

RESEARCH

Sandra Bramhoff

Das Underpricing- Phänomen bei kleinen Unternehmen



Springer Gabler

Das Underpricing-Phänomen bei kleinen Unternehmen

Sandra Bramhoff

Das Underpricing- Phänomen bei kleinen Unternehmen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Rainer Stöttner

 Springer Gabler

Sandra Bramhoff
London, Großbritannien

Dissertation, Universität Kassel, 2014

Unter dem Originaltitel „Das Underpricing-Phänomen – Eine empirische Untersuchung bei kleinen Unternehmen“ als Dissertationsschrift eingereicht an der Universität Kassel, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften.

Datum der Disputation: 25. Februar 2014

ISBN 978-3-658-06087-9

ISBN 978-3-658-06088-6 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-658-06088-6

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2014

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.springer-gabler.de

Für meine Eltern

Geleitwort

Underpricing ist, zumindest auf den ersten Blick, eine Kapitalmarktanomalie. So lehrt jahrzehntelange Erfahrung, dass Zeichnungspreis und Erstnotierung der Aktie am Sekundärmarkt mehr oder weniger deutlich auseinanderfallen. Zunächst impliziert das häufige Auftreten von Fehlbewertungen von Aktien-Neuemissionen, dass der Kapitalmarkt nicht effizient ist und mithin im Widerspruch zur neoklassischen „Efficient-Market-Hypothese“ steht. Hierdurch drängt sich unmittelbar die Frage nach den Ursachen der faktischen Ineffizienz der Kapitalmärkte auf.

Fundierte Antworten auf diese Fragen sind nicht nur aus theoretischer Sicht, sondern auch aus praktischer Sicht hoch bedeutsam. Aus theoretischer Sicht interessiert insbesondere die Frage, wieso Kapitalmärkte, zumindest im Bereich des Going Public, die generell unterstellte Effizienz vermissen lassen. Eine naheliegende – zunächst freilich sehr pauschale - Antwort ist die, dass der Primärmarkt in hohem Maße durch Informationsasymmetrien, die zwischen den Marktteilnehmern bestehen, gekennzeichnet ist. Aus Sicht der Praxis interessiert insbesondere die Frage, wem solche Fehlbewertungen nützen bzw. schaden und warum die diversen IPO-Beteiligten Underpricing tolerieren.

Trotz jahrzehntelanger Forschung kann von einer abschließenden und umfassenden Klärung des Underpricing-Phänomens nach wie vor keine Rede sein. Auch die von Frau Bramhoff durchgeführte Untersuchung erhebt nicht den – vermutlich utopischen – Anspruch, die finale Erklärung für das Underpricing-Phänomen zu finden. Vielmehr adressiert sie eine Forschungslücke, nämlich das Underpricing bei kleinen, deutschen Unternehmen in der Zeit von 2005 bis 2011, also einer Phase der Finanzgeschichte, die neben „normalen“ Abschnitten auch außergewöhnlich turbulente Abschnitte aufweist. Es besteht durchaus die berechtigte Vermutung, dass kleinere Unternehmen des Entry Standards eine eigenständige, bisher nicht bekannte Underpricing-Historie aufzuweisen haben. Die Gründe hierfür aufzudecken, befriedigt nicht nur ein intensives Forschungsinteresse, sondern auch praktische Bedürfnisse, die dem Wunsch entspringen, auch kleineren Unternehmen den Weg zur Eigenkapitalbeschaffung über ein Going Public zu ebnen. Neben diesen praxisbezogenen Untersuchungsaspekten leistet Frau Bramhoff auch einen wichtigen Beitrag zur Schließung von Forschungslücken, die in Bezug auf relevante Verursachungsmechanismen und prägende Rahmenbedingungen des Underpricings zu beklagen sind bzw. waren.

Insgesamt leistet Frau Bramhoff mit ihrer Untersuchung einen wesentlichen Beitrag zum Erkenntnisfortschritt auf einem herausragenden Gebiet der empirischen und theoretischen Kapitalmarktforschung – dem noch immer in Teilbereichen „rätselhaften“ Underpricing-Phänomen. Daher wünsche ich ihr, dass dieses Werk eine Vielzahl von Lesern gewinnt.

Prof. Dr. Rainer Stöttner

Vorwort

Warum kommt es bei Aktienneuemissionen zu Underpricing? Diese Frage hat in den letzten Jahrzehnten eine Vielzahl von Wissenschaftlern beschäftigt. Dabei ist das Underpricing-Phänomen nicht nur aus theoretischer Sicht spannend. Das Pricing eines IPOs spielt auch in der Praxis eine bedeutsame Rolle. Letzteres ist insbesondere für kleine Unternehmen von zentraler Bedeutung, denn die Eigenkapitalfinanzierung über die Börse ist insbesondere für diese Unternehmensgruppe zur Finanzierung von Wachstum wichtig.

Was bedingt aber nun Underpricing bei kleinen Unternehmen? Wie hoch ist es und warum fordern Investoren einen Abschlag auf den Emissionspreis? Welchen Einfluss hat die zukünftige Sekundärmarktliquidität einer Aktie? Spielt möglicherweise das Börsensegment eine Rolle? In wieweit sind die Wachstumsaussichten eines Unternehmens entscheidend? Welche anderen Einflussfaktoren konstituieren Underpricing?

Trotz umfangreicher Forschung gibt es bisher wenige Erkenntnisse, was das Underpricing bei kleinen Unternehmen bedingt. So ist das primäre Untersuchungsziel dieser Arbeit, Faktoren aufzudecken, die das Underpricing bei diesen erklären. Für Theoretiker bietet diese Arbeit dabei folgende Vorteile: Eine fundierte Zusammenfassung und Analyse theoretischer Erklärungsmodelle, eine systematische Klassifizierung von bisher empirisch getesteten Einflussfaktoren sowie eine empirische Herangehensweise zur Analyse von Underpricing-Einflussfaktoren bei kleinen Unternehmen. Für Praktiker, insbesondere Börsenkandidaten, bietet diese Arbeit Erkenntnisse über die Höhe des Underpricings, die Wahl des Börsensegmentes sowie andere Entscheidungshilfen im Rahmen des IPOs.

Zusammenfassend möchte ich mich herzlich bei meinem Doktorvater Prof. Dr. Rainer Stöttner für den konstruktiven Dialog trotz der geographischen Distanz zwischen Kassel und London bedanken. Ebenso danke ich Prof. Dr. Christian Klein für die Erstellung des Zweitgutachtens. Mein Dank gilt auch meinem Schwager Dr. Sascha Israel für die vielen hilfreichen Anregungen sowie Carl-Frederik Scharffenorth fürs Korrekturlesen. Schließlich danke ich Freunden, meiner Schwester sowie meinen Eltern für ihre bedingungslose Unterstützung und ihr vorbehaltloses Vertrauen.

Sandra Bramhoff

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einleitung	1
1.1 Motivation und Zielsetzung	1
1.2 Gang der Untersuchung	4
1.3 „Underpricing-Phänomen“	5
2 Herleitung des Forschungsgegenstandes	9
2.1 Literaturübersicht über empirische Studien	9
2.1.1 Identifizierung der Literatur.....	9
2.1.2 Klassifizierungsschema	10
2.1.3 Literaturübersicht.....	15
2.1.4 Zusammenfassung und Diskussion.....	40
2.2 Übersicht über theoretische Erklärungsansätze	44
2.2.1 Systematisierungsschema für Erklärungsansätze	46
2.2.2 Übersicht über Erklärungsansätze	48
2.2.3 Zusammenfassung und Diskussion.....	59
2.3 Herleitung des Forschungsgegenstandes	60
2.3.1 Identifizierung der Forschungslücke	60
2.3.2 Eingrenzung des Forschungsgegenstandes.....	65
3 Theoretischer Bezugsrahmen	67
3.1 Agency-Theorie als theoretischer Bezugsrahmen für Underpricing	67
3.1.1 Underpricing als markträumendes Gleichgewicht in informationsasymmetrischen Märkten	67
3.1.2 Adverse-Selection-Modelle zur Erklärung von Underpricing.....	74
3.1.3 Implikationen von Signalling-Modellen.....	77
3.1.4 Underpricing als Anreizmodell für Marktteilnehmer	85
3.1.5 Zusammenfassung und Diskussion.....	91
3.2 Ableitung der Hypothesen	97
3.2.1 Underpricing aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren.....	98
3.2.2 Underpricing aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Altaktionären und Investoren.....	103
3.2.3 Underpricing aufgrund von Ex-ante-Unsicherheit bei Investoren....	106

3.2.4	Underpricing aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern.....	107
3.2.5	Zusammenfassung.....	109
4	Empirische Untersuchung.....	113
4.1	Daten und Stichprobe.....	113
4.2	Variablenspezifikation.....	115
4.2.1	Abhängige Variable.....	115
4.2.2	Unabhängige Variablen.....	116
4.2.3	Kontrollvariablen.....	118
4.3	Allgemeine Methodik zur Analyse von Querschnittsdaten.....	121
4.4	Explorative Datenanalyse.....	127
4.5	Empirische Überprüfung der Hypothesen.....	132
4.5.1	Methodik.....	132
4.5.2	Ergebnisse.....	135
4.5.3	Robustheit der Ergebnisse.....	139
4.6	Zusammenfassung und Diskussion.....	141
4.6.1	Einflussfaktoren von Underpricing.....	142
4.6.2	Grenzen der empirischen Untersuchung.....	146
5	Zusammenfassung und Ausblick.....	147
5.1	Zusammenfassung.....	147
5.2	Implikationen für die weitere Forschung.....	150
	Literaturverzeichnis.....	153
	Rechtsgrundlagenverzeichnis.....	163
	Anhang.....	165

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anzahl empirischer Studien pro Jahr	10
Abbildung 2: Klassifizierungsschema für verwendete Variablen.....	11
Abbildung 3: Theoretische Erklärungsansätze für Underpricing.....	47
Abbildung 4: Wesentliche Erklärungsfaktoren für Underpricing.....	61
Abbildung 5: Status, Forschungslücken und Fortschritt im Hinblick auf Underpricing	63
Abbildung 6: Schematische Darstellung des Underpricings.....	68
Abbildung 7: Underpricing (Overpricing) als Ergebnis von Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern	73
Abbildung 8: Zusammenhang zwischen dem Grad an Informationsbeschaffung und erwartetem Sekundärmarktpreis	90
Abbildung 9: Darstellung informationsasymmetrischer Erklärungsmodelle.....	93
Abbildung 10: Underpricing als Funktion von Informationsasymmetrie/Ex-ante- Unsicherheit und Informationsbeschaffung.....	97
Abbildung 11: Übersicht über informationsökonomische Hypothesen	110
Abbildung 12: Marktkapitalisierung der Unternehmen	114
Abbildung 13: Identifizierung von Ausreißern	115
Abbildung 14: Zusammenfassung der verwendeten Variablen	121
Abbildung 15: Underpricing im Zeitraum von Oktober 2005 bis März 2011	129
Abbildung 16: Dichte des Underpricings und seine theoretische Normalverteilung	131
Abbildung 17: Boxplot-Diagramme für Underpricing.....	132
Abbildung 18: Deskriptive Statistik und Korrelationen unter den Variablen.....	134
Abbildung 19: Ergebnisse der OLS-Regressionen.....	137
Abbildung 20: Ergebnisübersicht.....	142

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Underpricing-Phänomen.....	5
Tabelle 2: Stellenwert des Underpricing-Phänomens in der Literatur	6
Tabelle 3: Anzahl empirischer Studien pro Land	10
Tabelle 4: Anzahl Studien mit emissions-, firmen-, stakeholder- und aktienmarktspezifischen Variablen.....	15
Tabelle 5: Übersicht über Studien mit Fokus auf der Reputation der Emissionsbank	33
Tabelle 6: Übersicht über Studien mit Fokus auf die Marktentwicklung vor dem IPO.....	38
Tabelle 7: Übersicht über Studien mit Fokus auf emissionspezifischen Variablen.....	41
Tabelle 8: Übersicht über Studien mit Fokus auf firmenspezifischen Variablen.....	42
Tabelle 9: Übersicht über Studien mit Fokus auf stakeholder-spezifischen Variablen.....	43
Tabelle 10: Übersicht über Studien mit Fokus auf aktienmarktspezifischen Variablen.....	44
Tabelle 11: Erklärungsansätze für Underpricing aus der Behavioral-Finance-Theorie	55
Tabelle 12: Unabhängige Insel-Theorien zur Erklärung des Underpricing-Phänomens	56
Tabelle 13: Stellenwert von Modellen asymmetrischer Information in der Literatur	58
Tabelle 14: Empirische Evidenz asymmetrischer Informationsmodelle.....	94

Abkürzungsverzeichnis

adj.	adjustiert
AfU	Agentur für Unternehmensnachrichten
AGB FV	Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse
BA	Business Angels
BGBI	Bundesgesetzblatt
BLUE	Best Linear Unbiased Estimators
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
BPG	Breusch-Pagan-Godfrey
B2B	Business-to-Business
DF	Degrees of Freedom
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
DW	Durbin-Watson
EBT	Earnings Before Tax
EBIT	Earnings Before Interest & Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization
EDA	Explorative Datenanalyse
EG	Europäische Gemeinschaft
F&E	Forschung & Entwicklung
FWB®	Frankfurter Wertpapierbörse
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
GEM	Growth Enterprise Market
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporation
IPO	Initial Public Offer(ing)
KS	Kolmogorov-Smirnov
LLP	Limited Liability Partnership
M&A	Mergers & Acquisitions
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NMS	National Market System

NYSE	New York Stock Exchange
OLS	Ordinary Least Squares
PE	Private Equity
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
Rn.	Randnummer
S.	Seite
SEBI	Securities & Exchange Board of India
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
SSRN	Social Science Research Network
TSX	Toronto Stock Exchange
TSX-V	Toronto Stock Exchange – Venture Exchange
VC	Venture Capital
VIF	Varianz-Inflations-Faktor
WLS	Weighted Least Square
WP	Wirtschaftsprüfer
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz

1 Einleitung

1.1 Motivation und Zielsetzung

Der Börsengang, der international auch als Initial Public Offering (IPO) bekannt ist, stellt für jedes Unternehmen eine große Herausforderung dar. Dies gilt insbesondere für die Preisfestsetzung der Emissionen. Auffällig ist das systematische Auseinanderfallen von Emissions- und Sekundärmarktpreis. Bei einer positiven Differenz zwischen Ausgabe- und Sekundärmarktkurs wird von *Underpricing* gesprochen.¹ So wies beispielsweise das IPO von Google Inc. im August 2004 mit einem Emissionskurs von 85 US-Dollar und einem Schlusskurs von 100,34 US-Dollar ein Underpricing in Höhe von 18 Prozent auf.²

Empirische Studien zeigen, dass Underpricing generell existiert, jedoch von Land zu Land und im Zeitablauf variiert. Das durchschnittliche Underpricing lag weltweit – ungeachtet beträchtlicher länderspezifischer Abweichungen – im Zeitraum von 2000 bis 2006 bei 29,1 Prozent.³ Im Zeitraum von 1995 bis 2002 belief sich das weltweite Underpricing im Mittel noch auf 38,5 Prozent.⁴ Dabei zeigen sich große Unterschiede zwischen einzelnen Ländern. Beispielsweise betrug Underpricing in Norwegen im Zeitraum von 2000 bis 2006 durchschnittlich 4,3 Prozent, während es sich in China auf 57,1 Prozent belief.⁵ Bezogen auf den deutschen Markt variiert Underpricing ebenfalls. Während es zwischen 1970 und 1993 im Mittel bei 10,6 Prozent lag,⁶ erreichte es im Zeitraum zwischen 1996 und 2002 Werte im Durchschnitt bis über 50 Prozent.⁷

In der Theorie sind verschiedene Modelle entwickelt worden, um eine Erklärung für Underpricing, welches bis heute zu einer der größten Kapitalmarktanomalien zählt, zu finden. „The pricing of initial public offerings (IPOs) is one of the more puzzling phe-

¹ Vgl. u. a. Heeley, M. B. et al. (2007), S. 209; Goergen, M. et al. (2009), S. 260; Engelen, P.-J./van Essen, M. (2010), S. 1958. Im Gegensatz dazu wird bei einer negativen Differenz zwischen Emissions- und Sekundärmarktkurs von *Overpricing* gesprochen. Vgl. Rummer, M. (2006), S. 115.

² Vgl. hierzu Berg, J. E. et al. (2009), S. 350.

³ Vgl. Banerjee, S. et al. (2011), S. 1297.

⁴ Vgl. Pukthunathong-Le, K./Walker, T. (2008), S. 10.

⁵ Vgl. Banerjee, S. et al. (2011), S. 1297.

⁶ Vgl. hierzu die Studien von Wasserfallen, W./Wittleder, C. (1994), S. 1508 u. Ljungqvist, A. P. (1997), S. 1312. Weitere Studien sind Anhang 1 zu entnehmen.

⁷ Vgl. Elston, J. A./Yang, J. J. (2010), S. 524. Weitere Studien sind Anhang 1 zu entnehmen. Für detaillierte Untersuchungen zum Neuen Markt siehe Hunger, A. (2003), S. 1–35; Tykvová, T./Walz, U. (2007), S. 350–378 u. Goergen, M. et al. (2009), S. 260–271.

nomena in finance.”⁸ Ein Großteil der Theoretiker versucht dabei, Underpricing auf Grundlage von Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern zu erklären. Underpricing wird in diesen Modellen als notwendige Voraussetzung zur Erzielung eines Gleichgewichtes beschrieben.⁹ Daneben haben sich aber auch Ansätze gebildet, die Underpricing auf institutionelle Rahmenbedingungen, Corporate-Governance-Aspekte oder Ansätze der Behavioral-Finance-Theorie zurückführen oder mittels sonstiger intuitiver Plausibilitätsüberlegungen erklären.

Während Underpricing Investoren als Kompensation für ihre Ex-ante-Unsicherheit dient,¹⁰ führt es dagegen für den Emittenten zu höheren impliziten Kosten.¹¹ Damit gefährdet es womöglich die Finanzierung von Wachstumsprojekten, da der Emittent auf einen Teil seines Emissionserlöses verzichten muss.¹² „The underpricing of IPOs is a serious problem for any economy. [...] [H]igh underpricing tendency in the primary market discourages IPOs issued by those companies which cannot afford or do not want underpricing (leaving money on the table).”¹³ Dadurch wird das Pricing von IPOs für die Emissionsbank zu einer komplexen Aufgabe: „An investment banker who ‘cheats’ on this underpricing equilibrium will lose either potential investors (if it doesn’t underprice enough) or issuers (if it underprices too much), and thus forfeit the value of its reputation capital.”¹⁴ McCarthy (1999) bezeichnet das Pricing von IPOs daher auch als eine Kombination von „Art und Science“.¹⁵

Im Rahmen der empirischen Forschungsarbeiten sind Faktoren identifiziert worden, die Underpricing positiv bzw. negativ beeinflussen. Dabei wird im Wesentlichen zwischen emissions-, firmen-, stakeholder- und aktienmarktspezifischen Einflussfaktoren unterschieden. Einige der Einflussfaktoren wie die Größe des Unternehmens oder die Aktienmarktentwicklung vor dem IPO konnten in unterschiedlichen Studien mehrfach

⁸ Lowry, M./Schwert, G. W. (2004), S. 3.

⁹ Vgl. Kaserer, C./Kempf, V. (1995), S. 47.

¹⁰ Vgl. Beatty, R. P./Ritter, J. R. (1986), S. 216.

¹¹ Vgl. Färber, H. (2005), S. 35.

¹² Vgl. Ruud, J. S. (1993), S. 136.

¹³ Jain, N./Padmavathi, C. (2012), S. 83.

¹⁴ Beatty, R. P./Ritter, J. R. (1986), S. 213.

¹⁵ So werden zum einen quantitative Modelle unter Nutzung historischer und zukünftig zu erwartender Ergebnisse der Gesellschaft verwendet („scientific part“). Zum anderen ist die Fähigkeit des Emittenten und der Emissionsbank entscheidend, die Bedingungen des IPO-Marktes sowie das Potential der Nachfrage bei Investoren richtig zu beurteilen („artistic part“). Vgl. McCarthy, E. (1999), S. 52.

bestätigt werden, während sich andere als nicht robust oder nachhaltig erwiesen haben.¹⁶

Die nachfolgende Arbeit untersucht das Underpricing-Phänomen bei kleinen Unternehmen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Arbeit waren kaum Studien bekannt, die sich ausschließlich auf diese Unternehmensgruppe fokussiert haben.¹⁷ Die Gruppe ist von besonderem Interesse, denn kleine Unternehmen folgen möglicherweise anderen Kriterien in ihrer Bewertung als große Unternehmen. Die Bedeutung dieser Forschungsarbeit wird auch dadurch unterstrichen, dass die Eigenkapitalfinanzierung über die Börse besonders für den Mittelstand immer mehr an Bedeutung gewinnt, da insbesondere seit Beginn der Finanzkrise die Fremdkapitalfinanzierung und Private Equity häufig nur in begrenztem Maß zur Verfügung stehen und die Möglichkeit einer Gesellschafterfinanzierung oft bereits ausgeschöpft wurde.¹⁸

Das Untersuchungsziel ist daher, empirisch zu überprüfen, welche Faktoren das Underpricing von kleinen Unternehmen erklären. Zu diesem Zweck soll die vorliegende Arbeit

1. einen Überblick über die bestehende Underpricing-Literatur (sowohl empirische Arbeiten als auch theoretische Erklärungsmodelle) geben sowie die Forschungsfrage im Kontext des bisher gemachten Fortschritts diskutieren,
2. einen theoretischen Bezugsrahmen zur Verfügung stellen, der erlaubt, Underpricing im Kontext von informationsasymmetrischen Märkten zu erklären und
3. Hypothesen ableiten, die Einflussfaktoren von Underpricing identifizieren und diese empirisch überprüfen.

Diese Studie erlaubt somit Erkenntnisse darüber zu gewinnen, welche Faktoren Underpricing beeinflussen und ob sich diese im Wesentlichen von bisherigen Erkenntnissen unterscheiden.

¹⁶ Siehe hierzu Kapitel 2.1.

¹⁷ Als Beispiel sei hier die Studie von Johan (2010) genannt, die kanadische Unternehmen im TSX-V (Kanadas Marktsegment für kleine Unternehmen) untersucht. Vgl. Johan, S. A. (2010), S. 128–144.

¹⁸ Vgl. Bramhoff, S./Steinbach, M. (2009), S. 6.

1.2 Gang der Untersuchung

Im weiteren Verlauf dieses Kapitels wird zunächst der Stellenwert des Underpricing-Phänomens in der Literatur diskutiert und Underpricing definiert.

Kapitel 2 definiert das Untersuchungsziel und spezifische Forschungsfragen im Detail. Dabei gibt es einen Überblick über die empirische Literatur zum Underpricing-Phänomen, identifiziert Forschungslücken und grenzt das Forschungsziel dieser Untersuchung von Ergebnissen bestehender Arbeiten und dem bislang erzielten Forschungsstand ab.

Kapitel 3 entwickelt den theoretischen Bezugsrahmen für diese Studie. Der erste Teil basiert auf der Agency-Theorie und erklärt Underpricing zunächst als markträumendes Gleichgewicht in informationsasymmetrischen Märkten. Im Folgenden werden verschiedene Erklärungsmodelle, im Einzelnen Adverse-Selection-Modelle, Signalling-Modelle sowie Anreizmodelle, vorgestellt. In der Zusammenfassung werden die Modelle schließlich gegenübergestellt und auf Schwachstellen überprüft. Der zweite Teil von Kapitel 3 nutzt die daraus gezogenen Erkenntnisse, um sechs zu überprüfende Hypothesen aufzustellen.

Kapitel 4 klärt die methodische und empirische Grundlage für die Überprüfung der Hypothesen und präsentiert und diskutiert die Ergebnisse der empirischen Erhebung. Zunächst werden die Daten und die Wahl der Stichprobe diskutiert. Dann erfolgen die Spezifikation der benötigten Variablen und die Darstellung der allgemeinen Methodik zur Analyse von Querschnittsdaten. Diesen Vorüberlegungen folgend wird zunächst eine explorative Datenanalyse vorgenommen, um die Existenz von Underpricing zu bestätigen. Schließlich werden 15 verschiedene Regressionsanalysen zur empirischen Überprüfung der Hypothesen durchgeführt. Abschließend werden die Ergebnisse mittels zusätzlicher Analysen auf ihre Robustheit überprüft und die Ergebnisse der Regressionsanalysen sowie deren Grenzen diskutiert.

Kapitel 5 fasst die Erkenntnisse aus den vorhergehenden Kapiteln zusammen und diskutiert Implikationen für die weitere Forschung.

1.3 „Underpricing-Phänomen“

Underpricing galt bereits seit Mitte der 70er Jahre als ein Mysterium und zählte damals schon zu einem der verblüffendsten Phänomene im Kapitalmarkt. Aber auch heute noch gehört es zu einer der größten ungelösten Kapitalmarktanomalien (vgl. Tabelle 1).

Autor	Zitat	Seite
Ibbotson (1975)	„Strangely enough, we have not solved the mystery of the empirically observed underpriced new issue offerings.“	S. 264
Grinblatt & Hwang (1989)	„One of the most puzzling phenomena in finance is the underpricing of unseasoned new issues of common stock.“	S. 393
Chemmanur (1993)	„The UNDERPRICING OF INITIAL public offerings (IPOs) is one of the most extensively documented anomalies in financial economics [...]“	S. 285
Ruud (1993)	„The high average initial return on new issue-shares is therefore an anomaly that invites further study.“	S. 136
Lowry & Schwert (2004)	„The pricing of initial public offerings (IPOs) is one of the more puzzling phenomena in finance.“	S. 3
Sahoo & Rajib (2009)	„Worldwide, underpricing is one of the most observed anomalies in the new issue market. In nearly every country, IPO issues experience some sort of underpricing.“	S. 190
Banerjee et al. (2011)	„IPO underpricing has been a pervasive empirical phenomenon for decades.“	S. 1289

Tabelle 1: Underpricing-Phänomen

Trotz umfangreicher Forschung (vgl. Tabelle 2) konnte das Underpricing-Phänomen bis heute nicht vollständig aufgeklärt werden. Sowohl in der Theorie als auch in der Praxis bleibt es damit weiterhin ein herausforderndes Forschungsthema.

Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit soll Underpricing zunächst definiert werden. Im Wesentlichen stellt Underpricing UP_j die Differenz zwischen dem Sekundärmarktpreis P_t und dem Emissionspreis P_0 einer Aktie j dar und entspricht somit formal der Gleichung:

$$(1.1) \quad UP_j = \left(\frac{P_{tj} - P_{0j}}{P_{0j}} \right) = \frac{P_{tj}}{P_{0j}} - 1$$

mit $j = 1, 2, \dots, J$ und $t = 1, 2, \dots, T$