



Vollkommener Kapitalmarkt ?

Versuch, die Wirksamkeit theoretisch modellierter Konzepte auf die Wirklichkeit zu untersuchen.

Alexander Kall



Übersicht

- Finanzierungstheorien
- Merkmale des vollkommenen Kapitalmarktes
- Risiko und Rendite
- Modellannahmen und Wirklichkeit



Finanzierungstheorien

- Klassische Finanzierungstheorie
- Neoklassische Finanzierungstheorie
- Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie

Finanzierungstheorien

Neoklassische Finanzierungstheorie

- Beschreibung von Finanzierungsvorgängen in ihrer Eigenschaft als Zahlungsströme
- Entwicklung verschiedener wissenschaftlich fundierter Konzepte auf der Basis von Modellannahmen
 - Portfoliotheorie
 - CAPM
 - APT
 - Irrelevanzthesen von Modigliani/Miller



Finanzierungstheorien

Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie

- Versucht eine Verbindung zwischen den Konzepten der klassischen- und neoklassischen Finanzierungstheorie und den realen Begebenheiten des Kapitalmarktes zu finden
- Annahme eines reibungsfreien vollkommenen Kapitalmarktes und vollständiger Information aller Teilnehmer
- Beschränkung auf Teilmärkte idealer Marktverhältnisse
- Kapitalmarkt insgesamt nach wie vor unvollkommen


$$Wert = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Zahlungsüberschuss_t}{(1 + Zins)^t}$$

- Grundidee: Der Wert eines Unternehmens bzw. seiner Aktien ergibt sich durch Diskontierung zukünftiger Zahlungsüberschüsse auf den heutigen Wert
- Fazit: Das Kapitalwertkalkül ist plausibel und sinnvoll ...


$$\text{Wert} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Zahlungsüberschuss}_t}{(1 + \text{Zins})^t}$$

... aber es ergeben sich zahlreiche Fragen:

- **Wann ist dieser Ansatz sinnvoll anzuwenden?** (\Rightarrow *vollkommener Kapitalmarkt*)
- **Warum ist der Ansatz nicht präferenzabhängig?** (\Rightarrow *Separationseigenschaften*)
- **Wie kann man in diesem Kalkül Unsicherheiten berücksichtigen?** (\Rightarrow *Portfoliotheorie, CAPM*)
- **Welche Formen der Unsicherheit gibt es?** (\Rightarrow *Geschäftsrisiken, Finanzielle Risiken*)
- **Wie sind die Kapitalkosten zu berechnen?** (\Rightarrow *Risikoprämie für Geschäfts- / Finanzielle Risiken*)
- **Wie sind die Zahlungsüberschüsse zu ermitteln?** (\Rightarrow *Identifikation und Prognose des Cash Flows*)
- **Ist der Wert durch das Kalkül vollständig beschrieben?** (\Rightarrow *Real Options*)

Merkmale des Vollkommenen Kapitalmarktes

- **Friktionsloser Markt:** keine Transaktionskosten, keine Steuern, keine regulatorischen Hemmnisse
⇒ freier Marktzutritt für alle Marktteilnehmer
- **Vollkommener Wettbewerb:** freier Marktzutritt, vollkommene Transparenz, keine dominierenden Marktteilnehmer
⇒ alle Marktteilnehmer sind Preisnehmer
- **Informationseffiziente Märkte:** Informationen sind kostenlos und allen zugänglich
⇒ symmetrische Informationsverteilung
- **Rationale Marktteilnehmer:** Wirtschaftssubjekte maximieren ihren Nutzen

Folgen des Vollkommenen Kapitalmarktes

- **Keine Arbitragemöglichkeiten**
- **Verzinsung ist für alle Marktteilnehmer gleich**
(identischer Soll-/Habenzins)
- **Fisher Separation (1930)**

Risikoerwartungen

		Erwartungen	
		Sicher	Unsicher
Kapital -markt	Vollkommen	<ul style="list-style-type: none">○ <i>Fisher Modell</i>	<ul style="list-style-type: none">○ <i>Portfoliotheorie</i>○ <i>CAPM</i>○ <i>APT</i>○ <i>Modigliani/Miller</i>○ <i>Real Options</i>
	Unvollkommen	<ul style="list-style-type: none">○ <i>Fisher/Hirshleifer</i>	<ul style="list-style-type: none">○ <i>Principal Agent</i>○ <i>Adverse Selektion</i>

Fisher Separation

- Optimale Entscheidungen zur Durchführung von Investitionen / zur Steigerung des Unternehmenswertes können von individuellen Präferenzen getrennt werden
 - Die Maximierung von Kapitalwerten maximiert den Nutzen von Kapitalgebern / -nehmern
 - Die Maximierung von Kapitalwerten eignet sich zur Delegation des Kalküls von Eigentümern zu Managern (kein Principal-Agent-Problem)

Beurteilung vollkommener Kapitalmarkt

○ **Kritik:**

- der Zugang am Kapitalmarkt ist nicht gleichermaßen frei (z.B. Sparkassen, Versicherungen)
- nur Anteile von AG's werden auf organisierten Märkten gehandelt
- die Emission von Corporate Bonds ist nur größeren Unternehmen möglich
- der Staat beeinflusst die Kapitalströme durch seine Steuerpolitik

○ **Aber:**

- Research und Rating-Agenturen machen die Kapitalmärkte effizienter
- Neue Technologien erhöhen Wettbewerb und senken Transaktionskosten (z.B. Discount Broking)
- Neue Technologien erhöhen Transparenz (Internet, Orderbuch) und effizientere Abwicklung
- Finanzmarktreformen erhöhen Transparenz und erleichtern Marktzugang
- Neuer Markt eröffnet auch jungen Unternehmen Weg zur Börse



Beurteilung und Wirklichkeit

- Alle relevanten Theorien entstanden unter den Prämissen des vollkommenen Kapitalmarktes mit unsicheren Erwartungen
- Die Realität hat mit den Entwicklungen der Informations- und Kommunikationstechnologien Teilmärkte mit annähernd idealen Marktverhältnissen geschaffen
- Aber!
Dennoch bleibt unbestritten, dass der Kapitalmarkt insgesamt nach wie vor als unvollkommen zu bezeichnen ist.



Fazit

- Die Kapitalmärkte werden immer vollkommener.