringer ausfallenden Cash-flow aus der vergangenen Investitionstätigkeit. Fällt jedoch eine erwartete Mittelaufnahme in der Höhe geringer als vom Markt erwartet aus oder unterbleibt ganz, spricht dies für einen höheren Cash-flow. Ein niedrigerer (höherer) Cash-flow bedeutet einen niedrigeren (höheren) Unternehmenswert.

Hypothese S2: Eine unerwartete Mittelaufnahme lässt eine negative Kursreaktion erwarten, die mit der Höhe des relativen Emissionsvolumens negativ korreliert.

In ähnlicher Weise lässt sich mit Blick auf die Verwendung der neu aufgenommenen Mittel argumentieren. So modellieren, wie schon zu S1 ausgeführt, Ambarish, John und Williams (1987) Kapitalerhöhungen als Signale für konkrete Verwendungszwecke (Wachstumsmöglichkeiten), die zu positiven Kursreaktionen führen können. So wird bspw. für US-amerikanische Energieversorger, deren Kapitalverwendung einfach abzuschätzen ist, in der Regel eine positive Kapitalreaktion erwartet.¹¹ Die empirische Evidenz zur Angabe des Verwendungszwecks ist allerdings gemischt. Während McConnell und Muscarella (1985) und Pilotte (1992) Resultate in entsprechender Richtung präsentieren, können Masulis und Korwar (1986) sowie Jung, Yong-Cheol und Stulz (1996) diese Erkenntnis nicht bestätigen. Insgesamt zeigt aber die US-amerikanische Evidenz für das Gegenereignis eine eindeutige Tendenz. Wird bei der Ankündigung einer Kapitalerhöhung nicht angegeben, zu welchem Zweck die Mittel eingesetzt werden, wird dies als negatives Signal gewertet.

¹¹ Vgl. Thies (2000), S. 175 f., und die dort angegebene Literatur.

Hypothese S3: Eine Mittelaufnahme ohne Angabe des Verwendungszwecks führt zu negativen Kursreaktionen, bei Nennung des Verwendungszwecks bleibt die Reaktion unbestimmt.

Auch einzelne Aktionäre können über überlegene Information verfügen. Ausgehend von Überlegungen von Leland und Pyle (1977) sowie Jensen (1986) wird angenommen, daß Investoren, die einen hohen Anteil an einem Unternehmen halten, dieses erfolgreicher überwachen, da sie besser mit Informationen versorgt werden, über eine bessere Informationsverarbeitung verfügen und vor allem einen besonderen Anreiz zum Monitoring besitzen, da sie auch in großen Teilen von dieser Aktivität profitieren. Zudem hat diese Anlegergruppe einen großen Teil ihres Vermögens in diese Gesellschaft investiert und verzichtet so auf eine breitere Diversifikation. Die Problematik der Überinvestition kann dann reduziert werden, da die Unternehmensleitung durch eine stärkere Kontrolle in ihrer Handlungsfreiheit eingeschränkt ist.¹²

Hypothese S4: Geringer Streubesitz führt zu einer positiveren Kursreaktion auf eine Kapitalerhöhungsankündigung als hoher Streubesitz.

Wurde bisher auf das mit asymmetrischer Information versehene Verhältnis zwischen Management und Marktteilnehmern mit der daraus resultierenden Erwartungshaltung bezüglich des Unternehmenswertes sowie auf mögliche Vermögensverschiebungseffekte durch eine veränderte Kapitalstruktur fokussiert, wird nun auf den Einfluß von allgemeinen Informationsdefiziten auf das Anlegerverhalten abgezielt.

Die Ankündigung einer Kapitalerhöhung löst in der Regel eine zusätzliche Publizität in Form von Unternehmensanalysen und Presseberichten aus. Dies führt zu einer zusätzlichen Informationsversorgung der Marktteilnehmer verbunden mit einer größeren Anzahl an Personen, denen das Unternehmen bekannt ist. Eine Reihe empirischer Studien vor allem in angloamerikanischen Ländern belegt eine höhere (risikobereinigte) Rendite kleinerer Unternehmen im Vergleich zu größeren. Das Modell von Merton (1987) erklärt diese Überrendite kleinerer Aktiengesellschaften über eine geringere Menge und Qualität an Informationen. Merton (1987) leitet in seinem Modell ein Kapitalmarktgleichgewicht bei unvollständiger

¹² Für entsprechende empirische Evidenz vgl. *Wruck* (1989) sowie die Übersicht bei *Thies* (2000), S. 215 ff.

ger Information ab. Dabei besteht die unvollständige Information in einer Komponente mit Informationen über den Gesamtmarkt, die alle Anleger besitzen, und einer firmenspezifischen Komponente, die die Rendite einer Aktie maßgeblich bestimmt, jedoch nur einer kleinen Anlegergruppe zugänglich ist. Das Modell unterstellt, daß ein Anleger nur dann in ein Wertpapier investiert, wenn er firmenspezifische Informationen besitzt. Merton (1987) zeigt, daß der Marktwert eines Unternehmens mit zunehmender verfügbarer Informationsmenge steigt. Unter der Annahme, daß die Anleger nur über ein begrenztes Vermögen verfügen, steigert jede Maßnahme, die zu einer Erhöhung der Informationsmenge und somit einer Vergrößerung des Investorenkreises führt, den Marktwert des Unternehmens. Eine erhöhte Publizität, die durch die Ankündigung einer Kapitalerhöhung ausgelöst wird, verbessert die Informationslage.¹³

Hypothese II: Kapitalerhöhungen erweitern die Informationsbasis und lassen eine positive Kursreaktion erwarten. Diese Kursreaktion fällt um so stärker aus, je kleiner die Unternehmen sind.¹⁴

Die Aussagefähigkeit dieser sieben Hypothesen wird nachfolgend für den Neuen Markt untersucht. Die Literatur bietet noch eine ganze Reihe weiterer Erklärungsmuster für Werteffekte auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen, wie bspw. Padberg (1996) und Thies (2000) ausführlich dokumentieren. Da aber im Rahmen der nachfolgend vorgestellten Untersuchung bei der Interpretation der Ergebnisse nicht zwischen den oben angeführten Hypothesen und alternativen Erklärungsmustern diskriminiert werden kann, beschränken sich die Ausführungen hier auf die in ähnlichen Untersuchungen regelmäßig genannten Ansätze.

III. Untersuchungsaufbau

Seit Gründung im Mai 1997 bis zum Stichtag dieser Untersuchung, dem 21. Juni 2000, haben 28 der zu diesem Zeitpunkt am Neuen Markt

¹³ Grundsätzlich sind auch andere Indikatoren der Informationsbereitstellung denkbar, bspw. die Anzahl an Analysten oder Betreuer pro Wert. Diese Größen unterlagen aber während der von uns analysierten Untersuchungsperiode einer sehr dynamischen Entwicklung, die die Aussagekraft derartiger Größen im hier betrachteten Kontext fraglich erscheinen läßt.

¹⁴ Es kann insgesamt ausgeschlossen werden, daß diesem Effekt ein spezifischer Finanzierungsvorteil größerer Gesellschaften aufgrund von Skaleneffekten bei der Kapitalaufnahme entgegenläuft; vgl. Altinkilic und Hansen (2000) sowie Bühner und Kaserer (2001).

notierten 261 Unternehmen eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlage durchgeführt, vier dieser Unternehmen waren bereits zweimal auf diese Weise aktiv. Von den insgesamt 32 Kapitalerhöhungen erfolgten 18 Emissionen auf dem Weg der Bezugsrechtsemission und 14 als freie Emission.¹⁵ In die Untersuchungsgesamtheit gelangten ausschließlich tatsächlich durchgeführte Aktienemissionen; angekündigte, aber nicht durchgeführte bleiben unberücksichtigt. Tabelle 1 faßt die betrachteten Kapitalerhöhungen mit den für die Untersuchung relevanten Daten zusammen.

Der erste Teil der empirischen Analyse nutzt das Instrument der Ereignisstudie. Als Ereignistag t_0 wird der Tag der ersten öffentlichen Mitteilung durch das Unternehmen definiert.¹⁶ Aufgrund der Ad-hoc-Publizitätspflicht über kursrelevante Informationen konnte dieses Datum in fast allen Fällen der Ad-hoc-Meldung mit Hilfe der Datenbank der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität entnommen werden.¹⁷

Zur Ermittlung der Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung der Kapitalerhöhungen werden verschiedene Untersuchungszeiträume betrachtet, die alle in einem Intervall von 30 Börsenhandelstagen vor und nach dem Ereignistag t_0 liegen. Für diese Periode liegen Parkettschlußkurse von der Frankfurter Wertpapierbörse vor. Auf Basis dieser Kursdaten wurden nach Bereinigung um Bezugsrechtsabschläge, Dividendenzahlungen und sonstige Kapitalmaßnahmen marktadjustierte Überrenditen (ÜR) ermittelt. Als Marktwerte wurden dabei die Schlußkurse der jeweiligen Branchenindizes an der Frankfurter Wertpapierbörse im Untersuchungszeitraum herangezogen. Ein Problem ergab sich dadurch, daß die insgesamt 10 Branchenindizes erst am 15. Mai 2000 von der Deutschen Börse AG mit einer Basis von 100 Punkten zum 31. Dezember 1999 eingeführt und bis zu unterschiedlichen Zeitpunkten zurückgerechnet wurden.¹⁸ Konnten aufgrund fehlender Rückrechnung der Indizes keine

¹⁵ Vgl. die Internetseite der Deutschen Börse AG, das Archiv von Frankfurter Allgemeine Zeitung und Handelsblatt sowie die Datenbank der DGZ·DekaBank, Frankfurt.

¹⁶ Prognosen über eine bevorstehende Kapitalerhöhung der Presse wurden nicht berücksichtigt.

¹⁷ Vier Ankündigungen lagen nicht in elektronischer Form als Ad-hoc-Meldung vor und konnten nicht mittels des Archivs des Handelsblattes oder der Frankfurter Allgemeinen Zeitung eingesehen werden. Hier wurde der Angabe der betreffenden Investor-Relations-Abteilungen vertraut. Es handelt sich um die Kapitalerhöhungen folgender Unternehmen: Highlight Communications, Hunzinger, Mensch und Maschine sowie Sachsenring.

¹⁸ Die Deutsche Börse AG hat die Unternehmen des Neuen Marktes in folgende Branchen eingeteilt (in Klammern das jeweilige Datum der Rückrechnung): Bio-

Tabelle 1
Untersuchungssample

Unternehmen	Ankündi- gung	Durch- führung	Branche	Bezugs- recht	relatives Emissionsvolumen
ACG	21.01.00	Mrz 00	Technology	FE	6,67
Advanced Medien	28.04.00	Mai 00	Media	BR	25,00
Articon	22.03.00	Apr 00	Internet	BR	11,11
BB Biotech (1)	06.05.98	Mai 98	Biotechnology	FE	20,51
BB Biotech (2)	14.04.00	Apr 00	Biotechnology	FE	15,60
Bertrandt	24.06.99	Jul 99	Industrial	FE	10,00
Cancom	21.03.00	Jun 00	IT Services	BR	16,67
CE Consumer	08.03.00	Apr 00	Technology	BR	9,09
D. Logistics	20.01.00	Jan 00	Industrial	FE	10,00
EM.TV (1)	07.12.98	Dez 98	Media	FE	9,80
EM.TV (2)	16.09.99	Nov 99	Media	FE	9,75
Highlight Com.	30.05.00	Jun 00	Media	FE	10,00
Hunzinger	18.02.00	Mai 00	Industrial	BR	10,00
InternetMediaHouse	17.02.00	Apr 00	Internet	FE	10,00
Intertainment	15.06.00	Jul 00	Media	BR	20,00
Kinowelt	12.08.99	Okt 99	Media	BR	20,00
Lintec	02.08.99	Sep 99	Technology	BR	10,00
MB Software	21.07.99	Nov 99	Software	FE	9,67
Mensch und Masch.	30.03.98	Jun 98	Software	BR	10,00
Mobilcom (1)	07.10.97	Dez 97	Telecom.	BR	6,25
Mobilcom (2)	29.05.98	Jun 98	Telecom.	BR	5,88
MWG Biotech	04.02.00	Feb 00	Biotechnology	FE	10,00
PSI	05.04.00	Mai 00	Software	BR	5,00
Refugium	02.06.98	Jun 99	Medtech	BR	25,00
Sachsenring	13.02.98	Apr 98	Industrial	FE	7,62
Saltus	08.01.98	Apr 98	Industrial	BR	12,50
Senator Film	25.04.00	Mai 00	Media	BR	33,33
SER Systems (1)	05.01.98	Feb 98	Software	BR	25,00
SER Systems (2)	12.11.98	Mrz 00	Software	FE	9,25
Technotrans	30.03.00	Jun 00	Technology	BR	3,00
Teleplan	05.05.99	Jun 99	Industrial	FE	8,95
United Internet	08.03.99	Mrz 99	Internet	BR	20,00

Schlußkurse für das gesamte Untersuchungsintervall einer Kapitalerhöhung ermittelt werden, wurde zur Berechnung der Nemax-All-Share-Performanceindex, der bis zur Gründung des Neuen Marktes vorliegt, herangezogen. Zur Überprüfung der Signifikanz von Überrenditen werden parametrische t-Tests und verteilungsfreie Mann-Whitney-U-Tests genutzt. Von einer risikoadjustierten Renditeberechnung gemäß Marktmodell oder CAPM wurde nach wenigen Kontrollrechnungen abgesehen, da die individuellen Betas keinerlei zeitliche Stabilität aufwiesen.

Zur Untersuchung bilanzpolitischer Maßnahmen der Unternehmen im Umfeld der Kapitalerhöhungen, die den zweiten Teil der empirischen Analyse bildet, werden jeweils die Konzernjahresabschlüsse des Geschäftsjahres vor und nach der Kapitalerhöhung sowie die drei Quartalsberichte vor und zwei nach Durchführung der Kapitalmaßnahme herangezogen. Wurde die Kapitalerhöhung in so kurzem Abstand zur Erstemission getätigt, daß wegen fehlender Börsennotierung ein Konzernjahresabschluß vor der Kapitalerhöhung nicht vorliegt, bilden die jeweils vor Durchführung der Kapitalerhöhung erstellten Quartalsberichte die Grundlage der Analyse. Als Vergleichsmaßstab dienen die Konzernjahresabschlüsse für das Jahr 1999 eines in Abschnitt V.1. näher vorgestellten Vergleichssamples.

IV. Kapitalmarktreaktionen

1. Kursreaktionen auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen am Neuen Markt

Im ersten Untersuchungsschritt wird die Kursreaktion auf die Ankündigung einer Kapitalerhöhung für die Untersuchungsgesamtheit analysiert. Dabei ist ein schwach signifikant positiver Ankündigungseffekt von 1,91% im Zeitraum direkt um die Ankündigung (t_{-2} bis t_1) festzustellen, der vor allem in t_1 anfällt. Dieses Ergebnis entspricht den gleichgerichteten Erkenntnissen anderer Untersuchungen für den deutschen Markt,¹⁹ steht aber im Gegensatz zu den Erkenntnissen verschiedener Untersuchungen für den US-Markt, die signifikant negative Überrenditen berichten. Die aus der Hypothese V1 (Vermögensverschiebungseff-

technologie (30.12.97), Financial Services (20.7.99), Industry and Industrial Services (30.12.97), Internet (9.7.98), IT Services (29.6.98), Media & Entertainment (13.5.98), Medtech and Healthcare (9.7.98), Software (30.12.97), Technology (30.12.97) und Telecommunications (30.12.97).

¹⁹ Vgl. bspw. Brakmann (1993) oder Padberg (1995).

Tabelle 2
Ankündigungseffekt der Untersuchungsgesamtheit

Tag bzw. Zeitraum	Überrendite in %	t-Werte	Anteil positiver Überrenditen in %
t-30 bis t-21	1,6984	0,6025	50,00
t-20 bis t-11	-0,8697	-0,4227	50,00
t-10 bis t-3	2,1572	0,9393	59,38
t-2	0,8070	1,2070	56,25
t-1	-0,0700	-0,1200	40,63
t0	0,0410	0,0420	37,50
t1	1,1541	1,1290	53,13
t-2 bis t1	1,9135	1,3105*	50,00
t2	-0,1230	-0,1850	43,75
t3	-0,2060	-0,4150	46,88
t4 bis t10	0,1053	0,0293	43,75
t11 bis t10	-0,0441	-0,0278	46,88
t21 bis t30	0,9641	0,2795	34,38

*, ** signifikant auf dem 10%- bzw. 5%-Niveau

fekte) abgeleitete Erwartung negativer Reaktionen wird somit nicht unterstützt, Hypothese S1 (Kapitalstruktursignale) dagegen empirisch unterlegt. Allerdings wird das Resultat dieser Untersuchung durch den gleichen Anteil positiver wie negativer Überrenditen von jeweils 50 % relativiert. Tabelle 2 gibt einen Überblick über die durchschnittlichen Überrenditen der insgesamt 32 Kapitalerhöhungen.

Die gleich hohe Zahl positiver wie negativer Ankündigungseffekte läßt vermuten, daß sich das Untersuchungssample nicht homogen verhält. Dementsprechend wird nachfolgend anhand der verschiedenen eingangs angesprochenen, aus der Literatur abgeleiteten Kriterien analysiert, inwieweit sich innerhalb der Untersuchungsgesamtheit Subsamples identifizieren lassen, die sich durch eine einheitlichere Kursreaktion auszeichnen. Beginnen wird diese Betrachtung von Subsamples mit einer Unterscheidung nach Bezugsrechtsemissionen und freien Emissionen. Gemäß der Hypothese V2 sollten freie Emissionen eine negative, Bezugsrechtsemissionen hingegen keine Kursreaktion aufweisen, da Altaktionäre im

Kredit und Kapital 3/2002

Tabelle 3

Ankündigungseffekt bei Bezugsrechtsemissionen und freien Emissionen

Tag bzw. Zeitraum	BR-Emission – ÜR %	t-Werte	Freie Emission – ÜR %	t-Werte	PG Mann-Whitney
t-2	1,9980	1,9980**	-0,6180	-0,6180	-1,861**
t-1	-0,9144	-1,1926	1,0107	1,0107	1,595**
t0	0,3272	0,2823	-0,3280	-0,3280	-0,228
t1	1,1372	0,7313	1,1757	1,1757	0,304
t-2 bis t1	2,4756	1,1264	1,1914	1,1914	-0,266

*, ** signifikant auf dem 10%- bzw. 5%-Niveau

zweiten Fall durch das Bezugsrecht vor einem Vermögensverlust geschützt sind.

Nach den vorliegenden Ergebnissen kann die Bedeutung der Hypothese V2 für den Neuen Markt nicht bestätigt werden. Freie Emissionen verzeichnen eine nicht signifikante positive Überrendite von +1,19%, Bezugsrechtsemissionen von +2,48%. Die Vorhersage, daß die Ankündigung einer Bezugsrechtsemission keine Kursreaktion auslöst, kann zum 5%-Signifikanzniveau abgelehnt werden. Die Differenz zwischen den Ankündigungseffekten bei freien Emissionen und Bezugsrechtsemissionen ist gemäß Mann-Whitney-U-Test zum 5%-Niveau als signifikant einzustufen.

In der Reihenfolge der in Abschnitt II. angeführten Hypothesen ist als nächstes eine größenspezifische Unterteilung der Untersuchungsgesamtheit anhand des relativen Emissionsvolumens vorzunehmen. Miller und Rock (1985) sehen diese Größe als gut korrelierende Proxy für den Grad an Überraschung, der sich bei den Anlegern mit der Ankündigung einstellt. Je höher das Überraschungsmoment ist, um so negativer wird demnach der Ankündigungseffekt geraten, bzw. je geringer das relative Emissionsvolumen bemessen ist, desto niedriger sollte die negative Kursreaktion bei Ankündigung der Kapitalmaßnahme ausfallen.

Das relative Emissionsvolumen wird anhand des Bezugsverhältnisses bzw. der prozentualen Veränderung der Anzahl der ausgegebenen Aktien bestimmt. Als gegriffener Trennwert werden 10% des relativen Emissionsvolumens festgelegt, so daß alle Kapitalerhöhungen mit einem relativen Emissionsvolumen von mehr als 10% die Teilgruppe der großen

Tabelle 4

Ankündigungseffekt bei großen und kleinen relativen Emissionsvolumina

Tag bzw. Zeitraum	Große rel. EV – ÜR %	t-Werte	Kleine rel. EV – ÜR %	t-Werte	PG Mann- Whitney
t-2	2,2340	1,8820**	-0,0490	-0,0490	-1,440*
t-1	-1,3100	-1,3800*	0,6720	0,6720	1,557*
T0	1,7120	1,4040*	-0,9620	-0,9620	-1,752**
T1	0,1692	0,0906	1,7450	1,7450	1,168*
t-2 bis t1	3,0138	1,0127	1,2534	1,2534	-0,389

*, ** signifikant auf dem 10%- bzw. 5%-Niveau

Emissionsvolumina (12 Kapitalmaßnahmen) und die übrigen das Subsample der kleinen Emissionsvolumina (20) bilden.²⁰ Tabelle 4 faßt die Erkenntnisse dieser Analyse zusammen.²¹

Entgegen den Erwartungen zeigen Kapitalerhöhungen mit großem relativen Emissionsvolumen tendenziell positive signifikante Überrenditen im Intervall t_{-2} bis t_0 . Die Unterschiede in der Performance der beiden Subsamples sind signifikant, aber mit wechselnden Vorzeichen, die Hypothese S2 wird somit nicht durch die hier gefundenen Ergebnisse gestützt.

Eine Kapitalerhöhung wird immer dann auch von den Anteilseignern erwartet werden, wenn der Verwendungszweck bereits im Vorfeld zu erkennen ist. Dementsprechend ist anzunehmen, daß Kapitalerhöhungen, deren Verwendungszweck bei der Ankündigung explizit genannt wird, weniger überraschend sind als Kapitalmaßnahmen mit unspezifizierter Verwendung (Hypothese S3). Zudem können Kapitalerhöhungen mit Verwendungszweck, wie Ambarish, John und Williams (1987) theoretisch herleiten, Wachstumsaussichten signalisieren. Bei Durchsicht der Ad-hoc-Meldungen finden sich 15 Ankündigungen einer Kapitalerhöhung mit konkreter Angabe eines Verwendungszwecks, davon betreffen 14 Fälle eine Unternehmensübernahme oder eine Aufstockung bestehender

²⁰ Wie bereits Tabelle 1 dokumentiert, enthält unser Datensatz je 12 Kapitalerhöhungen mit einem relativen Emissionsvolumen größer und kleiner als 10 % und 8 mit genau 10 %.

²¹ Zum Ende dieses Abschnitts werden die Erkenntnisse im Rahmen einiger linearer Regressionsansätze überprüft. Dabei wird dann bei der Variable relatives Emissionsvolumen auf die Klassenbildung verzichtet und es werden direkt die jeweiligen Emissionswerte verwendet.

Tabelle 5
Ankündigungseffekt und Angabe des Verwendungszwecks

Tag bzw. Zeitraum	Mit Ver- wendung – ÜR %	t-Werte	Ohne Ver- wendung – ÜR %	t-Werte	PG Mann- Whitney
t-2	1,7770	1,7630**	-0,0640	-0,0800	-1,083*
t-1	1,4670	1,9960**	-1,7200	-1,9200**	-2,280**
t0	0,3870	0,3320	-2,3860	-2,2150**	-1,774**
t1	2,3720	1,5025*	0,1223	0,0744	-0,898*
t-2 bis t1	6,1678	2,7721***	-4,1239	-3,4115***	-3,524***

*, **, *** signifikant auf dem 10 %-, 5 %- bzw. 1 %-Niveau

Beteiligungen.²² In einer Meldung wird ein genau beschriebener Ausbau der bestehenden Unternehmensinfrastruktur als Verwendungszweck angegeben. Hinzu kommen 13 Unternehmensmeldungen, die keinen konkreten Investitionsanlaß enthalten.²³ Die deutlichen Unterschiede in der Kursreaktion der beiden Teilgruppen verdeutlicht Tabelle 5.

Einem signifikant positiven Ankündigungseffekt bei Angabe eines Verwendungszwecks von 6,2 % steht eine signifikant negative Kursreaktion von -4,1 % bei Fehlen eines Investitionsanlasses gegenüber, wobei die Streuung der Überrenditen bei Kapitalmaßnahmen mit konkretem Verwendungszweck deutlich größer ist. Die Ankündigungseffekte der beiden Teilgruppen sind hoch signifikant auf dem 1 %-Niveau.²⁴ Auch die Differenz zwischen den beiden Subsamples ist auf diesem Niveau als statistisch signifikant einzustufen. Offensichtlich besitzt diese Teilgruppenbildung eine große Aussagekraft zur Erklärung der stark divergierenden Kursentwicklungen im betrachteten Zeitintervall. Abbildung 1 unterstreicht diese Erkenntnis.

²² Zur Einordnung dieser Unternehmensübernahmen gilt es anzumerken, daß allein zwischen August 1999 und Januar 2001 von Unternehmen, die am Neuen Markt notiert sind, 246 größere Akquisitionen vorgenommen wurden. Vgl. *Welzbacher, Müller und Ricken* (2001).

²³ Die vier Kapitalerhöhungen, deren genaue Unternehmensmeldungen nicht vorliegen, wurden aus der Untersuchungsgruppe entfernt (Highlight Communications, Hunzinger, Mensch und Maschine, Sachsenring). Andeutungen einer möglichen Verwendung wurden nicht berücksichtigt.

²⁴ Einhergehend mit diesen Überrenditen liegt beim Intervall t_{-2} bis t_0 der Anteil positiver Überrenditen im Subsample mit Angabe des Verwendungszwecks bei 73,3 % gegenüber 15,4 %, wenn der Zweck nicht angegeben wird.

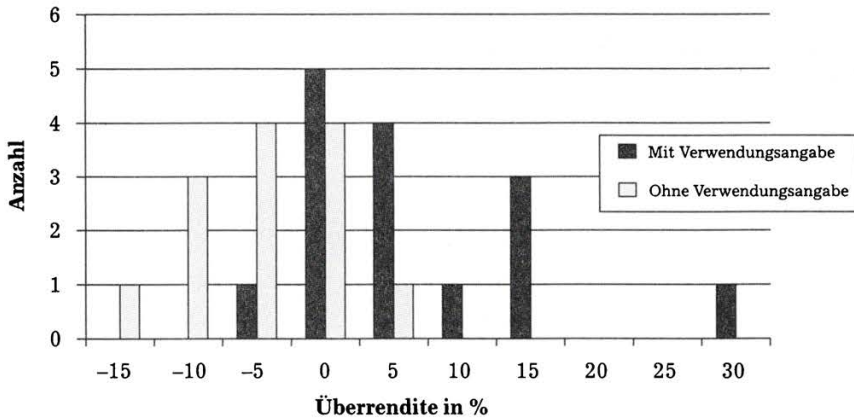


Abbildung 1: Ankündigungseffekt und Angabe des Verwendungszwecks

Als nächste Subsamplebetrachtung ist nun eine Analyse von Unternehmen mit hohem und geringem Streubesitzanteil vorzunehmen, um den Einfluß der Eigentümerstruktur auf den Ankündigungseffekt zu erfassen. Aufgrund einer besseren Kontrolle des Managements bei Eigentümern mit großen Aktienblöcken sollte gemäß Hypothese S4 der Ankündigungseffekt bei Unternehmen mit geringem Streubesitz positiver ausfallen als bei solchen mit hohem Streubesitz. Die Kapitalerhöhungen werden in 17, die von Unternehmen mit hohem, und 15, die von denen mit geringem Streubesitzanteil durchgeführt wurden, eingeteilt. Dabei reicht der jeweilige von einer breiten Aktionärsbasis gehaltene Anteil von 23,1% bis zu 100%.²⁵ Tabelle 6 zeigt, daß sich kein signifikanter Zusammenhang zwischen Streubesitzanteil und Kursreaktion im Zeitintervall t_{-2} bis t_1 nachweisen läßt.

Entgegen der Voraussage zeigt sich bei beiden Teilgruppen eine insignifikant positive Kursreaktion, die bei Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften mit großem Streubesitz sogar größer ausfällt. Insgesamt gibt es keine Bestätigung für die Hypothese S4.

Mit Blick auf die Literatur sind zusätzliche Erkenntnisse auch über Differenzierungen nach Größenkriterien zu erwarten. Aber gerade die

²⁵ Gemäß des Regelwerks des Neuen Marktes müssen die Aktien von Unternehmen des Neuen Marktes ausreichend gestreut sein. Sie gelten grundsätzlich als ausreichend gestreut, wenn 25% der Aktienstückzahl vom Publikum erworben worden sind. Zu diesem Grundsatz gibt es jedoch Ausnahmen, bei denen Prozentzahlen von 20 und 10 genügen.

Tabelle 6

Ankündigungseffekt bei Unternehmen mit hohem und geringem Streubesitz

Tag oder Zeitraum	Großer Streubesitz – ÜR %	t-Werte	Kleiner Streubesitz – ÜR %	t-Werte	PG Mann-Whitney
t-2	1,7960	1,9840**	-0,3140	-0,3460	-1,492*
t-1	0,1440	0,1900	-0,3200	-0,3400	-0,472
T0	0,1650	0,1420	-0,1000	-0,0640	-0,699
T1	0,1324	0,0998	2,3120	1,5159*	1,114*
t-2 bis t1	2,3147	1,0824	1,4589	0,6918	-0,699

*, ** signifikant auf dem 10%- bzw. 5%-Niveau

Heranziehung des prominentesten Größenmaßes, der Marktkapitalisierung, erweist sich für den Neuen Markt (als sich sehr dynamisch entwickelndes Börsensegment) bei einem Untersuchungszeitraum von mehr als drei Jahren als problematisch. Denn zur Bestimmung der Marktkapitalisierung wird in der Regel die Anzahl der ausgegebenen Aktien vor dem Ankündigungsdatum mit dem tagesgleichen Kurs multipliziert. Bei einer derartigen Vorgehensweise ändert sich der Trennwert zwischen großen und kleinen Unternehmen im Zeitablauf erheblich, wobei durch die extreme Kursentwicklung des Marktes insbesondere im Jahr 1999 Unternehmen, die zum Zeitpunkt ihrer Kapitalerhöhung rückblickend als klein einzustufen sind, bei der Einstufung der letzten Kapitalmaßnahmen dieser Untersuchung zu den größten zählen.²⁶ Deshalb wurde der 21. Juni 2000 als gemeinsamer Stichtag zur Bestimmung der Marktkapitalisierung gewählt. So wurde die Gesamtgruppe der Kapitalerhöhungen in 17, die von großen, und 15, die von kleinen Unternehmen durchgeführt wurden, eingeteilt.²⁷ Tabelle 7 präsentiert die Überrenditen der beiden Teilgruppen um das Ankündigungsdatum ihrer Kapitalerhöhungen.

Es zeigt sich ein vordergründig recht deutlicher Größeneffekt. Während bei kleinen Unternehmen eine auf dem 10%-Niveau signifikant positive Überrendite von durchschnittlich 3,93 % zu beobachten ist, läßt

²⁶ Ansonsten gelangen fast alle Kapitalerhöhungen der Jahre 1997 und 1998 aufgrund der starken Zunahme der Marktkapitalisierung der Unternehmen am Neuen Markt in die Teilgruppe der kleinen Kapitalerhöhungen.

²⁷ Die ungleiche Aufteilung ergibt sich dadurch, daß bei vier Unternehmen bereits zwei Aktienemissionen erfolgten.

Tabelle 7
Ankündigungseffekt bei großen und kleinen Unternehmen

Tag oder Zeitraum	Große Untern. Überrendite %	t-Werte	Kleine Untern. Überrendite %	t-Werte	PG Mann-Whitney
t-2	-0,0190	-0,330	1,7430	1,4160*	0,661
t-1	0,1220	0,1630	-0,2900	-0,3100	-0,397
T0	-0,0410	-0,0300	0,1330	0,1020	-0,094
T1	0,2006	0,1907	2,2347	1,2516	1,057*
t-2 bis t1	0,1381	0,1022	3,9257	1,4341*	0,850*

*, ** signifikant auf dem 10%- bzw. 5%-Niveau

sich bei großen Unternehmen kein signifikanter Ankündigungseffekt nachweisen. Auffällig ist die deutlich größere Streuung der Überrenditen bei Kapitalerhöhungen kleinerer Unternehmen, die auch dazu beiträgt, daß der Unterschied zwischen den Überrenditen von kleinen und großen Unternehmen nur als statistisch schwach signifikant eingestuft werden kann. In ihrer Tendenz können diese Ergebnisse zumindest als leichte Unterstützung der These herangezogen werden, daß ein Abbau der Informationsdefizite gerade bei kleinen kapitalerhöhenden Gesellschaften durch die Zunahme der Berichterstattung in den Medien nach einer Kapitalerhöhungsankündigung eintritt.

Die Analyse der Ankündigungseffekte anhand von einfachen Klassenbildungen erlaubt zwar weitgehende Einblicke in die Struktur der realisierten Überrenditen, sie läuft aber auch Gefahr, von einem alle übrigen Klassifikationen überlagernden Faktor dominiert zu werden. So muß die Frage gestellt werden, ob nicht vielleicht gerade die großen Unternehmen durchweg Kapitalerhöhungen mit kleinen relativen Emissionsvolumina unter genauer Spezifikation des Verwendungszwecks durchgeführt haben. Um derartige Effekte zu kontrollieren, soll der Ankündigungseffekt abschließend einigen linearen Regressionsanalysen unterzogen werden. Dabei wird untersucht, inwieweit die kumulierte Überrendite im Zeitraum t_{-2} bis t_1 durch verschiedene Kombinationen der fünf Variablen Marktkapitalisierung, relatives Emissionsvolumen, Streubesitzquote sowie als 0/1-Variablen Bezugsrecht und Verwendungszweck erklärt werden können. Da, wie erwähnt, bei 4 Kapitalerhöhungen der Wortlaut der Ankündigung nicht vorliegt und damit ein Hinweis auf die Angabe eines Verwendungszwecks offen bleibt, werden zunächst nur 28 Kapital-

Kredit und Kapital 3/2002

erhöhungen berücksichtigt. Da die Ergebnisse vollständig konform mit den bisher präsentierten Daten gehen, wird an dieser Stelle auf eine detaillierte Präsentation der Regressionskoeffizienten verzichtet. Eine Regression unter Einbeziehung aller Variablen inklusive des Verwendungszwecks liefert ein Bestimmtheitsmaß R^2 von 0,41 (adjustiert 0,28). Eine Regression mit dem Verwendungszweck als einzige Erklärungsvariable weist ein R^2 von 0,32 (adjustiert 0,30) aus, wobei in beiden Fällen dem Verwendungszweck ein auf dem 1%-Signifikanzniveau positiver Einfluß zukommt. Die Regression unter Ausschluß der Variable Verwendungszweck kommt sowohl für die bislang betrachteten 28 als auch bei Einbeziehung aller 32 Kapitalerhöhungen zu Resultaten, bei denen R^2 bei 0,04 liegt. Weitere über den bisherigen Stand hinausgehende Erkenntnisse liefern die Regressionsanalysen nicht.

Der insgesamt schwach signifikant positive Ankündigungseffekt am Neuen Markt steht im Einklang mit anderen Studien zum deutschen Gesamtmarkt, wohingegen Untersuchungen am US-amerikanischen Aktienmarkt eine negative Kursreaktion auf die Ankündigung einer Kapitalerhöhung nachweisen. Eine eindeutige Zuordnung dieser Erkenntnis zu den eingangs vorgestellten Untersuchungen kann allerdings angesichts der hohen Varianz in den Daten nur unter einigem Vorbehalt erfolgen. Die Ergebnisse weisen in Richtung der Hypothesen S1, S3 und I1, wobei letztgenannte die Frage aufwirft, warum in Deutschland die Wirkung des Abbaus der Informationsdefizite überwiegt. Die oftmals geäußerte Hypothese, die Informationsrisiken in Deutschland und anderen europäischen Ländern seien größer als in den USA, weil die Rechnungslegungsvorschriften dort mit der geringeren Anzahl an Wahlrechten in den US-GAAP im Gegensatz zu den besonders zahlreichen Wahlrechten nach deutschen Bewertungs- und Bilanzierungsrichtlinien wirken, greift hier nicht. Die Unternehmen am Neuen Markt sind verpflichtet, erhöhten Anforderungen an die Transparenz nachzukommen. So müssen sie zusätzlich einen Jahresabschluß nach US-GAAP, IAS oder HGB mit Überleitungsrechnung vorlegen, um so den Informationsbedürfnissen der Investoren nachzukommen. Die daraus konsequent sich ergebende Folge einer geringeren positiven Überrendite ist am Neuen Markt jedoch nicht nachzuweisen.

2. Aktienkursentwicklung vor und nach durchgeführter Kapitalerhöhung

Nach der Betrachtung der kurzfristigen Renditeentwicklung bei der Ankündigung von Kapitalerhöhungen am Neuen Markt wird in diesem Abschnitt der Fokus auf den tatsächlichen Durchführungszeitpunkt gerichtet. Es stellt sich die Frage, inwieweit am Neuen Markt notierte Unternehmen, die ihr Kapital erhöht haben, vor und nach dieser Kapitalmaßnahme eine Kursentwicklung aufgewiesen haben, die sich von ansonsten vergleichbaren Unternehmen unterscheidet.

a) Aktienkursentwicklung vor der Kapitalerhöhung

Eine erste naheliegende Vermutung zur Qualität der Unternehmen, die eine Kapitalerhöhung vorgenommen haben, geht davon aus, daß insbesondere die Gesellschaften zusätzliches Eigenkapital attrahieren können, die ihren Anteilseignern in der Vergangenheit eine besonders gute Rendite gebracht haben. Vor diesem Hintergrund wird im nächsten Analyseschritt untersucht, inwieweit kapitalerhöhende Unternehmen am Neuen Markt sich bereits bei ihrer Erstemission in Form überdurchschnittlicher Zeichnungsrenditen ausgezeichnet haben. Dabei gilt es insbesondere, das im gesamten Untersuchungszeitraum am Neuen Markt nahezu regelmäßig zu beobachtende Underpricing zu adjustieren.²⁸ Zu diesem Zweck werden die Zeichnungsrenditen der 27 betroffenen Unternehmen²⁹ zunächst um die Entwicklung des entsprechenden Branchenperformanceindex am Emissionstag bereinigt (ÜR Sample), d.h., es werden marktadjustierte Überrenditen berechnet.³⁰ In gleicher Weise wird die durchschnittliche Zeichnungsüberrendite aller Unternehmen jeder Branche berechnet (ÜR Branche), die als Vergleichsmaßstab dient. Die Differenz der Überrenditen der kapitalerhöhenden Unternehmen gegenüber den Branchenüberrenditen ergibt die Zeichnungsüberüberrendite am Emissionstag (ÜR Sample-Branche). Sie drückt das Mehr an Underpricing in der Stichprobe gegenüber ansonsten vergleichbaren Unternehmen aus. Tabelle 8 faßt die Erkenntnisse zusammen.

²⁸ Vgl. zum Underpricing am Neuen Markt bspw. *Wallmeier und Rösl* (1999) oder *Schiereck und Wagner* (2002).

²⁹ Unberücksichtigt bleibt die Bertrandt AG, die am 10.3.1997 nur das Börsensegment gewechselt hat.

³⁰ Liegt keine Rückrechnung des Branchenindex bis zum Emissionstag vor, wird wiederum auf den Nemax-All-Share-Performanceindex zurückgegriffen.

Tabelle 8

Überrenditen in den Zeichnungsrenditen (alle Angaben in %)

Branche ³¹	1	2	4	5	6	7	8	9	10
ÜR Branche	51,0	74,7	34,7	35,4	60,6	24,2	40,7	54,0	68,5
ÜR Sample	2,7	142,2	2,0	50,6	132,3	23,3	3,6	111,8	52,0
ÜR (Sample-Branche)	-48,2	67,5	-32,7	15,2	71,7	-0,9	-37,0	57,8	-16,5

Im Schnitt liegt die marktadjustierte Überrendite bei Erstemission der Unternehmen, die eine Kapitalerhöhung durchgeführt haben, um 25,5 Prozentpunkte über den Zeichnungsüberrenditen der Vergleichsunternehmen; das Ergebnis ist auf dem 10%-Niveau statistisch signifikant. Diese Erkenntnis stützt die Vermutung, daß insbesondere Unternehmen, die bereits bei ihrem ersten Börsengang eine erfolgreiche Emission durchgeführt haben, verstärkt den Weg der Eigenkapitalstärkung nutzen (können).³²

In einem nächsten Schritt soll nun der Ankündigungszeitpunkt der Kapitalerhöhung vor dem Hintergrund der vorangegangenen Kursentwicklung betrachtet werden. So zeigen empirische Studien für andere Märkte, daß Kapitalerhöhungen gerade nach einer besseren Kursentwicklung relativ zu Vergleichsunternehmen durchgeführt werden.³³ Zur Überprüfung eines entsprechenden Vorgehens bei Gesellschaften am Neuen Markt wird das Zeitintervall vier Monate bis 30 Tage vor dem Ankündigungstag t_0 analysiert. Das Intervall endet 30 Tage vor dem Tag t_0 , da um diesen Zeitpunkt herum die Unternehmensleitung üblicherweise die emissionsbegleitende Bank mit der Durchführung der Kapitalmaßnahme betraut, die Entscheidung zur Kapitalerhöhung demnach gefallen ist. Die mittlere Überrenditedifferenz zwischen kapitalerhöhenden Ge-

³¹ Die Branchen hinter den Nummern lauten: 1. Biotechnology (1), 2. Media & Entertainment (6), 3. Financial Services (0), 4. IT Services (1), 5. Industry and Industrial Services (5), 6. Internet (3), 7. Medtech and Healthcare (1), 8. Software (4), 9. Technology (4) und 10. Telecommunications (1); in Klammern die Anzahl der Unternehmen, die eine Kapitalerhöhung durchgeführt haben.

³² Vgl. für eine entsprechende Analyse für das Marktsegment Amtlicher Handel Thies (2000).

³³ Bspw. sehen Loughran und Ritter (1995) am amerikanischen Kapitalmarkt einen Grund für die negative langfristige Performance nach Durchführung einer Kapitalerhöhung darin, daß die Unternehmensleitung eine kurzfristige relative Überbewertung ausnutzt, um neue Aktien am Markt zu platzieren.

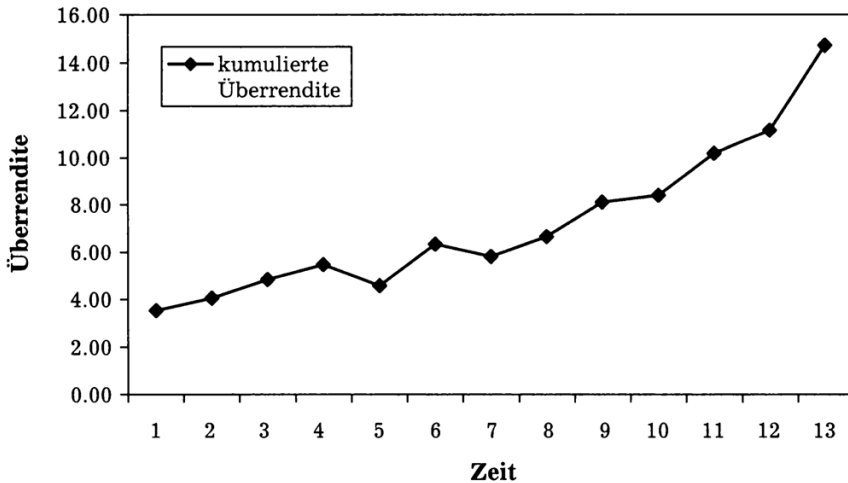


Abbildung 2: Kumulierte Überrenditen im Intervall
(4 Mon.; 1 Mon.) vor Ankündigung

sellschaften und Vergleichsunternehmen entsprechend der bisherigen Vorgehensweise beträgt 14,7 Prozentpunkte und ist auf dem 10%-Niveau signifikant positiv. Eine Darstellung der kumulierten Überrenditen im Intervall vier Monate bis 1 Monat vor Ankündigung der Kapitalerhöhung liefert Abbildung 2, wobei die Überrenditen im Zeitintervall von 5 Börsentagen dargestellt sind. Ob diese Beobachtung als ein Ausnutzen einer kurzfristigen Überbewertung angesehen werden kann, soll am Ende des nun folgenden Abschnitts aufgegriffen werden, der die langfristige Performance nach Durchführung der Kapitalerhöhung untersucht.

b) Aktienkursentwicklung nach der Kapitalerhöhung

Die bislang einzige Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt von Stehle, Ehrhardt und Przyborowsky (2000) auf der Basis von 584 Kapitalerhöhungen der Jahre 1960–1992 kommt zu der Erkenntnis, daß ähnlich den Ergebnissen für den US-amerikanischen Markt³⁴ die langfristige Performance nach der Kapitalerhöhung durch signifikant negative Überrenditen gekennzeichnet ist. Diese Studie schließt allerdings gerade die Kapitalerhöhungen aus, die hier analysiert werden, nämlich Kapital-

³⁴ Vgl. bspw. Loughran und Ritter (1995), Spiess und Affleck-Graves (1995) oder Teoh, Welch und Wong (1998).

maßnahmen, die weniger als drei Jahre nach dem ersten Börsengang erfolgt sind. Deshalb gibt es keine deutsche empirische Evidenz, die als Vergleichsmaßstab und Erwartungsgröße für Kapitalerhöhungen dienen kann. Allerdings zeigen Studien für den US-Markt, die auch Kapitalmaßnahmen in kurzem zeitlichen Abstand zur Börseneinführung berücksichtigen, eine einheitliche Tendenz, nach der langfristig mit einer negativen Performance zu rechnen ist. Teoh, Welch und Wong (1998) erklären dies dadurch, daß das Ausnutzen von Bewertungswahlrechten in Quartals- und Geschäftsberichten vor einer Aktienemission zu einer nachfolgenden Enttäuschung der Marktteilnehmer durch spätere Geschäftszahlen führt. Für den Neuen Markt mit seiner erst kurzen Historie galt es abzuwägen zwischen der Länge des betrachteten Zeitintervalls nach Durchführung der Kapitalerhöhung und der Anzahl der Aktienemissionen, die in die Stichprobe gelangen. Da zum Zeitpunkt der Untersuchungsdurchführung erst 13 Kapitalerhöhungen mindestens ein Jahr zurücklagen, wurde neben diesem Zeitintervall auch das mit einer Länge von sechs Monaten (19 Kapitalerhöhungen) betrachtet. Für beide Betrachtungszeiträume ergibt sich im Vergleich zu den jeweiligen Branchenindizes keine signifikante Überrendite. Durchschnittlich stellt sich nach einem Jahr eine negative Überrendite von $-4,6\%$ ein, nach sechs Monaten dagegen eine positive von $11,1\%$. Aufgrund der recht gemischten Ergebnisse, die zudem keine Signifikanz aufweisen, und der Kürze der zur Auswahl stehenden Zeitintervalle wird an dieser Stelle auf eine ausführliche Interpretation der Beobachtungen verzichtet.³⁵ Bei fehlendem Nachweis einer langfristig negativen Überrendite bleibt die Frage offen, ob die festgestellte schwach signifikant positive Überrendite im Vorfeld einer Kapitalerhöhung am Neuen Markt lediglich ein Ausnutzen einer relativen Fehlbewertung ist oder eine kurzfristige Überbewertung des Unternehmens durch das Management darstellt.

Insgesamt haben die Erkenntnisse dieses Abschnitts dokumentiert, daß es einige signifikante Unterschiede in der Performance zwischen Gesellschaften mit und ohne Kapitalerhöhungen gibt. Nachfolgend soll nun analysiert werden, inwieweit es neben den Performance-Unterschieden auch Differenzen in den Strukturen der Jahresabschlüsse gibt.

³⁵ Die hier stark zum Tragen kommende Problematik der kleinen Stichprobe wird allein dadurch schon deutlich, daß sich ohne Berücksichtigung der Kapitalerhöhung mit der positivsten Überrendite (Mobilcom im Dezember 1997) im Einjahresintervall eine insgesamt schwach signifikant negative Überrendite von immerhin $-42,6\%$ ergibt.

V. Kapitalerhöhungen und externe Rechnungslegung

Wie eingangs ausgeführt, war eine Motivation für die Analyse von Kapitalerhöhungen speziell bei Unternehmen des Neuen Marktes die Verpflichtung dieser Gesellschaften, sich in bezug auf Transparenz und Informationspflichten besonders weitreichenden Regelungen zu unterwerfen. So muß zum einen der Jahresabschluß gemäß Ziffer 7.2.2 (1) Regelwerk NM IAS oder US-GAAP entsprechen (unter Akzeptanz einer Überleitungsrechnung). Zum zweiten wird gemäß Ziffer 7.1 Regelwerk NM gefordert, daß Quartalsberichte aufgestellt und veröffentlicht werden, die eine Reihe von Mindestangaben enthalten müssen. Eine Prüfung dieser Angaben wird allerdings nicht vorgeschrieben. Nun verweisen D'Arcy und Leuz (2000) auf eine im Zeitablauf immer strikere Auslegung des Regelwerks durch die Deutsche Börse AG und dem zur Folge eine steigende Qualität der Jahresabschlüsse aus Investorensicht. Gleichzeitig zeigen aber bspw. Küting und Zwirner (2001) mit Blick auf die Vorkommnisse bei EM.TV³⁶, daß der verbreitete Argwohn gegenüber der Rechnungslegung am Neuen Markt durchaus begründet war und die Unternehmen in der Tat den gestellten Anforderungen in bezug auf das Rechnungswesen nicht immer gerecht wurden.

Wenn vor diesem Hintergrund festzustellen ist, daß es noch grundsätzliche Zweifel bezüglich der Informationsqualität der Rechnungslegung (gerade auch der Quartalsberichte) von am Neuen Markt notierten Unternehmen für den hier betrachteten Untersuchungszeitraum gibt, so betrifft das sicherlich auch die hier analysierte Stichprobe. Die nächsten Analyseschritte haben dementsprechend eher explorativen Charakter, und die Ergebnisse sind als indikativer Beitrag für weitere Forschungsbemühungen in diesem Bereich zu werten. Nachfolgend werden zunächst anhand ausgewählter Kennzahlen Unterschiede zwischen kapitalerhöhenden und anderen Unternehmen derselben Branche untersucht, bevor im Anschluß daran auf Veränderungen der Finanz- und Ertragslage vor und nach der Aktienemission eingegangen wird.

1. Untersuchungsaufbau

Zu jedem kapitalerhöhenden Unternehmen wurde eine Aktiengesellschaft derselben Branche ausgewählt. Diese Vergleichsunternehmen sind zur Zeit der Veröffentlichung ihres letzten Geschäftsberichts bereits am

³⁶ Zwei Kapitalerhöhungen dieses Unternehmens sind in unserer Stichprobe enthalten.

Neuen Markt notiert und entsprechen in ihrer Marktkapitalisierung (Stand 21. Juni 2000) innerhalb der Branche am besten den kapitalerhöhenden Unternehmen.³⁷ Da zwei der insgesamt 28 Unternehmen, die im Betrachtungszeitraum eine Kapitalerhöhung durchgeführt haben, aus der Stichprobe entfernt wurden, gelangen im ersten Auswahlschritt 26 Unternehmen in die Vergleichsgruppe.³⁸ Um ein Mindestmaß an Aussagekraft für die später erstellten Branchendurchschnittsbilanzen und Branchendurchschnitts-GuV-Rechnungen zu gewährleisten, wurden weitere Vergleichsunternehmen gemäß möglichst ähnlicher Marktkapitalisierung ausgewählt, wenn deren Anzahl in der Vergleichsbranche im ersten Schritt kleiner als drei war. Nach Abschluß des zweiten Auswahlsschrittes wurden nun die Jahresabschlüsse der 26 Stichprobenunternehmen im Vorjahr einer Kapitalerhöhung im Verhältnis zu denen der insgesamt 32 Vergleichsunternehmen des Jahres 1999 betrachtet. Verglichen werden jeweils die Konzernabschlüsse der Unternehmen, die zum einen den Vorteil besitzen, gemäß § 297 (3) Satz 1 HGB ein umfassenderes Bild der wirtschaftlichen Einheit des Konzerns zu vermitteln, und zum anderen nicht der Ausschüttungsbemessungsfunktion unterliegen, die ein Betreiben oben beschriebener Bilanzpolitik fördern kann. Zudem stellt Böcking (1998) ein höheres Maß an Wahlrechten im Jahresabschluß nach HGB im Vergleich zu internationalen Rechnungslegungsvorschriften nach IAS bzw. US-GAAP fest.³⁹ 65,5 % der betrachteten Unternehmen haben Konzernabschlüsse nach IAS aufgestellt.⁴⁰ Bei Gesellschaften, die bereits zweimal ihr Grundkapital erhöht haben, wurde der Jahresabschluß im Vorjahr der ersten Durchführung betrachtet, um Interpretationsprobleme aus Verschiebungen der Bilanz und der GuV-Rechnung durch den Mittelzufluß der ersten Kapitalerhöhung zu vermeiden. Ausgewiesene Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Börsengang wurden sowohl bei der Stichprobe als auch den Vergleichsunternehmen bei der

³⁷ Die Erstnotiz der Vergleichsunternehmen am Neuen Markt ist somit spätestens im Jahr 1999 erfolgt. Eine Einteilung nach der Höhe des Umsatzes im Jahr 1999 führt zu qualitativ identischen Ergebnissen.

³⁸ Die BB Biotech AG wurde aufgrund ihres fehlenden operativen Geschäfts, die Refugium AG wegen Problemen bei der vergangenen Jahresabschlußerstellung verbunden mit einer Neuerstellungsaufgabe nicht berücksichtigt.

³⁹ Vgl. Böcking (1998), S. 53, sowie ähnlich bspw. auch D'Arcy und Leuz (2000) und Küting und Zwirner (2001).

⁴⁰ Diese Quote liegt etwas über der sowohl von D'Arcy und Leuz (2000) als auch von Küting und Zwirner (2001) ermittelten Verteilung, wonach jeweils etwa 50 % aller am Neuen Markt notierten Unternehmen IAS und US-GAAP wählen. Eindeutige Aussagen über die Bedeutung des gewählten Rechnungslegungsstandards auf die Aussagekraft der entsprechenden Jahresabschlüsse gibt es bislang nicht.

Kennzahlenberechnung, die sich auf Werte der GuV-Rechnung bezieht, herausgerechnet.⁴¹

Die Berechnung und Einteilung der einzelnen Kennzahlen erfolgt nach Wöhe (1997).⁴² Die nachfolgend berechneten Differenzen ergeben sich jeweils aus der Kennzahl des kapitalerhöhenden Unternehmens abzüglich des Branchendurchschnitts. Die einzelnen Differenzen werden arithmetisch gemittelt und sind in den jeweiligen Tabellen unter dem Begriff der durchschnittlichen Abweichung angegeben. Aufgrund der großen Unterschiede in den Rückstellungspositionen der betrachteten Unternehmen wird die Kennzahl Struktur des Fremdkapitals abweichend von Wöhe (1997) als Quotient von kurzfristigen und Summe der kurzfristigen und langfristigen Verbindlichkeiten gebildet.⁴³ Zur Prüfung der Ergebnisse auf Signifikanz wird der Paardifferenzen-Test nach Wilcoxon angewendet.

Tabelle 9, auf die im Verlauf der Darstellung der Untersuchungsergebnisse mehrfach zurückgegriffen wird, gibt einen Überblick der ausgewählten Kennzahlen im Branchendurchschnitt sowie kasuistisch die entsprechenden Werte des BASF-Konzerns, um Spezifika des Neuen Marktes an sich aufzuzeigen.

2. Jahresabschlußanalyse im Branchenvergleich

Bei der finanzwirtschaftlichen Jahresabschlußanalyse steht die Beurteilung der Kapitalverwendung (Investition), der Kapitalherkunft (Finanzierung) und der Interdependenzen zwischen Kapitalherkunft und -verwendung (Liquidität) im Vordergrund.⁴⁴

Bei der Beurteilung der Kapitalverwendung werden einzelne Bilanzpositionen der Aktivseite der Bilanz bzw. deren Veränderungen ins Verhältnis gesetzt. So dokumentiert Tabelle 9 für den gesamten Neuen Markt eine vergleichsweise geringe Anlageintensität bei hoher Investitionsquote mit Kennzahlen für die kapitalerhöhenden Unternehmen, die

⁴¹ Das Eigenkapital der Bilanz wurde nicht verändert, um der Tatsache Rechnung zu tragen, daß jedes Unternehmen am Neuen Markt eine Verkleinerung des Eigenkapitals aufgrund der Aufwendungen in Zusammenhang mit dem Börsengang in Kauf nehmen mußte.

⁴² Vgl. Wöhe (1997), S. 814–817.

⁴³ Wöhe (1997), S. 816, verwendet den Quotienten aus kurzfristigem und gesamtem Fremdkapital.

⁴⁴ Vgl. Wöhe (1997), S. 817.

Tabelle 9
Kennzahlen im Branchenvergleich

Kennzahl	1	2	3	4	5	6	7	8	BASF
Anlagenintensität	4,6	33,7	16,0	34,5	10,3	20,7	23,1	30,0	53,6
Investitionsquote	1062,3	58,7	48,4	29,4	366,6	176,0	167,2	103,1	15,4
EK-Quote	85,6	44,3	66,1	46,6	50,9	79,7	64,0	57,7	47,1
Selbstfin.Grad	1,5	0,5	3,5	2,1	1,4	0,4	6,5	6,4	63,6
Int. des langfr. FK	86,5	54,9	76,7	53,0	76,7	84,4	68,6	64,1	51,5
Struktur des FK	47,1	47,1	47,1	58,5	34,0	42,6	60,5	72,4	18,5
Liquidität 1. Grades	1009,9	123,2	140,9	400,0	402,0	542,7	100,8	114,4	21,6
Deckungsgrad A	1860,9	131,7	412,5	135,0	494,2	384,9	277,3	192,4	88,0
Deckungsgrad B	1880,4	163,1	432,3	153,6	744,7	407,6	297,5	213,8	96,1
GK-Rentabilität	0,2	4,2	11,1	9,1	-0,5	8,8	10,2	3,2	9,0
Umsatzrentabilität	0,3	3,8	7,6	8,2	-170,5	15,1	8,8	4,0	6,4
F+E Intensität	5,4	k.A.	k.A.	4,5	55,1	15,9	7,6	13,2	4,3

Branchen: 1: Biotech; 2: Media; 3: IT-Services; 4: Industrials; 5: Internet; 6: Software; 7: Technologie;
8: Telecommunications

Tabelle 10
Kennzahlen zur Kapitalverwendung

Kennzahl	Berechnung	φ Abweichung	T-Wert PDT
Anlagenintensität	$\frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Gesamtvermögen}} \cdot 100$	20,99	316,0***
Investitionsquote	$\frac{\text{Nettoinvestition_beim_Anlagevermögen}}{\text{Sachanlagen}} \cdot 100$	87,39	188,0

*, **, *** signifikant auf dem 10 %-, 5 %- bzw. 1 %-Niveau

im Vergleich mit dem Branchendurchschnitt allerdings eine signifikant höhere Anlageintensität ausweisen.

Das im Anlagevermögen investierte Kapital ist tendenziell langfristig gebunden. Eine im Zeitablauf konstant hohe Anlageintensität deutet auf moderne Produktionsanlagen und in aller Regel auch auf die Anwendung neuer Produktionstechnologien hin.⁴⁵ Der Betrachtung der Mittelverwen-

⁴⁵ Vgl. Jacobs (1994), S. 121–122.

Tabelle 11
Kennzahlen zur Kapitalherkunft

Kennzahl	Berechnung	ϕ Abweichung	T-Wert PDT
Eigenkapitalquote	$\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \cdot 100$	-6,40	131,0
Selbstfin.grad	$\frac{\text{Gewinnrücklage}}{\text{Eigenkapital}} \cdot 100$	-1,32	75,0**
Int. des langfr. FK	$\frac{\text{Eigenkapital} + \text{langfristiges_Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \cdot 100$	-1,17	167,0
Struktur des FK	$\frac{\text{kurzfristiges_Fremdkapital}}{\text{Fremdkapital}} \cdot 100$	15,25	65,0***

*, **, *** signifikant auf dem 10 %-, 5 %- bzw. 1 %-Niveau

derung schließt sich nun eine Analyse der Kapitalstruktur an. Zu diesem Zweck wird die Struktur des eingesetzten Kapitals untersucht. Tabelle 11 faßt die beobachteten Ergebnisse zusammen.

Insgesamt läßt sich für den Neuen Markt eine hohe Eigenkapitalquote feststellen. Somit sollte die nicht signifikant geringere Quote der Unternehmen mit Kapitalmaßnahmen allein betrachtet keine Erklärung für das Durchführen einer Kapitalerhöhung sein. Verbunden mit einem auf dem 1 %-Niveau signifikant höheren Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten an den gesamten Verbindlichkeiten, der durch die Struktur des Fremdkapitals beschrieben wird, läßt sich jedoch eine stärkere Kurzfristigkeit der Finanzierung im Vorfeld einer Kapitalerhöhung ausmachen.

Nach der isolierten Analyse der Mittelverwendung auf der Aktiv- bzw. der Mittelherkunft auf der Passivseite stellt nun die Liquiditätsanalyse einen Zusammenhang zwischen Investition und Finanzierung her. Eine hohe Eigenkapitalquote zusammen mit einem großen Bestand an Zahlungsmitteln führt zu insgesamt hohen Liquiditätskennzahlen am Neuen Markt, wie Tabelle 12 zeigt. Unternehmen im Vorfeld einer Kapitalerhöhung weisen allerdings in allen berechneten bilanzorientierten Kennzahlen bezüglich der Liquiditätslage einen auf dem 1 %-Niveau hoch signifikant geringeren Wert aus.

Verbunden mit der oben beschriebenen Beobachtung einer vergleichsweise kürzeren Fristigkeit der Finanzierung kann als ein Grund für eine Kapitalerhöhung die Verbesserung dieser beschriebenen Relationen angesehen werden. Finanzierungs- und Liquiditätskennzahlen beeinflussen sich wechselseitig.

Tabelle 12
Kennzahlen zur Liquidität

Kennzahl	Berechnung	φ Abweichung	T-Wert PDT
Liquidität 1. Grades	$\frac{\text{Zahlungsmittel}}{\text{kurzfristige_Verbindlichkeiten}} \cdot 100$	-202,63	51,0***
Deckungsgrad A	$\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Anlagevermögen}} \cdot 100$	-146,30	48,0***
Deckungsgrad B	$\frac{\text{Eigenkapital} + \text{langfristiges_Fremdkapital}}{\text{Anlagevermögen}} \cdot 100$	-131,93	69,0***

*, **, *** signifikant auf dem 10 %-, 5 %- bzw. 1 %-Niveau

Aus Anlegersicht kann unterstellt werden, daß die Ertragslage der Unternehmen, die im folgenden Geschäftsjahr eine Kapitalerhöhung durchführen, im Vergleich zum Branchendurchschnitt stark beachtet wird. Es stellt sich hier die Frage, ob vorwiegend Unternehmen, die sich durch eine hohe Gesamtkapital- oder Umsatzrentabilität ausgezeichnet haben und somit gute Voraussetzungen für eine erfolgreiche Plazierung ihrer neuen Aktien liefern, Kapitalerhöhungen durchführen. Eine entsprechende Analyse war allerdings nicht unproblematisch. Mehrere Unternehmen sowie die Vergleichsgruppe der Internetbranche wiesen negative Rentabilitätskennwerte auf, die bei der Berechnung der durchschnittlichen Abweichungen aber dennoch berücksichtigt wurden. Zudem sollte anhand des Anteils des Forschungs- und Entwicklungsaufwands an den Umsatzerlösen eine besondere Bedeutung dieses Postens bei den Unternehmen unseres Samples geprüft werden. Keines der Unternehmen der Branchen Media & Entertainment sowie IT-Services wies allerdings die Position Forschungs- und Entwicklungsaufwand in seiner GuV-Rechnung aus.

Tabelle 13
Kennzahlen zur Ertragslage

Kennzahl	Berechnung	φ Abweichung	T-Wert PDT
GK-Rentabilität in %	$\frac{\text{Gewinn_vor_Steuern} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}}$	-0,64	162,0
Umsatz-Rent. in %	$\frac{\text{Jahresüberschuß}}{\text{Umsatzerlöse}}$	22,11	101,5
F & E Anteil in %	$\frac{\text{F \& E - Aufwand}}{\text{Umsatzerlöse}}$	3,06	27,5***

*, **, *** signifikant auf dem 10 %-, 5 %- bzw. 1 %-Niveau

Tabelle 13 dokumentiert, daß die beobachteten Rentabilitätskennwerte nicht signifikant von denen der Vergleichsgruppen abweichen. Dagegen ist der Forschungs- und Entwicklungsaufwand relativ zu den Umsatzerlösen auf dem 1%-Signifikanzniveau systematisch größer.

Als Fazit dieses Branchenvergleichs können eine signifikant höhere Anlagenintensität, kürzere Fristigkeit der Finanzierung, eine schlechtere Liquiditätslage und ein höherer Anteil der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen an den Umsatzerlösen festgehalten werden.

3. Jahresabschlußanalyse im Zeitvergleich

Nachdem im vorigen Abschnitt auf Unterschiede bei ausgewählten Kennzahlen zwischen Unternehmen, die am Neuen Markt eine Kapitalerhöhung durchgeführt haben, und dem Branchendurchschnitt eingegangen wurde, soll nun der Einfluß der Aktienemission auf die Bilanz sowie GuV-Rechnung mittels eines Zeitvergleichs betrachtet werden. Um Veränderungen in den Jahresabschlüssen zu erkennen, wurden die entsprechenden Kennzahlen aus den Konzernabschlüssen vor und nach Durchführung der Kapitalerhöhung berechnet und deren Differenz gebildet. Die durchschnittliche Veränderung ergibt sich durch die Bildung der arithmetischen Mittel der Kennzahlenveränderungen der einzelnen Unternehmen. Bei Aktienemissionen des Jahres 2000 wurden die Quartalsberichte als Vergleichsmaßstab direkt nach der Aktienemission herangezogen. Da die Unternehmen am Neuen Markt im Rahmen der Quartalsabschlüsse lediglich zur Aufstellung einer GuV-Rechnung, der Angabe eines Jahresüberschusses oder -fehlbetrags pro Aktie, der Mitarbeiterzahl, der Kapitalflußrechnung und somit zu keiner Bilanz verpflichtet sind,⁴⁶ können bei drei Gesellschaften nur Kennzahlenvergleiche, die sich auf die GuV-Rechnung beziehen, angestellt werden. Nach Entfernen von insgesamt acht Kapitalerhöhungen aus der Untersuchungsgruppe verbleiben 24 Zeitvergleiche.⁴⁷ Eine Aufstellung der durchschnittlichen Veränderungen liefert Tabelle 14. Um Unterschiede in der Länge des Betrachtungszeitraums eines Abschlusses zu berücksichtigen, wurde zur

⁴⁶ Siehe Regelwerk Neuer Markt.

⁴⁷ Die acht aussortierten Kapitalerhöhungen betreffen die BB Biotech AG sowie die Refugium AG. Zudem lagen bei Durchführung der Studie die Halbjahresberichte 2000 der Senator Film AG, der InternetMediaHouse AG, der Articon AG bzw. der Geschäftsbericht 1999 der MB Software AG weder in elektronischer noch schriftlicher Form nach Kontaktaufnahme mit den entsprechenden Investor-Relations-Abteilungen vor. Die Kapitalerhöhung der Intertainment AG fand erst im Juli 2000 statt.

Tabelle 14

Veränderung der Kennzahlen nach der Kapitalerhöhung

Bereich	Kennzahl	Durchschnittliche Veränderung in %	Anteil positiver Veränderungen
Investitionslage	Anlagenintensität	-0,69	38,10
Finanzierungslage	EK-Quote	9,52**	71,43
	Selbstfinanzierungsgrad	-0,89	71,43
	Int des langfristigen FK	7,65**	76,19
	Struktur des FK	-9,54	42,86
Liquiditätslage	Liquidität 1. Grades	93,70	57,14
	Deckungsgrad A	45,55	76,19
	Deckungsgrad B	24,37*	66,67
Finanzlage	GK-Rentabilität	-2,15	42,86
	Umsatzrentabilität	-7,34	25,00
	F+E-Anteil	1,73	81,25

*, **, *** signifikant auf dem 10%-, 5%- bzw. 1%-Niveau

Berechnung der Gesamtkapitalrentabilität die Zahl, die sich nach Abzug der Steuer- und Zinsaufwendungen vom Jahresüberschuß ergibt, linear auf ein Jahr hochgerechnet.⁴⁸ Wegen dieser Problematik wird auf einen Vergleich der Investitionsquoten verzichtet.

Die Grobstruktur der Aktivseite der Bilanz, die die Mittelverwendung beschreibt, ändert sich bei Betrachtung der Anlagenintensität nicht signifikant. Somit bleibt der oben beschriebene hohe Anteil des langfristig gebundenen Kapitals am Gesamtvermögen erhalten. Bei der Mittelherkunft wurde in Abschnitt V.2. auf eine im Vergleich zum Branchendurchschnitt signifikant kürzere Fristigkeit der Finanzierung hingewiesen. Durch den Mittelzufluß erhöht sich der Anteil des Eigenkapitals signifikant um 9,5 %, ebenso signifikant die Intensität des langfristigen Fremdkapitals um 7,7 %. Alle berechneten durchschnittlichen Veränderungen der Kennzahlen zur Liquiditätslage weisen ein positives Vorzeichen auf,

⁴⁸ Sie wurde somit bei Zugrundelegen eines Quartalsberichts mal vier, einem Halbjahresbericht mal zwei genommen. Bei Ermittlung der Umsatzrentabilität, die sich nur aus Größen der GuV-Rechnung des jeweiligen Betrachtungszeitraums berechnet, ist diese Hochrechnung nicht nötig. Ebenso ist der Anteil der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen ein Prozentsatz der Umsatzerlöse.

auch wenn lediglich die durchschnittliche Veränderung des Deckungsgrades B auf dem 10 %-Niveau signifikant ist.

Eine nicht signifikante Verschlechterung der berechneten Rentabilitätskennziffern ist verbunden mit einem auf dem 5 %-Niveau signifikant höheren Anteil des Forschungs- und Entwicklungsaufwands an den Umsatzerlösen. Das kann als Hinweis gewertet werden, daß die Unternehmen, die bereits hohe Ausgaben für Forschung und Entwicklung leisten, einen Teil des Emissionserlöses in diesem Bereich weiter investieren.

4. *Untersuchung auf Bilanzpolitik im Vorfeld einer Kapitalerhöhung*

Als Grund einer möglichen positiven Kursentwicklung im Vorfeld sowie einer negativen Kursentwicklung im Anschluß an eine Kapitalerhöhung kann das Ausnutzen von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten in Geschäfts- und Quartalsberichten vor Durchführung der Aktienemission vermutet werden.⁴⁹ Gemäß Rangan (1998) führt die Bekanntgabe von Quartalsgewinnen, die durch das Ausnutzen von Bilanzierungswahlrechten erhöht wurden, dazu, daß Investoren die verbesserte Gewinnsituation in die Zukunft vielfach fortschreiben und somit das Unternehmen überbewerten. Da sich dieses zeitliche Verschieben der Gewinne negativ auf zukünftige Quartalsergebnisse auswirkt, werden die Marktteilnehmer daraufhin enttäuscht und reagieren mit einer Neubewertung der Gesellschaft, was sich in einer negativen Kursentwicklung ausdrückt.⁵⁰

Inwieweit auch Unternehmen am Neuen Markt Bilanzpolitik vor Durchführung einer Kapitalerhöhung betreiben, wird nachfolgend betrachtet. Dazu werden Konzernabschlüsse der drei Quartale vor der Aktienemission (nicht vor der Ankündigung) sowie zwei der Ausgabe folgende herangezogen. Gewertet werden stets die Veränderungen des Überschusses der GuV-Rechnung im Vergleich zum jeweiligen Vorjahreszeitraum. Dies bedeutet, daß sich die angegebenen Überschußzuwächse

⁴⁹ Erkennen Kellogg und Kellogg (1991) nur grundsätzlich Anzeichen dafür, daß das Management börsennotierter Unternehmen Bilanzpolitik betreibt, um den Aktienkurs zu erhöhen, sehen insbesondere Teoh, Welch und Wong (1998) sowie Rangan (1998) im Vorfeld einer Kapitalerhöhung dies als erwiesen an, um die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Durchführung zu erhöhen und die Vermögenssituation der Altaktionäre zu verbessern. Hingegen beobachten Brous, Datar und Kini (1998) keine Anzeichen für ein Ausnutzen von Bilanzierungsspielräumen.

⁵⁰ Vgl. Rangan (1998), S. 121.

der vier betrachteten Quartale auf unterschiedliche Berichtszeiträume beziehen. Aufgrund der Unterschiedlichkeit der Ergebnisveränderungen wird lediglich festgehalten, ob eine Zu- oder Abnahme des Gewinnwachstums im Vergleich zum Vorquartal ausgewiesen wird. Da insgesamt fünf Quartalergebnisse zur Berechnung der Ergebnisveränderungen vorliegen müssen und nur Unternehmen berücksichtigt werden, die in der GuV-Rechnung in der gesamten Betrachtungszeit Gewinne erwirtschaftet haben, reduziert sich die Untersuchungsgruppe auf 13.⁵¹ Tabelle 15 faßt den Anteil der in den Quartalsberichten angegebenen Jahresüberschüsse mit Wachstumssteigerungen im Vergleich zu den Steigerungen (oder Verminderungen) des Vorquartals zusammen. Dabei wird das Quartal nach Durchführung der Kapitalerhöhung mit Quartal 0 bezeichnet. Aufgrund des geringen Stichprobenumfangs wird auf jegliche Signifikanzprüfung verzichtet.

Tabelle 15

Quartalergebnisse im Vergleich um den Zeitpunkt der Kapitalerhöhung

Quartal	- 2	- 1	0	1
Anteil mit JÜ-Wachstumssteigerungen	76,90	53,80	61,50	61,50

Aufgrund der vorliegenden Ergebnisse kann das Vorliegen bilanzpolitischer Maßnahmen in bezug auf den Ergebnisausweis nicht nachgewiesen werden. Der Anteil der ausgewiesenen Überschußsteigerungen in der GuV-Rechnung ist im Vorquartal der Kapitalerhöhungsdurchführung am geringsten. Die Relevanz dieser Beobachtung wird durch den geringen Stichprobenumfang eingeschränkt. Die in Abschnitt V.3. festgestellte bessere Kursentwicklung vor der Emission von den Unternehmen, die eine Kapitalerhöhung durchgeführt haben, kann somit nicht zwingend auf bilanzpolitische Maßnahmen zurückgeführt werden.

⁵¹ Bei elf Kapitalerhöhungen lagen bei Untersuchungsdurchführung noch keine 2 Quartalsberichte nach der Aktienemission vor. Ausgesondert wurden wiederum die Kapitalerhöhungen BB Biotech AG wegen des fehlenden operativen Geschäfts und die der Refugium AG aufgrund des Fehlens der Abschlüsse wegen einer Neuerstellungspflicht. Die ACG AG, MB Software AG, MWG Biotech AG, United Internet AG sowie die SER Systeme AG (bei der 1. Kapitalerhöhung) wiesen nicht im gesamten Betrachtungszeitraum Gewinne aus.

VI. Zusammenfassung

Das Börsensegment Neuer Markt wird durch Aktien geprägt, die sich durch besonders dynamische Wachstumsaussichten auszeichnen sollen. Schnell wachsende Unternehmen benötigen zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit vergleichsweise häufig auch zusätzliches Eigenkapital. Dementsprechend ist für dieses Marktsegment von einer hohen Anzahl von Kapitalerhöhungen auszugehen, und in der Tat gibt es entsprechende empirische Evidenz.

Die vorliegende Untersuchung zeigt, daß die Ankündigung einer Kapitalerhöhung am Neuen Markt eine zumindest schwach signifikant positive Überrendite hervorruft, wobei sehr auffällig die Tatsache, ob ein Verwendungszweck bei der Ankündigung präsentiert wird, die Ergebnisse beeinflußt. Diese Kursreaktion wird umgeben von einer Überrendite der betroffenen Unternehmen im Vorfeld der Ankündigung und einer durchschnittlichen Kursentwicklung im Anschluß. Im Branchenvergleich stärkten vor allem Unternehmen ihre Eigenkapitalbasis, deren Produktion anlageintensiv ist, die eine kürzere Fristigkeit der Finanzierung aufwiesen und deren Anteil des Forschungs- und Entwicklungsaufwands an den Umsatzerlösen besonders groß ist. Letzterer wird nach der Kapitalaufnahme weiter ausgebaut. Ein Nachweis des Einsatzes bilanzpolitischer Mittel zur Schaffung eines positiveren Umfeldes zur Platzierung der neuen Aktien läßt sich nicht erbringen.

Bei einer absehbaren deutlich zunehmenden Zahl an Kapitalerhöhungen am Neuen Markt müssen zukünftige Studien zeigen, ob sich die hier präsentierten Ergebnisse auch bei einer dann größeren Untersuchungsgruppe und einem wechselnden Gesamtmarktumfeld bestätigen.

Literatur

Altinkilic, O./Hansen, R. S. (2000): Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs. Review of Financial Studies 13, 191–218. – Ambarish, R./John, K./Williams, J. (1987): Efficient Signalling With Dividends and Investments. Journal of Finance, 42, 321–343. – Arbel, A./Strebel, P. (1982): The Neglected and Small Firms Effect. Financial Review, 17, 201–218. – Armitage, S. (1998): Seasoned Equity Offers and Right Issues: A Review of the Evidence. European Journal of Finance, 4, 29–59. – Asquith, P./Mullins, D. (1986): Equity Issues and Offering Dilution. Journal of Financial Economics, 15, 61–89. – Barclay, M. J./Litzenberger, R. H. (1988): Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data. Journal of Financial Economics, 21, 71–99. – Blazenko, G. (1987): Managerial Preference, Asymmetric Information and Financial Structure. Journal of Finance, 42, 839–862. – Böcking, H.-J. (1998):

Zum Verhältnis von Rechnungslegung und Kapitalmarkt: Vom „Financial Accounting“ zum „Business Reporting“. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung Sonderheft 40, 18–53. – Brous, P./Datar, V./Kini, O. (1998): Is the Market Optimistic About the Future Earnings of Seasoned Equity Offerings Firms? Seattle University Paper. – Bühner, T./Kaserer, C. (2001): The Structure of External Financing Costs and the Economies of Scale View – New Evidence from Seasoned Equity Offerings in Germany. Seminar of Financial Management and Accounting, University of Fribourg, Working Paper. – Callaghan, J. H./Kleiman, R. T./Sahu, A. P. (2000): The Market-adjusted Investment Performance of ADR IPOs and SEOs. Global Finance Journal, 10, 123–145. – D’Arcy, A./Leuz, C. (2000): Rechnungslegung am Neuen Markt – Eine Bestandsaufnahme. Der Betrieb, 53, 385–391. – Deutsche Börse AG: Internetadresse: www.neuer-markt.de. – Deutsche Gesellschaft für Ad-Hoc Publizität: Internetadresse: www.dgap.de. – Eckbo, E. B./Masulis, R. W. (1992): Adverse Selection and the Rights Offer Paradox. Journal of Financial Economics, 32, 293–332. – Eckbo, E. B./Masulis, R. W. (1995): Seasoned Equity Offerings: A Survey. Jarrow, R., Maksimovic, V., Ziemba, W. T. (Hrsg.): Handbooks in Operations Research and Management Science, 9, 1017–1072. – Gajewski, J.-F./Ginglinger, E. (1998): The Information Content of Equity Issues in France. University Pierre-Mendès-France of Grenoble, Graduate School of Business, Working Paper. – Gebhardt, G./Entrup, U. (1993): Kursreaktionen auf die Ausgabe von Optionsanleihen. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31, 1–33. – Gebhardt, G./Entrup, U./Heiden, S. (1994): Kursreaktionen auf Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 6, 308–332. – Haz, H. (1971): Bezugsrecht und Kursentwicklung von Aktien bei Kapitalerhöhungen. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 23, 157–163. – Heiden, S./Gebhardt, G./Burkhardt, I. (1997): Einflußfaktoren für Kursreaktionen auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen deutscher Aktiengesellschaften. Working Paper Universität Frankfurt. – Heinkel, R./Schwartz, E. S. (1986): Rights Versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach. Journal of Finance, 41, 1–18. – Jacobs, O. H. (1994): Bilanzanalyse, 2. Auflage. München. – Jung, K./Yong-Cheol, K./Stulz, R. M. (1996): Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion and the Security Issue Decision. Journal of Financial Economics, 42, 159–185. – Kalay, A./Shimrat, A. (1987): Firm Value and Seasoned Equity Issues, Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information. Journal of Financial Economics, 19, 109–126. – Kang, J.-K./Stulz, R. (1996): How Different Is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Securities Issues. Review of Financial Studies, 9, 109–139. – Kato, K./Schallheim, J. (1993): Public and Private Placement of Seasoned Equity Issues in Japan. Abstract, Journal of Finance, 48, 1102–03. – Kellogg, I./Kellogg, L. (1991): Fraud, Window Dressing and Negligence in Financial Statements. Shepards/McGraw Hill, Colorado Springs. – Küting, K./Zwirner, C. (2001): Bilanzierung und Bewertung bei Film- und Medienunternehmen des Neuen Marktes. Finanz-Betrieb, 3, Beilage 3 zu Heft 4. – Loughran, T./Ritter, J. (1995): The New Issue Puzzle. Journal of Finance, 50, 23–51. – Manne, H. G. (1965): Mergers and Market for Corporate Control. Journal of Political Economy, 12, 110–120. – Masulis, R. W./Korwar, A. N. (1986): Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics, 15, 91–118. – McConnell, J. J./Muscarella, C. (1985): Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. Journal of Financial Economics, 12, 399–422. – Merton R. C. (1987): A

simple Model of Market Equilibrium with incomplete Information. *Journal of Finance*, 42, 483–510. – Mikkelsen, W. H./Partch, M. M. (1986): Valuation Effects of Seasoned Offerings and the Issuance Process. *Journal of Financial Economics*, 15, 31–60. – Miller, M./Rock, K. (1985): Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40, 1031–1049. – Myers, S./Majluf, N. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. – Padberg, S. (1996): Der Einfluß von Kapitalerhöhungen auf den Marktwert deutscher Aktiengesellschaften. Köln. – Pilotte, E. (1992): Growth Opportunities and the Stock Price Response to New Financing. *Journal of Business*, 65, 371–394. – Rangan, S. (1998): Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 101–122. – Regelwerk Neuer Markt: abrufbar auf der Internetseite der Deutschen Börse AG unter www.neuer-markt.de. – Ross, S. (1977): Some Notes on Financial Incentive – Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences. *Journal of Finance*, 33, 777–794. – Schiereck, D./Wagner, C. (2002): Kursentwicklung von Börsenneulingen am Neuen Markt und Reputation des Konsortialführers. erscheint in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*. – Smith, C. W. (1986): Raising Capital: Theory and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4, 6–22. – Stahl, H. (1969): Aktien vor und nach Kapitalerhöhungen. Frankfurt/Main. – Stehle, R./Ehrhardt, O./Przyborowsky, R. (2000): Long-run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues. *European Financial Management*, 6, 173–196. – Spiess, D. K./Affleck-Graves, J. (1995): Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 38, 243–267. – Teoh, S./Welch, L./Wong, T. J. (1998): Earnings Management and the long-run Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63–100. – Thies, S. (2000): Finanzierungsentscheidungen, Informationseffekte und Long-Run-Performance am deutschen Kapitalmarkt. Wiesbaden. – Wallmeier, M./Rösl, R. (1999): Underpricing bei der Erstemission von Aktien am Neuen Markt. *Finanz-Betrieb*, 1, 134–142. – Welzbacher, R./Müller, U./Ricken, S. (2001): Neuer Markt – Kommt nach der IPO- die M&A-Welle? *M&A Review*, 138–144. – Wöhe, G. (1997): Bilanzierung und Bilanzpolitik, 9. Auflage. München. – Wruck, K. H. (1989): Equity Ownership Concentration and Firm Value Evidence from Private Equity Financings. *Journal of Financial Economics*, 23, 3–28.

Zusammenfassung

Marktreaktionen und Bilanzstruktur bei Kapitalerhöhungen am Neuen Markt

Das Börsensegment Neuer Markt wird durch Aktien geprägt, die sich durch besonders dynamische Wachstumsaussichten auszeichnen sollen. Schnell wachsende Unternehmen benötigen zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit vergleichsweise häufig auch zusätzliches Eigenkapital. Dementsprechend ist für dieses Marktsegment von einer hohen Anzahl von Kapitalerhöhungen auszugehen, und in der Tat gibt es entsprechende empirische Evidenz.

Die vorliegende Untersuchung zeigt zum einen, welche Kursreaktionen zu beobachten sind, wenn Unternehmen des Neuen Marktes eine Kapitalerhöhung ankün-

digen, und wie die Performance dieser Aktien im Vorfeld und nach Durchführung der Kapitalmaßnahme aussieht. Zum zweiten wird die Bilanzstruktur im zeitlichen Umfeld der Kapitalerhöhungen betrachtet und dabei u. a. der Frage nachgegangen, inwieweit gezielt von bilanzpolitischen Instrumenten Gebrauch gemacht wird, um ein für die Kapitalerhöhung möglichst attraktives Unternehmensbild zu kommunizieren. (JEL G 14)

Summary

Market Response and Balance-sheet Structure with Capital Increases in the Neuer Markt

Characteristic of the segment of the German stock exchange named Neuer Markt (new market) are shares expected to show especially dynamic growth perspectives. To fund their operations, fast growing enterprises require additional equity fairly often, by comparison. As a result, a large number of capital increase operations must be expected for enterprises belonging to this segment of the market, and – indeed – there is corresponding evidence to this effect.

On the one hand, this analysis shows the way share prices respond when new-market enterprises announce capital increases as well as the performance of these shares before and after the implementation of the measure. On the other hand, the analysis addresses the balance-sheet structure in a period close to the capital increase and examines inter alia the question to what extent a targeted use is made of balance sheet-political instruments in order to communicate an image of the borrowing enterprise that is as attractive as possible for the purposes of the capital increase.

Résumé

Réactions du marché et structure des bilans lors d'augmentations de capital sur le nouveau marché

Le segment boursier du nouveau marché est formé d'actions qui se caractérisent par leurs perspectives de croissance particulièrement dynamiques. Les entreprises de croissance rapide récessitent souvent aussi du capital propre supplémentaire pour financer leurs activités commerciales. En conséquence, ce segment de marché est susceptible de connaître un grand nombre d'augmentations de capital, ce que confirme l'évidence empirique.

Cette analyse montre d'une part quelles sont les réactions des cours à observer lorsque des entreprises du nouveau marché annoncent une augmentation de capital et comment paraît la performance de ces actions à priori et après la réalisation de l'augmentation de capital. D'autre part, elle considère la structure du bilan au cours des périodes d'augmentations de capital et examine entre autres dans quelle mesure des instruments de politique du bilan peuvent être utilisés aux fins de communiquer une image de l'entreprise la plus attrayante possible pour l'augmentation de capital.