

Florentin Köhler

Allokationseffizienz horizontaler Mergers im Bankensektor und Auswirkungen auf die ökonomische Wohlfahrt

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

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

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2008 Diplom.de
ISBN: 9783836618137

Florentin Köhler

Allokationseffizienz horizontaler Mergers im Bankensektor und Auswirkungen auf die ökonomische Wohlfahrt

Florentin Köhler

Allokationseffizienz horizontaler Mergers im Bankensektor und Auswirkungen auf die ökonomische Wohlfahrt

Florentin Köhler

Allokationseffizienz horizontaler Mergers im Bankensektor und Auswirkungen auf die ökonomische Wohlfahrt

ISBN: 978-3-8366-1813-7

Druck Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2008

Zugl. Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Erlangen, Deutschland,
Diplomarbeit, 2008

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

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.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomarbeiten Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

© Diplomica Verlag GmbH

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2008

Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	IV
1. Das Merger Paradox	1
2. Mergers: Einordnung, Entwicklungen und Abgrenzung	3
2.1 Horizontale Mergers: Definition und Abgrenzung	3
2.2 Historische Entwicklung von Mergers	5
2.2.1 Weltweite Entwicklung und Wellentheorie	5
2.2.2 Entwicklung der Mergeraktivität im Finanzsektor	8
2.3 Analyse der Triebkräfte für Mergeraggregation	9
2.4 Definition und Abgrenzung von Allokationseffizienz horizontaler Mergers im Bankensektor	12
3. Motive und Konsequenzen horizontaler Mergers	15
3.1 Motive und Konsequenzen im oligopolistischen Wettbewerb	15
3.2 Werveränderungspotentiale horizontaler Mergers	24
3.2.1 Wertmaximierende Mergermotive	25
3.2.1.1 Güterwirtschaftliche Potentiale	25
3.2.1.1.1 Kosten- und Umsatzsynergiepotentiale	25
3.2.1.1.2 Marktmachtpotentiale	27
3.2.1.2 Finanzwirtschaftliche Potentiale	29
3.2.1.3 Managementpotentiale	31
3.2.2 Nicht wertmaximierende Mergermotive	32
3.2.3 Weitere Gründe für Wertveränderungen durch Mergers	34

4. Empirische Forschung zur Allokationseffizienz horizontaler Mergers im Bankensektor	38
4.1 Einteilung und Maße empirischer Forschungsansätze	38
4.2 Empirische Ansätze und Erkenntnisse	40
4.2.1 Statische Untersuchungen	40
4.2.1.1 Einfluss von Konzentration auf Preis oder Rentabilität	42
4.2.1.2 Skaleneffekte im Bankensektor	50
4.2.2 Dynamische Untersuchungen	56
4.2.2.1 Event Studien	56
4.2.2.2 Studien zur operativen Performance	61
4.2.2.3 Frontier-Analysen	63
4.2.2.4 Fall- und Praxisstudien	69
4.3 Fazit	70
5. Wohlfahrtsauswirkungen horizontaler Mergers	72
5.1 Mergers und Wohlfahrt: Definition und Abgrenzung	72
5.2 Modelltheoretisch abgeleitete Wohlfahrtsauswirkungen horizontaler Mergers	73
5.2.1 Williamsons Trade-off-Modell	73
5.2.2 Wohlfahrtsauswirkungen im oligopolistischen Wettbewerb	77
5.3 Empirische Erkenntnisse zu Wohlfahrtsauswirkungen horizontaler Mergers im Bankensektor	81
5.4 Aufgaben und Entwicklungen in der Merger-Politik	89
6. Ein Merger Paradox revisited	91
Anhang	92
Literaturverzeichnis	121
Sonstige Quelle	141

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anzahl an Mergers in den USA	6
Abbildung 2: Mergers im Finanzsektor weltweit von 1990 bis 2007	8
Abbildung 3: Contagion-Effekt bei im Mittel positiver Synergieerwartung	36
Abbildung 4: Kapazitätseffekt bei im Mittel positiver Synergieerwartung	36
Abbildung 5: Contagion- und Kapazitätseffekt bei im Mittel negativer Synergieerwartung	37
Abbildung 6: Trade-off-Modell von Williamson	74

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Empirische Forschung zur Beziehung von Konzentration zu Preis ...	92
Tabelle 2: Empirische Forschung zur Beziehung von Konzentration zu Rentabilität	94
Tabelle 3: Empirische Forschung zu Skaleneffekten	96
Tabelle 4: Event Studien zur Renditeentwicklung für Anteilseigner des übernehmenden Unternehmens	101
Tabelle 5: Event Studien zur Renditeentwicklung für Anteilseigner des übernommenen Unternehmens	103
Tabelle 6: Event Studien zur Renditeentwicklung für alle direkt beteiligten Anteilseigner	105
Tabelle 7: Durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite nach Art der Anteilseigner	58
Tabelle 8: Empirische Forschung zur operativen Performance	107
Tabelle 9: Empirische Forschung mittels Frontier-Analysen	115
Tabelle 10: Fall- und Praxisstudien	119
Tabelle 11: Zum Wohlfahrtsgewinn minimal erforderliche prozentuale Kostenreduktion	76

Abkürzungsverzeichnis

Aufl.	Auflage
bzw.	beziehungsweise
d.h.	das heißt
ES	Efficient-Structure
M&A	Mergers&Acquisitions
MSA	Metropolitan Statistical Area
Nr.	Nummer
RMP	Relative-Market-Power
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
S.	Seite
SCP	Structure-Conduct-Performance
SES	Scale-Efficiency/Structure
Translog-Funktion	transzedente logarithmische Funktion
u.a.	unter anderem
USD	US-Dollar
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
XES	X-Efficiency/Structure
z.B.	zum Beispiel

1. Das Merger Paradox

Mergers sind seit Jahrzehnten Gegenstand intensiver wissenschaftlicher Forschung. Die Eingabe des Begriffs „Merger“ in Suchmaschinen von gängigen Datenbanken zur Verwaltung wissenschaftlicher Literatur im Fachgebiet Wirtschaftswissenschaften führt in der Regel zu einer großen Anzahl an Treffern. Zum Beispiel sind es bei der Datenbank Business Source Complete (via EBSCO Host) unter Eingabe „Merger“ nur in der Überschrift 23.560 Treffer. Wird die Suche erweitert auf „Merger“ im gesamten Text, so werden 428.248 Treffer gemeldet.¹

Einerseits mag es in Anbetracht der großen Anzahl an wissenschaftlichen Forschungsarbeiten zu Mergers verwunderlich erscheinen, dass nachhaltig von einem ungelösten Merger Paradox geschrieben wird. Auf der anderen Seite könnte die Vermutung nahe liegen, dass die Zusammenhänge hinter dem Merger Paradox sehr komplex sind und daher bislang nicht aufgeklärt werden konnten.

Um was handelt es sich bei dem Merger Paradox? Korrekterweise sollte nicht nur von einem Paradox gesprochen werden, sondern von mehreren. Drei paradox erscheinende Erkenntnisse seien hier kurz dargestellt. Die dafür verwendeten Zitate sind aufgrund der Häufigkeit des Gebrauchs der Wendung Merger Paradox auf Arbeiten ab dem Jahr 2005 beschränkt, wodurch sich auch die Aktualität der dahinter stehenden Zusammenhänge widerspiegelt.

- 1) Mergers werden unter anderem in Modellen oligopolistischen Wettbewerbs untersucht. Es kann gezeigt werden, dass im Modell des Cournot-Oligopols mit konstanten marginalen Kosten und homogenen Gütern trotz eines modellierten Anstiegs von Marktmacht kaum Anreiz zu einem Merger besteht.²
- 2) Selbst bei im Mittel positiver Synergieerwartung durch einen Merger könnte die Gewinnwahrscheinlichkeitsverteilung derart verändert sein, dass nach dem Merger die Wahrscheinlichkeit für alle Gewinne, deren Höhe geringer ist als ein bestimmter Schwellenwert, erhöht ist. Zudem könnte bei Berücksichtigung von potentiellen Kapazitätsbeschränkungen der

¹ Stand vom 28.03.2008.

² Vgl. Banal-Estanol/Ottaviani (2006), S. 591; Qiu/Zhou (2006), S. 54; Sawler (2005), S. 244.

maximale Gewinn nach dem Merger geringer sein als die kombinierten maximalen Gewinne der einzelnen Unternehmen vor dem Merger.³

- 3) Trotz der großen Anzahl an Mergers in den letzten Jahrzehnten und der dazu verfügbaren Daten für empirische Untersuchungen ist es bisher nicht gelungen, konsistente Nachweise für die Umsetzung von wertmaximierenden Motiven für Mergers zu erbringen.⁴

Für das Thema dieser Arbeit sind diese drei paradox erscheinenden Zusammenhänge von zentraler Bedeutung und werden daher jeweils noch näher erläutert. Das wesentliche Ziel dieser Arbeit besteht darin, zu untersuchen, inwieweit Ressourcen durch horizontale Mergers im Bankensektor effizient verteilt werden und welche Auswirkungen horizontale Mergers im Bankensektor auf die ökonomische Wohlfahrt haben.

Die Arbeit ist dabei wie folgt aufgebaut: In Kapitel 2 wird Allokationseffizienz in Verbindung mit horizontalen Mergers im Bankensektor definiert und abgegrenzt. Zusätzlich wird die im historischen Kontext wiederkehrende Aktualität des Themas dieser Arbeit verdeutlicht und es wird untersucht, inwieweit eine Analyse der Antriebskräfte für Mergeraggregation zur Beschreibung von Allokationseffekten von Mergers dienlich sein kann.

Motive und Konsequenzen horizontaler Mergers sind in Kapitel 3 Gegenstand der Betrachtung. Dazu erfolgt zunächst eine Darstellung der aus ausgewählten Arbeiten abgeleiteten Motive und Konsequenzen horizontaler Mergers in oligopolistischen Wettbewerbsmodellen. Anschließend wird eine Vielzahl von Wertveränderungspotentialen durch Mergers strukturiert dargestellt und deren jeweilig anzunehmende Relevanz speziell für horizontale Mergers unter teilweisen Bezug auf den Bankensektor diskutiert.

Ausgehend von den für horizontale Mergers als besonders relevant anzunehmenden Wertveränderungspotentialen wird in Kapitel 4 auf die empirische Forschung zu diesen für den Bankensektor eingegangen. Dabei erfolgt die Einteilung empirischer Forschung einerseits in statische Untersuchungen, aus denen nur indirekte Erkenntnisse zu Allokationseffekten horizontaler Mergers im Bankensektor abgeleitet werden können. Andererseits können in dynamischen

³ Vgl. Shaver (2006), S. 974, 975.

⁴ Vgl. Mayer-Sommer/Sweeney/Walker (2006), S. 5; Zalan/Lewis (2005), S. 86.

Untersuchungen direkte Erkenntnisse zu Allokationseffekten gewonnen werden, die im Anschluss betrachtet werden. Die zusätzliche Unterteilung empirischer Arbeiten in die jeweilig verwendeten Ansätze soll Aufschluss darüber liefern, welche Ansätze zu welchen Ergebnissen tendieren.

In Kapitel 5 werden unter teilweiser Verwendung der empirisch abgeleiteten Erkenntnisse zu Allokationseffekten die Auswirkungen von horizontalen Mergers auf die ökonomische Wohlfahrt dargestellt bzw. diskutiert. Nach Abgrenzung der zu untersuchenden Beziehung zwischen Mergers und Wohlfahrt erfolgt eine Darstellung von ausgewählten modelltheoretischen Ansätzen zu Wohlfahrtsauswirkungen horizontaler Mergers. Im Anschluss werden empirische Erkenntnisse zur Beziehung zwischen horizontalen Mergers im Bankensektor und Wohlfahrt diskutiert, bevor auf grundsätzliche Vorgehensweisen in der Merger-Politik eingegangen wird.

Abschließend wird in der Schlussbetrachtung ein Fazit zu dem in der Einleitung dargestellten dritten Merger Paradox gezogen. Dieses Fazit ist einerseits auf den in dieser Arbeit herausgestellten Erkenntnissen gegründet. Andererseits fließen darin zusammenfassende Einschätzungen anderer Autoren zu dem Merger Paradox ein.

2. Mergers: Einordnung, Entwicklungen und Abgrenzung

2.1 Horizontale Mergers: Definition und Abgrenzung

Fusion oder Übernahme sind im deutschsprachigen Raum gebräuchliche Begriffe zur Bezeichnung für eine Verschmelzung von Unternehmen. Die Verschmelzung wird als ein konzernmäßiger Zusammenschluss von Unternehmen oder eine Mehrheitsbeteiligung mit Abhängigkeitstatbestand definiert, wodurch zumindest ein beteiligtes Unternehmen sowohl seine wirtschaftliche als auch seine rechtliche Selbständigkeit verliert.⁵ Somit ist die Verschmelzung ein Unternehmenszusammenschluss mit dauerhaft ausgerichteter Zusammenarbeit und gesellschaftsrechtlichem Mehrheitsanteil am Kapital als Bindungsmittel.

Die Begriffe Fusion oder Verschmelzung können jedoch irreführend sein: Wenn Unternehmen fusionieren bzw. verschmelzen, so werden die beteiligten

⁵ Vgl. Vahlens großes Wirtschaftslexikon (1993), S. 2238, 2239.

Unternehmen dadurch nicht einfach nur größer. Vielmehr geht solch ein Prozess in der Regel mit der Entstehung komplexerer Abläufe oder Änderungen in der Organisationsform einher.⁶ Diese Begriffe reflektieren solche Entwicklungen nicht und werden im Folgenden nur eingeschränkt verwendet.

Der Ausdruck Übernahme bezeichnet nur die bestimmte Art von Verschmelzung, in der ein Unternehmen ein anderes übernimmt. Wenn zwei Unternehmen im Rahmen eines Verschmelzungsprozesses durch den Zusammenschluss von Gleichen ein neues Unternehmen bilden, wäre die Bezeichnung der Übernahme hierfür unpassend. Aus diesem Grund wird auch der Begriff der Übernahme in dieser Arbeit nicht als ein Sammelbegriff für alle Arten von Unternehmenszusammenschlüssen verwendet.

In der vorwiegend englischsprachigen Literatur zu Verschmelzungen werden stattdessen meist die Bezeichnungen Mergers&Acquisitions (M&A) oder Merger verwendet. Der Begriff Merger wird als Aufnahme eines Unternehmens durch ein anderes definiert, d.h. das Vermögen einer Gesellschaft wird als Ganzes auf eine andere bereits bestehende übernehmende Gesellschaft übertragen.⁷ Ein Merger kann auch durch Neubildung erfolgen. Im Gegensatz dazu ist die Definition von M&A weitläufiger: Hierbei werden Transaktionen beschrieben, durch die entweder eine volle Integration der Vermögensgegenstände zu einem einzelnen Unternehmen vollzogen wird (Mergers) oder ein Unternehmen eine Beteiligung erwirbt, ohne dass dadurch die Unternehmensvermögenswerte integriert werden (Acquisitions).⁸ Wenn in der in dieser Arbeit verwiesenen Literatur von M&A die Rede ist, so handelt es sich in der Regel auch bei den Acquisitions um Mehrheitsbeteiligungen an Geschäftsanteilen. Damit gehen durch die als M&A beschriebenen Unternehmenstransaktionen der Verlust der rechtlichen Selbständigkeit zumindest eines beteiligten Unternehmens einher.

Mergers und Acquisitions werden häufig als Synonyme verwendet und meist mit Mergers als Oberbegriff.⁹ Diese Gleichbehandlung rührt daher, dass durch eine beherrschende Kapitalbeteiligung eine Vereinigung der Wirtschaftsgüter erzwungen werden kann und so die Unterscheidung zwischen Mergers und

⁶ Vgl. hierzu auch Huck/Konrad/Müller (2004), S. 575.

⁷ Vgl. Vahlens großes Wirtschaftslexikon, (1993), S. 2239, 2240.

⁸ Vgl. Focarelli/Panetta/Salleo (2002), S. 1048.

⁹ Vgl. Linder/Crane (1993), S. 36.

Acquisitions mehr formeller als substantieller Natur ist.¹⁰ Im Folgenden wird an diese Vorgehensweise der Literatur angeknüpft und lediglich der Begriff Mergers verwendet.

Auf die verschiedenen Arten von Mergers, Transaktionsmöglichkeiten und die typischen Schritte von M&A-Transaktionen wird nicht in Tiefe eingegangen. Es soll hier im Wesentlichen genügen, dass es sich bei Mergers um Unternehmenstransaktionen mit der Folge eines Abhängigkeitstatbestands handelt.

Ein Merger ist ein schnelles Instrument für externe Expansion. Das wichtigste Klassifizierungsmerkmal von Mergers stellt die strategische Ausrichtung dar: Neben vertikalen, konglomeraten, marktausweitenden und produktausweitenden gibt es horizontale Unternehmenszusammenschlüsse, die dadurch charakterisiert sind, dass unter den beteiligten Unternehmen gleichartige Produkte an ähnliche Abnehmerkreise verkauft werden.¹¹ Zumeist wird nur zwischen vertikalen, konglomeraten und horizontalen Mergers unterschieden. In dieser Arbeit sind horizontale Mergers Gegenstand der Untersuchung. Bei Betrachtung der geschichtlichen Entwicklung von Mergers ist festzustellen, dass gerade horizontale Mergers seit 1995 anteilmäßig zunehmen, wie im Folgenden unter anderem aufgezeigt wird.

2.2 Historische Entwicklung von Mergers

2.2.1 Weltweite Entwicklung und Wellentheorie

Eine langfristige Zeitreihe von Mergers in den USA ist in Abbildung 1 dargestellt. Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von 1895 bis 1999 und stammen aus 3 verschiedenen Quellen, wodurch sich die Sprünge im Chart erklären lassen.

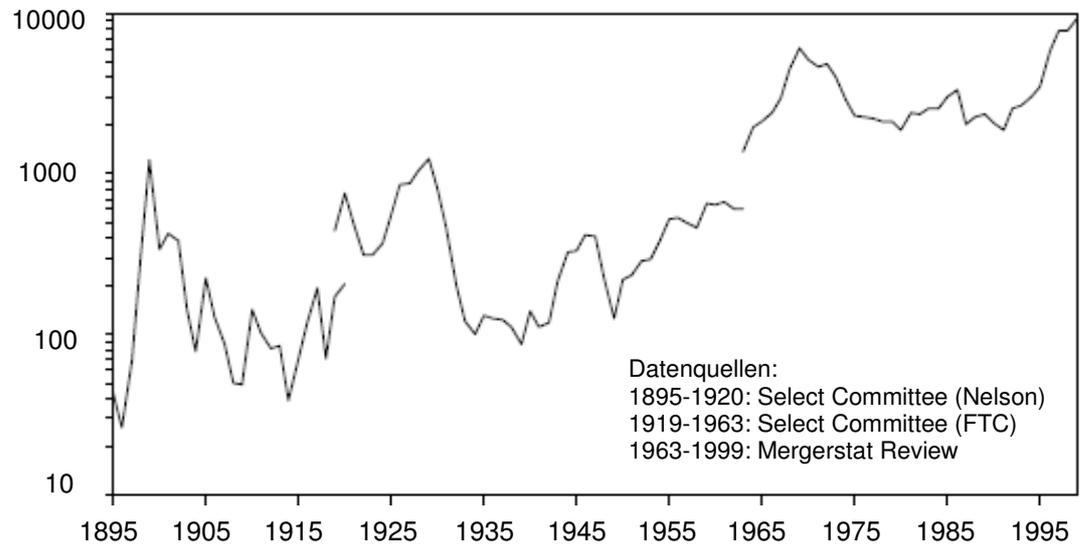
Häufig diskutiert wurde folgende Fragestellung: Erfolgt Mergeraktivität in Wellen, d.h. gibt es Oszillationen zwischen hohen und niedrigen Niveaus von Mergeraktivitäten? Aus obigem Chart leiten Kleinert und Klodt fünf Wellen in den Zeiträumen 1897 bis 1904, 1920 bis 1929, 1965 bis 1975, 1984 bis 1988 und 1995 bis mindestens zum Erscheinungszeitpunkt des Artikels im Jahr 2001 andauernd

¹⁰ Vgl. Blair (1972), S. 257.

¹¹ Vgl. Scharlemann (1996), S. 9-11.

ab.¹² Auch wenn in anderen Arbeiten die Zeiträume von Wellen erhöhter Mergeraktivität abweichend gesetzt werden, so ist zumindest eine gewisse Clusterbildung zu erkennen.

Abbildung 1: Anzahl an Mergers in den USA¹³



Es ist jedoch nicht unumstritten, dass Mergers überhaupt in Wellen auftreten. Zum Beispiel konnten Shughart und Tollison mit Daten der jährlichen Mergeraktivität in den USA im Zeitraum von 1895 bis 1979 die Hypothese nicht ablehnen, dass die jährlichen Mergeraktivitäten einem Prozess weißen Rauschens folgen. Der Datensatz ist dabei der gleiche, aus dem bereits die Existenz von Mergerwellen abgeleitet wurde.¹⁴ Im Allgemeinen aber werden in der wissenschaftlichen Literatur temporäre Häufungen in der Mergeraktivität als Mergerwellen bezeichnet. Diesem Sprachgebrauch soll auch hier weiter gefolgt werden, wenn nun eine nähere Beschreibung der größten Mergerwellen folgt.

Den ersten beiden Wellen von 1897 bis 1904 und 1920 bis 1929 werden allen voran Marktmachtmotive zugeschrieben. Stigler nannte die erste Mergerwelle „*Merger for Monopoly*“ und die zweite „*Merger for Oligopoly*“.¹⁵ Während in der ersten Welle der Anteil horizontaler Mergers überwiegt, so dominierten in der zweiten Welle vertikale und konglomerate Mergers, nachdem horizontale Mergers zum Ende der ersten Welle durch den Sherman Act und den Clayton Act aus

¹² Vgl. Kleinert/Klodt (2002), S. 11, 12.

¹³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Klodt (2001), S. 14.

¹⁴ Vgl. Shughart/Tollison (1984), S. 500-509.

¹⁵ Stigler (1950), S. 27, 31.