

B KAPITALMARKT

B.1 Überblick

In diesem Kapitel steht die Aufnahme und Verarbeitung von Informationen durch den Kapitalmarkt sowie die Einflussfaktoren auf den Marktwert einer Unternehmung im Mittelpunkt. Insgesamt wird die Grundlage des Verständnisses der für die Kapitalmarktkommunikation relevanten Aspekte der Kapitalmarkttheorie gelegt. Im Einzelnen erfolgt zunächst in Abschnitt B.2 die Definition der grundlegenden Begriffe Unternehmen, Wert, Unternehmensbewertung und Kapitalmarkt.

Ausgehend von diesen grundlegenden Begriffen wird in Abschnitt B.3 der Marktwert des Unternehmens diskutiert. In diesem Zusammenhang stehen auch die Preisbildung am Markt und die Informationsaufnahme und -verarbeitung durch die Marktteilnehmer im Fokus der Betrachtung. Abschließend wird die Diskrepanz zwischen dem durch die Unternehmensleitung wahrgenommenen intrinsischen Wert und dem durch die Kapitalmarktakteure wahrgenommenen Marktwert einer Unternehmung beschrieben und damit die Rechtfertigung der Existenz einer professionellen Kapitalmarktkommunikation in Unternehmen nachvollzogen.

B.2 Begriffsdefinitionen

B.2.1 Unternehmen

Kern dieser Arbeit ist die Kapitalmarktkommunikation von Unternehmen. Stocker beschreibt Unternehmen als alle wirtschaftlichen Institutionen, die auf Faktormärkten als Nachfrager für Produktionsfaktoren auftreten, diese zu Produktionszwecken einsetzen oder kombinieren und die auf diesem Wege produzierten Güter und Dienstleistungen Haushalten auf Gütermärkten anbieten.²⁰ Dabei versuchen Unternehmen, Gewinn zu erwirtschaften beziehungsweise Gewinn zu maximieren.²¹ Beutel definiert Unternehmen als Akteure mit der Aufgabe, durch den Einsatz

²⁰ Vgl. Stocker 2009, S. 45. Stocker fasst unter Produktionsfaktoren Arbeit, Kapital, Grund und Boden zusammen.

²¹ Vgl. Stocker 2009, S. 45. Stocker grenzt zusätzlich das Unternehmen gegen die Person des Unternehmers ab. Während das Unternehmen „als Ort der Produktion auf die konkrete Ausführung der Produktion und aller damit verbundenen Tätigkeiten gerichtet ist, steht der Unternehmer für die zugrundeliegende kreative/leitende Idee, für die Schaffung neuer Produkte und Technologien im weitesten Sinne, die dann im Unternehmen ausgeführt, realisiert werden“ (ebenda).

von „Produktionsfaktoren (Inputs) Güter und Dienstleistungen (Outputs) zu produzieren“²² und diese auf den Gütermärkten an Haushalte, den Staat und andere Unternehmen zu verkaufen.²³ Er geht damit über die Definition von Stocker hinaus, der in seiner Definition Unternehmen rein als Produzenten für den Endnutzer, die Haushalte, beschreibt.

Freiling beschreibt ein Unternehmen²⁴ aus einer eher marktorientierten Sichtweise. Er weist zunächst auf das starke Zunehmen der arbeitsteiligen Wirtschaft in den vergangenen Jahrzehnten und das damit verbundene Entstehen neuer Kooperationsformen hin.²⁵ Die entstandenen Kooperationsformen werden unter zwei Institutionen zusammengefasst: den Unternehmen, die Abstimmung und Spezialisierung ermöglichen, und den Märkten, die das Zusammenspiel der Wirtschaftssubjekte koordinieren.²⁶ Unternehmen sind Institutionen, die auf der Mikroebene wirtschaftlichen Handelns im Zusammenhang mit der Makroebene wirtschaftlichen Handelns, den Märkten, danach streben, „sich selbst wirtschaftlich, durch eine höhere Produktivität, durch eine schnellere Produktion und durch größeren technischen Fortschritt“²⁷, in einer durch Arbeitsteilung gekennzeichneten Welt besserzustellen.²⁸ Die Definition von Picot fügt der von Freiling hinzu, dass die Information als zweckorientiertes Wissen von essentieller Bedeutung für die Funktion der Unternehmung in der arbeitsteiligen Wirtschaft ist.²⁹

Schierenbeck stellt fest, dass Unternehmen in der marktwirtschaftlichen Ordnung „eine herausragende Rolle bei der Produktion und marktlichen Verwertung von Sachgütern und Dienstleistungen“³⁰ spielen. Um festzustellen, was ein Unternehmen definiert und welche besonderen

²² Beutel 2006, S. 91.

²³ Vgl. ebenda. Auch Beutel geht zusätzlich auf die Erlöserzielung in einem Unternehmen ein: „Aus den erzielten Erlösen werden die Ausgaben für die Produktionsfaktoren gedeckt. Die Produktionskosten umfassen Arbeitsleistung, Nutzung von Kapital (bspw. Gebäude, Maschinen, Transportmittel) und natürliche Ressourcen (Boden, Bodenschätze) und Kauf von Zwischenprodukten bei anderen Unternehmungen. Diese Inputs müssen auf den Faktormärkten besorgt werden“ (ebenda).

²⁴ Freiling verwendet den Begriff der Unternehmung (vgl. Freiling/Reckenfelderbäumer 2009, S. 1). Im Folgenden werden die Begriffe Unternehmen und Unternehmung synonym verwendet.

²⁵ Ebenda. Freiling weist darauf hin, dass sich bereits Ökonomen der Klassik mit der Arbeitsteiligkeit beschäftigt haben, bspw. Adam Smith (vgl. hierzu Smith 1776). Voraussetzung der Arbeitsteilung sind aus der Sicht von Freiling die Koordination unter den Leistungsträgern und eine Spezialisierung.

²⁶ Vgl. Freiling/Reckenfelderbäumer 2009, S. 2.

²⁷ Freiling/Reckenfelderbäumer 2009, S. 1.

²⁸ Auf diese Vorteile hat bereits Adam Smith hingewiesen, vgl. hierzu Smith 1776.

²⁹ Vgl. Picot et al. 2009, S. 25.

³⁰ Schierenbeck 2003, S. 23.

Merkmale ein Unternehmen ausmachen, zeigt Schierenbeck Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Unternehmen, privaten Haushalten und öffentlichen Betrieben und Verwaltungen auf. Alle drei Gruppen stellen aus seiner Sicht Wirtschaftseinheiten dar, die „als Marktparteien oder Kontrahenten am arbeitsteiligen Wirtschaftsprozess beteiligt sind“³¹. Private Haushalte grenzen sich nach seiner Darlegung dadurch ab, dass sie hauptsächlich konsumieren und eine Produktion gegebenenfalls nur zum Eigenbedarf existiert. Für Betriebe hingegen ist es konstitutiv, dass sie im Sinne einer arbeitsteiligen Wirtschaft Sachgüter und Dienstleistungen „überwiegend für den Bedarf anderer Betriebe und der privaten Haushalte erzeugen“³². Öffentliche Betriebe und Verwaltungen werden nach Schierenbeck als Organe der Gesamtwirtschaft vom Staat getragen und ihre Leistungen werden der Allgemeinheit „ohne direkte Gegenleistung und zum Teil zwangsweise zur Verfügung gestellt“³³. Damit unterscheiden sie sich von den Unternehmen, die dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip folgen.³⁴

Definition des Begriffes Unternehmen im Rahmen dieser Arbeit: Unternehmen sind Institutionen, die im Rahmen einer durch Arbeitsteilung gekennzeichneten Wirtschaft mithilfe von Inputfaktoren Outputfaktoren – Dienstleistungen und Güter – produzieren und diese zur Generierung von Erträgen an weitere Unternehmen oder private Haushalte veräußern. Die Unternehmen sind in einem makroökonomischen Netzwerk, dem Markt, mit anderen Akteuren dynamisch verwoben.

Diese Definition des Begriffes ist zunächst relativ breit gefasst, da das im Rahmen dieser Arbeit zu erstellende Modell sowohl für Dienstleistungs- als auch Industrieunternehmen relevant ist. Zusätzlich wird auf den Markt hingewiesen, in den das Unternehmen eingebunden ist und der vor dem Hintergrund der Zielsetzung des Modells eine besondere Relevanz hat.

³¹ Ebenda.

³² Ebenda.

³³ Schierenbeck 2003, S. 24.

³⁴ Schierenbeck 2003, S. 23, zitiert hier Gutenberg 1983, der auch noch das Autonomieprinzip und das Prinzip des Privateigentums aufführt und darauf hinweist, dass es Unternehmen (in Gutenbergs Erläuterung Betriebe) sowohl in marktwirtschaftlichen Systemen als auch zentral geleiteten Wirtschaften gibt.

B.2.2 Wert

Der Wert eines Gutes drückt grundsätzlich dessen Nutzen aus, den es für ein Wirtschaftssubjekt zu spenden in der Lage ist.³⁵ Dieser Nutzen ist abhängig von der spezifischen Situation und dem spezifischen Wirtschaftssubjekt.³⁶ Die Situation bezieht sich in diesem Zusammenhang unter anderem auf Ort und Zeit.³⁷

Weiterhin ist der Nutzen von den Zielvorstellungen, Erwartungen und Anreizen des Wirtschaftssubjektes abhängig.³⁸ Der durch den Nutzen abgeleitete Wert ist kontext- und situationsabhängig und damit über verschiedene Entscheidungssituationen hinweg nicht konstant.³⁹ Der Nutzen eines Gutes für ein Wirtschaftssubjekt besteht nach dem integrativ-interpretativen Verständnis nicht rein aus monetären Komponenten, sondern wird durch nicht monetäre Komponenten ergänzt (siehe Tabelle B-1).

Wertkomponenten	Positiver Zielbeitrag (Beispiel)	Negativer Zielbeitrag (Beispiel)	Resultierende Größe (Beispiel)
Monetäre Komponenten	Einzahlung	Auszahlung	Cashflow
Nicht monetäre Komponenten	Intangible Nutzeffekte wie verbesserte Entscheidungsqualität	Indirekte Kosten („dis-benefits“, „soft costs“)	Ergebnis einer Nutzwertanalyse
Saldo	Erweiterter Nutzenbegriff	Erweiterter Kostenbegriff	Wertbeitrag

Tabelle B-1: Komponenten des Wertes⁴⁰

Diese breite Berücksichtigung von Komponenten des Nutzens bildet die Grundlage für den Wertbegriff in dieser Arbeit. Das Wirtschaftssubjekt, das dem Gut einen Wert beimisst, wird in der folgenden Definition zunächst nicht weiter spezifiziert, im weiteren Verlauf der Arbeit

³⁵ Vgl. Hölscher 1998, S. 37-39.

³⁶ Vgl. ebenda.

³⁷ Vgl. Chmielewicz 1994, S. 44. Chmielewicz beschreibt einen Wert als festgelegt für eine bestimmte Person an einem bestimmten Ort zu einer bestimmten Zeit.

³⁸ Vgl. Strecker 2009, S. 29. Generell wird ein Wert immer zu einem bestimmten Zweck festgestellt. Dieser Zweck – oder diese Norm – bildet ein Wertsystem, in dessen Rahmen ein Wert zugewiesen wird (vgl. Peemöller/Angermayer-Michler 2005, S. 3).

³⁹ Vgl. Strecker 2009, S. 29.

⁴⁰ In Anlehnung an Renkema 2000, S. 99.

jedoch grundsätzlich als Akteur am Kapitalmarkt verwendet. Weiterhin ist der Preis eines Gutes grundsätzlich vom Wert eines Gutes zu unterscheiden.⁴¹

Definition des Begriffes Wert im Rahmen dieser Arbeit: Der Wert eines Gutes drückt den Nutzen aus, den ein Wirtschaftssubjekt in Form von monetären und nicht monetären Komponenten in einer spezifischen, einmaligen Situation erbringt.

Für die vorliegende Arbeit ist insbesondere der monetäre Wert eines Unternehmens von Bedeutung. Dieser Wert wird dem Unternehmen im Rahmen der im Folgenden beschriebenen Unternehmensbewertung zugemessen.

B.2.3 Unternehmensbewertung

Der Marktwert eines Unternehmens stellt eine Bewertung des Unternehmens durch den Markt – im vorliegenden Fall den Kapitalmarkt – dar.⁴² In diesem Abschnitt wird zunächst der grundlegende Begriff der Unternehmensbewertung hergeleitet. Bei einer Bewertung ordnet ein Bewertungssubjekt einem Gegenstand, dem Bewertungsobjekt, einen Wert – meist in Form einer Geldgröße – zu.⁴³ Mit der Bezeichnung Bewertungssubjekt wird derjenige bezeichnet, aus dessen Sicht die Bewertung durchgeführt wird.⁴⁴ Dabei können Bewertungsobjekte auch aus der Sicht mehrerer Bewertungssubjekte bewertet werden.⁴⁵

⁴¹ Der Preis eines Gutes ist das Ergebnis von Angebot und Nachfrage an einem Markt und wird in rein monetären Größen ausgedrückt (vgl. Häusler 2007, S. 4). Spreeman und Ernst definieren den Wert eines Gutes als Ergebnis von „Angebot und [...] Nachfrage eines großen Kollektivs von Marktteilnehmern“ (Spremann/Ernst 2010, S. 3). Diese Definition verwischt die Grenzen zwischen Wert und Preis.

⁴² Weitere Anlässe der Bewertung eines Unternehmens werden in Anhang 1 in Anlehnung an Drukarczyk/Schüler 2009, S. 2, dargestellt.

⁴³ Vgl. Sieben et al. 1974, S. 840.

⁴⁴ Bei dem Bewertungssubjekt kann es sich um eine natürliche oder juristische Person oder eine Gruppe von Personen handeln. In der Bewertungstheorie haben sich auch die Begriffe ‚Entscheidungssubjekt‘, ‚präsumptiver Käufer‘ und ‚präsumptiver Verkäufer‘ als Bezeichnungen für das Bewertungssubjekt etabliert, vgl. hierzu Matschke/Brösel 2005, S. 3. Matschke erläutert weiterhin, dass sich die Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung auf interpersonale Konflikte zwischen ‚konfligierenden Parteien‘ oder ‚Konfliktparteien‘ beziehen und diese Parteien dann Bewertungssubjekte sind. Wird eine Bewertung im Auftrag einer Konfliktpartei durch Dritte erstellt, so wird nach Matschke weiterhin die Konfliktpartei als Bewertungssubjekt bezeichnet (vgl. ebenda).

⁴⁵ Vgl. Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation 2006, S. 5, in Anlehnung an das Institut der Wirtschaftsprüfer 2008.

Das Bewertungsobjekt bezeichnet nach der Definition des Instituts der Wirtschaftsprüfer den eigentlichen Gegenstand der Bewertung.⁴⁶ In dieser Arbeit wird im Rahmen der Themenstellung auf ein spezielles Bewertungsobjekt Bezug genommen: das Unternehmen. Matschke unterscheidet bei einem Unternehmen als Bewertungsobjekt die Bewertung eines Unternehmens als Ganzes oder auch die Bewertung abgrenzbarer Unternehmensteile.⁴⁷ Diwald unterscheidet ebenfalls Unternehmen als Ganzes, aber auch Teilbetriebe oder strategische Geschäftseinheiten als Bewertungsobjekte einer Unternehmensbewertung.⁴⁸ In einer Veröffentlichung des Instituts der Wirtschaftsprüfer wird ergänzt, dass die zu bewertende wirtschaftliche Einheit selbstständig geführt sein muss.⁴⁹ Teilbereiche dieser wirtschaftlichen Einheit, die für sich allein keinen finanziellen Wert schaffen, sind nach dieser Definition keine Bewertungsobjekte.⁵⁰

Definition des Begriffes Unternehmensbewertung im Rahmen dieser Arbeit: Im Rahmen einer Unternehmensbewertung ordnet ein Bewertungssubjekt dem Bewertungsobjekt eines Unternehmens als Ganzes oder einem abgrenzbaren Teil eines Unternehmens einen monetären Wert zu.⁵¹

Für die vorliegende Arbeit ist insbesondere die Unternehmensbewertung am Kapitalmarkt relevant, durch die der Marktwert eines Unternehmens zustande kommt. Im Folgenden wird zunächst grundsätzlich der Begriff ‚Kapitalmarkt‘ definiert.

B.2.4 Kapitalmarkt

Im Folgenden wird zunächst auf die Bedeutung des Begriffes ‚Markt‘ eingegangen, um im Anschluss für den Kapitalmarkt, eine für diese Arbeit besonders relevante, spezielle Form des Marktes, eine geeignete Definition festzulegen. Ursprünglich leitet sich die Beziehung Markt

⁴⁶ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer 2008, Textziffer 5.

⁴⁷ Vgl. Matschke/Brösel 2005, S. 4. Sie sehen dabei keinen Widerspruch, weil mit dem Begriff abgrenzbare Unternehmensanteile regelmäßig komplexe Untereinheiten eines Betriebes und gegebenenfalls auch Unternehmensanteile bezeichnet werden, die im Rahmen einer Unternehmensbewertung ähnlich wie ein gesamtes Unternehmen charakterisiert sind.

⁴⁸ Diwald 2008, S. 4.

⁴⁹ Unter selbstständiger Führung wird verstanden, dass die wirtschaftliche Einheit „in ihren Beziehungen zum Beschaffungs- und Absatzmarkt und bei ihrer Leistungserstellung nicht der Eingliederung in einen anderen Betrieb bedarf“ (Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation 2006, S. 5).

⁵⁰ Ebenda.

⁵¹ Eine ausführlicherer Darstellung der der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden Theorien – der objektiven, subjektiven und funktionalen Unternehmenswertlehre – erfolgt bspw. bei Schmeisser et al. 2009, S. 4-9 und Mandl/Rabel 1997, S. 5-11.

von dem lateinischen Wort *mercatus* ab.⁵² Eckelt führt aus: „Er bezeichnete einen bestimmten Ort, an dem zu bestimmten Zeiten eine Vielzahl von Käufern und Verkäufern sich zu Erwerb und Absatz nachgefragter und angebotener Sachgüter trafen.“⁵³ Diese Sinngebung blieb dem Wort im weiteren Verlauf der Wirtschaftsgeschichte zunächst erhalten.⁵⁴

Später trat nach Eckelt das zeitliche Element in den Hintergrund und es entwickelten sich permanente, in einem weiteren Sinne allgegenwärtige Märkte.⁵⁵ Zusammen mit dieser zeitlichen Ebene verlagerte sich auch die räumliche Ebene auf eine abstrakte: „Markt war jetzt überall, wo auch ohne räumliche und zeitliche Begrenzung Sachgüter nachgefragt und angeboten werden“⁵⁶. Die eigentliche Bedeutung des Marktgeschehens wurde auf seine Gegenstände verlagert. So hat sich die Definition eines Marktes über die Zeit von einem an einen bestimmten Ort und an eine bestimmte Zeit gebundenen wirtschaftlichen Geschehen zu einer Vielzahl von Märkten für verschiedene Güter, unabhängig von Zeit und Ort, entwickelt.⁵⁷

Der Kern der Bedeutung des Begriffes Markt hat sich im Verlauf der Zeit mehr und mehr in Richtung der nachgefragten und angebotenen Gegenstände verschoben.⁵⁸ Es entwickelten sich

⁵² Vgl. Eckelt 1982, S. 107.

⁵³ Ebenda.

⁵⁴ Ebenda, beschreibt, dass die Bestimmung des Ortes dieses Marktgeschehens im Mittelalter und teilweise bis in die Neuzeit ein Akt hoheitsrechtlicher Entscheidung war: „Orte erhielten das Marktrecht, wurden zu Marktgemeinden. Im weiteren Verlauf trat die hoheitliche Bestimmung in den Hintergrund.“

⁵⁵ Vgl. Eckelt 1982, S. 108.

⁵⁶ Ebenda.

⁵⁷ Vgl. ebenda. Freiling betont eine zunehmende Arbeitsteilung in der Wirtschaft, die zu einer zunehmenden Spezialisierung von Unternehmen führte (vgl. Freiling/Reckenfelderbäumer 2009, S. 1). Diese zunehmende Spezialisierung erforderte nach Picot Tauschvorgänge zwischen Anbietern und Nachfragern (vgl. Picot et al. 2009, S. 30). Die Tauschvorgänge werden auf Märkten realisiert, sie sind ein „ökonomischer Ort, auf dem Güterangebot und -nachfrage zusammentreffen“ (Picot et al. 2009, S. 30). Diese Definition ist nahezu identisch zu der Definition eines Marktes nach Steinhauer, der den Markt als ökonomischen Ort beschreibt, an dem Angebot und Nachfrage zusammentrifft (vgl. Steinhauer 2008, S. 10). Stobbe definiert einen Markt, ebenfalls ausgehend von den marktimmanenten Tauschbeziehungen, als „die Gesamtheit von Handlungen und Transaktionen, mit denen Anbieter und Nachfrager des Objekts zum Zweck des Tausches in Verbindung treten, wobei sich aus ihrer Interaktion die Bedingungen ergeben, zu denen der Tausch vorgenommen wird“ (Stobbe 1991, S. 279). Stobbe beschreibt, dass diese auf dem Markt stattfindenden Allokationsverfahren fortwährend die Lösung eines Informationsproblems beinhalten (vgl. Stobbe 1991, S. 282).

⁵⁸ Vgl. Eckelt 1982, S. 108. Eckelt führt hier aus, dass „im industriellen Bereich eine unbegrenzte Zahl von Märkten für jedes Erzeugnis“ entstand.

neben den Produktmärkten der Markt für Dienstleistungen, der Geldmarkt, der Kapitalmarkt und der Wertpapiermarkt.⁵⁹

Bei der Definition des Begriffes Kapitalmarkt kann nach Büschgen zwischen dem Kapitalmarkt im weiteren Sinne, dem Kapitalmarkt im engeren Sinne und dem Kapitalmarkt im engsten Sinne unterschieden werden.⁶⁰ Der Kapitalmarkt im weiteren Sinne umfasst „alle Kredit- und Beteiligungstransaktionen, die nicht über Banken oder Börsen abgewickelt werden“⁶¹. Der Kapitalmarkt im engeren Sinne ist „ein organisierter Markt, der von Institutionen des finanziellen Sektors – beispielsweise Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften und sonstigen Kapitalsammelstellen – getragen wird.“⁶² Der Kapitalmarkt im engsten Sinne ist nach Büschgen „Teil des institutionalisierten, durch hohe Publizität und dauerhafte Aufbaustruktur gekennzeichneten organisierten Marktes“⁶³. Der Kapitalmarkt im engsten Sinne kann in den Primärmarkt und den Sekundärmarkt unterteilt werden. Der Primärmarkt ist der Markt für die Erstausgabe von Effekten, der Sekundärmarkt der Markt für bereits im Umlauf befindliche Wertpapiere.⁶⁴

Franke detailliert die Aufteilung des Kapitalmarktes im engsten Sinne in Primär- und Sekundärmarkt noch weiter. Er beschreibt, dass der Primärmarkt in Deutschland im Wesentlichen von Kreditinstituten und Kapitalsammelstellen getragen wird. Der Sekundärmarkt wird nach Frankes Darstellung ebenfalls im Wesentlichen von Kreditinstituten getragen.⁶⁵ Dabei ist der

⁵⁹ Vgl. Eckelt 1982, S. 108. Eckelt beschreibt den Wertpapiermarkt als unterschiedlich zum ebenfalls beschriebenen Kapitalmarkt. In der folgenden Literatur und in dieser Arbeit wird der Wertpapiermarkt jedoch als äquivalent zum Kapitalmarkt angesehen, vgl. bspw. Büschgen 1998, S. 197.

⁶⁰ Vgl. Büschgen 1998, S. 196.

⁶¹ Ebenda. Der Kapitalmarkt im weiteren Sinne wird nach Büschgen auch als nicht organisierter oder freier Kapitalmarkt bezeichnet. Er bezeichnet alle langfristigen Kredit- und Beteiligungsbeziehungen außerhalb des organisierten Kapitalmarktes zwischen Privaten und sonstigen Nichtbanken, die häufig durch Zeitungsanzeigen und/oder Makler eingeleitet werden.

⁶² Ebenda. Nach Büschgen treten die Marktteilnehmer ausschließlich oder abwechselnd als Kapitalnehmer, Kapitalgeber oder Kapitalvermittler auf. „Marktobjekte sind Beteiligungsrechte und Kredite, beide entweder in verbriefter oder unverbriefter Form. Hierzu zählen einerseits Aktien, Genußrechte (-scheine), GmbH-Anteile u. ä. sowie andererseits Wertpapiere mit festem oder variablem Zinssatz (bspw. Industrieobligationen, Pfandbriefe, Kommunalobligationen sowie öffentliche Anleihen der Gebietskörperschaften oder der Sondervermögen des Bundes) und verschiedene Formen langfristiger Kredite“ (ebenda). Als langfristig werden nach Büschgen Bankgeschäfte mit einer Laufzeit von mindestens vier Jahren angesehen, vgl. ebenda.

⁶³ Büschgen 1998, S. 197.

⁶⁴ Vgl. ebenda. Der Primärmarkt wird nach Büschgen auch als Emissionsmarkt und der Sekundärmarkt auch als Zirkulations- oder Umlaufmarkt bezeichnet.

⁶⁵ Vgl. Franke/Hax 2009, S. 53.

am besten entwickelte Primär- und Sekundärmarkt für Finanzierungstitel die Wertpapierbörse.⁶⁶ Ebenfalls relevant sind hierbei Kontrakte, die von Finanzierungstiteln abgeleitet sind und auf derivativen Märkten gehandelt werden.⁶⁷

Definition des Begriffes Kapitalmarkt im Rahmen dieser Arbeit: Der Kapitalmarkt ist eine Spezialform des Marktes, in dem Angebot und Nachfrage für langfristige Finanzierungstitel aufeinandertreffen. Dabei wird der Kapitalmarkt als ein komplexes System verstanden, das unabhängig von Zeit und Ort ist und sich auf die am Kapitalmarkt aktiven Akteure und relevanten Produkte konzentriert. Der Kapitalmarkt wird weiterhin zwischen Primär- und Sekundärmarkt ausdifferenziert.

Die Definition weist auf das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage für Finanzierungstitel am Kapitalmarkt hin. Dieses Zusammentreffen, das zu einer Preisbildung und damit einem Marktwert führt wird im Folgenden untersucht.

B.3 Marktwert der Unternehmung

B.3.1 Motivation der Marktwertuntersuchung

An dieser Stelle soll erläutert werden, welche Relevanz der Marktwert für ein Unternehmen hat beziehungsweise wie sich Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren des Kapitalmarktes und dem Unternehmen auswirken. Vier Gründe für die hohe Relevanz des Marktwertes und der bestehenden Informationsasymmetrien für ein Unternehmen werden im Folgenden kurz dargestellt:

⁶⁶ Vgl. Franke/Hax 2009, S. 54.

⁶⁷ Vgl. ebenda. Es werden Termin-, Optionskontrakte und Swaps unterschieden. „In einem Terminkontrakt verpflichtet sich der eine Vertragspartner zur Lieferung bestimmter Finanzierungstitel in einem zukünftigen Zeitpunkt, der andere zur Zahlung des vertraglich fixierten Kaufpreises im gleichen Zeitpunkt. Bei einem Swap vereinbaren die Vertragspartner den Tausch bestimmter aus Finanzierungstiteln resultierender Zahlungen oder Zahlungsverpflichtungen.“ Weiter heisst es dort: „Bei den Optionskontrakten ist zwischen Kaufoption und Verkaufsoption zu unterscheiden. Eine Kaufoption kommt dadurch zustande, daß ein Vertragspartner, der Optionsinhaber, von dem anderen, dem Stillhalter, gegen Zahlung einer Prämie das Recht erwirbt, zu einem zukünftigen Zeitpunkt oder in einem zukünftigen Zeitraum bestimmte Finanzierungstitel zu einem vertraglich festgelegten Ausübungspreis zu erwerben. Bei einer Verkaufsoption hat der Optionsinhaber das Recht, die Finanzierungstitel zum Ausübungspreis an den Stillhalter zu verkaufen. Im Unterschied zum Terminkontrakt steht es dem Optionsinhaber in beiden Fällen frei, sein Recht auszuüben oder nicht“ (ebenda).

(1) Shareholder-Value-Ansatz

Der von Rappaport 1986 in seiner Veröffentlichung ‚Creating Shareholder Value‘ beschriebene Ansatz des Shareholder Value basiert auf der Annahme, das vornehmliche Ziel des Managements eines Unternehmens sei es, Wert für den Aktieninhaber zu generieren.⁶⁸ Dieser Shareholder Value kann mit dem Marktwert des Unternehmens gleichgesetzt werden.⁶⁹ Der Marktwert des Unternehmens ist somit ein Indikator für den Zielerreichungsgrad der Management-handlungen eines Unternehmens hinsichtlich der Zielfunktion der Prinzipale.⁷⁰ Diese reine Fokussierung eines Unternehmens auf den Shareholder Value unterlag breiter Kritik, da außerökonomische und die Interessen weiterer Stakeholder unberücksichtigt bleiben.⁷¹

(2) Kapitalmarktzugang des Unternehmens

Die meisten Unternehmen sind im Rahmen der Unternehmensfinanzierung darauf angewiesen, Fremd- oder Eigenkapital aufzunehmen. Für die Aufnahme von Eigenkapital am Kapitalmarkt spielen bestehende Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmen als Agent und dem Kapitalmarktakteur als potenziellem Prinzipal eine wichtige Rolle.⁷² Die Abhängigkeit des Zuganges zum Kapitalmarkt von bestehenden Informationsasymmetrien wird in Abbildung B-1 dargestellt.

⁶⁸ Für eine detaillierte Darstellung siehe Rappaport 1999. Der Shareholder Value stellt damit die zentrale monetäre Zielgröße der Unternehmung dar (vgl. Hinne 2001, S. 9).

⁶⁹ Vgl. Schäfer 2002, S. 84.

⁷⁰ Vgl. Schäfer 2002, S. 85. Der Shareholder-Value-Ansatz basiert auf der Annahme, die Nutzenfunktion der Prinzipale würde ausschließlich von der Wertgenerierung einer Investition abhängen.

⁷¹ Vgl. Schäfer 2002, S. 88. Rappaport führt zu der Shareholder-Value-Orientierung eines Unternehmens aus: „In a market-based economy that recognizes the rights of private property, the only social responsibility of business is to create shareholder value and to do so legally and with integrity. Critical social issues in education, health care, drug abuse, and the environment pose enormous social challenges. Corporate management, however, has neither the political legitimacy nor the expertise to decide what is in the social interest“ (Rappaport 1999, S. 5).

⁷² Vgl. Schäfer 2002, S. 80. Auch für die Aufnahme von Fremdkapital spielen bestehende Informationsasymmetrien eine wichtige Rolle. So erschweren starke Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Fremdkapitalgeber die Kapitalaufnahme sowie die Kosten (Zinssätze) für das bereitgestellte Kapital.

Systematische Finanzinformation und
Kapitalmarktkommunikation
Modellarchitektur und Implementierungsansatz
Ruf, M.
2014, XXVI, 351 S. 51 Abb., Softcover
ISBN: 978-3-658-05159-4