ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mittendorf, Thomas; Plöger, Andre

Working Paper

Einbettung von Merger und Akquisition in wirtschaftstheoretische Erklärungsansätze

Diskussionsbeitrag, No. 271

Provided in Cooperation with:
School of Economics and Management, University of Hannover

Suggested Citation: Mittendorf, Thomas; Plöger, Andre (2003) : Einbettung von Merger und Akquisition in wirtschaftstheoretische Erklärungsansätze, Diskussionsbeitrag, No. 271, Universität Hannover, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Hannover

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/78361

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Einbettung von Merger und Akquisition in wirtschaftstheoretische Erklärungsansätze

Thomas Mittendorf[1]
Andre Plöger[2]

Februar 2003
Diskussionspapier Nr. 271
ISSN 0949-9962

JEL Klassifikation: D40, E00, E60

[1] Universität Hannover, Institut für Versicherungsbetriebslehre,
Königsworther Platz 1, D-30167 Hannover
tm@ivbl.uni-hannover.de, Telefon: 0511-762 5094
[2] Allgemeiner Wirtschaftsdienst Hannover, Hannover,
andre.ploeger@awd.de

Zusammenfassung

Die Verbindung von Unternehmen ist keine Erscheinung der letzten Jahre. Vielmehr beruht das Konzept der Merger & Akquisition (M&A) auf grundlegenden wirtschaftstheoretischen Theorien, die in der Diskussion allerdings oftmals von populistischen Motiven für die Fusion im vorliegenden Fall überlagert werden. Dieser Artikel bringt eine theoretische Struktur in die vorliegenden Begründungen für Fusionen, wobei insbesondere auf Erkenntnisse der Neueren Institutionenökonomik zurückgegriffen wird. Den Königsweg für oder gegen Fusionen wird es nicht geben, vielmehr muss in der individuellen Entscheidungssituation zwischen den verschiedenen Stufen der Kooperation bis hin zur Übernahme eines Unternehmens genau abgewogen werden.

Abstract

The combination of enterprises is not a phenomenon of the last years. The concept of the "Mergers & Acquisitions" is based on fundamental economic theories, which are however often overlaid in the discussion by populist motives for the merger or acquisition in that particular case. This article brings a theoretical structure into the available reasons for mergers, with a special focus to the field of the New Institutional Economics. There exists no gold standard in arguing for or against mergers. A decision maker has to consider his specific situation when choosing between the different levels of co-operation up to the acquisition of an enterprise.

Key words: Merger & Acquisition, New Institutional Economics, Transaction costs

Inhalt

1) Merger & Akquisition: Populärwissenschaft oder theoretischer Hintergrund?

2) Neoklassische Theorie der Unternehmung

3) Verhaltenswissenschaftliche Theorie

4) Agenturtheoretische Betrachtung von Unternehmensakquisitionen

4.1) Theoretische Grundlagen der Principal-Agent-Theorie

4.2) Kumulierte abnormale Renditen in Theorie und Empirie

4.3) Erklärungsansätze aus der Managementtheorie

5) Transaktionskostentheoretische Erkenntnisse bei Unternehmensakquisitionen

5.1) Grundlagen der Transaktionskostentheorie

5.2) Transaktionskostentheorie und strategisch optimale Unternehmensgrenze

5.3) Koalitionstheoretische Überlegungen

6) Die Frage nach der optimalen Unternehmensgröße

1) Merger & Akquisition: Populärwissenschaft oder theoretischer Hintergrund?

Das vielschichtige Phänomen von Unternehmensübernahmen in all seinen Ausprägungen kann nicht monokausal von einer Theorie hinreichend erklärt werden. Integrierte Darstellungsansätze fehlen (noch), so dass das Ergebnis der Analyse von Akquisitionsstrategien in hohem Maße vom zugrunde gelegten Unternehmensmodell abhängt. Einzelne Motive der Unternehmensakquisition können nur im Rahmen eines bestimmten theoretischen Unternehmensmodells untersucht werden, da die Motive selbst die Rationalität eines anderen Modells verletzen würden (*Sautter*, 1989, S. 58). Im Rahmen dieses Artikels werden fünf Theorieansätze dargestellt, mit deren Hilfe eine basistheoretische Erklärung für Motive von Merger & Akquisitions generiert werden soll. Einen Schwerpunkt der Betrachtung bildet dabei die Neuere Institutionenökonomik. Insbesondere Fragen der Principal-Agent-Beziehungen zwischen Eigentümern und Management und transaktionstheoretische Fragestellungen im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen werden näher analysiert. Durch die Berücksichtigung aller fünf Theorieansätze kann dann das Akquisitionsverhalten von Unternehmen auf eine breite theoretische Basis gestellt und unterschiedliche unternehmenspolitische Konzepte erklärt werden.

2) Neoklassische Theorie der Unternehmung

Klassische Zielsetzung von Unternehmungen in der traditionellen mikroökonomischen Theorie ist die Maximierung des (Perioden-)Gewinns als Differenz zwischen Erlösen und Kosten. Der Unternehmensgewinn bzw. das aus der Unternehmung fließende Einkommen der Eigentümer ist residual bestimmt und ergibt sich nach Abzug der Kosten vom Erlös. Aufgabe des Managements ist demnach die Maximierung des Residualeinkommens der Eigentümer durch Wahl des optimalen Produktionsplans. Im Rahmen dieser Theorie ist eine Unternehmung in Märkte eingebettet, die durch das statische, gleichgewichtsorientierte Marktmodell vollkommener Konkurrenz mit atomistischer Marktstruktur, freiem Marktzutritt, Preis als Datum, vollständiger Information, Homogenität der Güter und fehlenden Präferenzen von rational handelnden Marktteilnehmern gekennzeichnet sind. Folgt man dieser Theorie, dann ist es einer Unternehmung möglich, die Vorteilhaftigkeit einer Akquisition unter Berücksichtigung ihrer expliziten und konsistenten eindimensionalen Zielfunktion zu beurteilen. Unter Berücksichtigung aller Handlungsalternativen wird die Akquisition durchgeführt, wenn sie die Zielfunktion der Unternehmung unter Beachtung von Nebenbedingungen maximiert und somit das allgemeine Rationalprinzip als Handlungsmaxime erfüllt. Das allgemeine Rationalprinzip verlangt, mit gegebenem Input einen möglichst hohen

Output zu erzielen bzw. einen bestimmten Output mit möglichst geringem Input zu generieren. Im Vordergrund steht im Rahmen dieser Theorie also die Maximierung des Unternehmenswertes bzw. der Vermögensposition der Eigentümer, d.h. der Aktionäre einer Aktiengesellschaft. Im Ergebnis kommt es zu einer optimalen Allokation der Ressourcen und damit zu einer Maximierung der gesellschaftlichen Wohlfahrt (*Storck*, 1993, S. 25). Voraussetzung dieser Theorie ist jedoch, dass der Entscheidungsträger seine Ziele in eine ordinal skalierbare Nutzenfunktion transformieren kann, er über voneinander unterscheidbare Handlungsalternativen verfügt, jede Handlungsalternative zu einem sicheren oder unsicheren Ergebnis führt und er sich für die Alternative entscheidet, die in seiner Nutzenfunktion am höchsten bewertet wird. Eine alleinige Fokussierung auf Shareholder-Interessen klammert Bedürfnisse und Anliegen der übrigen Stakeholder aus und negiert mögliche eigennützige Zielsetzungen des Managements, die in der allgemeinen Literatur zu M&A einen festen Stellenwert einnehmen. Weiterhin werden Organisationsstrukturen im neoklassischen Theorierahmen als „Black box“ betrachtet und nicht näher analysiert. Williamson hat sich schon früh mit den Vor- und Nachteilen dieser Denkrichtung befasst (*Williamson*, 1988, S. 159). Es bleibt festzuhalten, dass mit Hilfe der klassisch-nationalökonomischen Theorie ein Einblick in die Entscheidungslogik einer wesentlichen Interessengruppe, in diesem Fall der Eigentümer und der in ihren Interessen handelnden Agenten, möglich ist. Modellimmanent optimale Akquisitionsstrategien können so leichter generiert werden.

3) Verhaltenswissenschaftliche Theorie

Die neoklassische Theorie der Unternehmung mit seinen rigiden Annahmen reicht nicht aus, um das beobachtbare Akquisitionsverhalten in seiner Gesamtheit zu analysieren. So ist es beispielsweise mit Hilfe der Neoklassik schwer nachzuvollziehen, warum teilweise erhebliche, über den Marktpreis hinausgehende Prämien für Akquisitionsobjekte bezahlt werden. Auch die hohe Bedeutung von konglomeraten Akquisitionen korreliert unter Umständen nicht positiv mit einer Maximierung des Unternehmenswertes gemäß des Rationalitätspostulats der Neoklassik. Die verhaltenswissenschaftliche Forschung integriert diese empirisch nachweisbaren Beobachtungen und befasst sich mit dem Phänomen von Erfolg und Misserfolg bei Unternehmenszusammenschlüssen. Ein verhaltenswissenschaftlicher Themenschwerpunkt beschäftigt sich mit bei Akquisitionen einhergehenden Diskontinuitäten aus der Perspektive von Krisen. Krisenauslöser können in diesem Zusammenhang Managementfehler oder auch Machtkämpfe um die Verteilung von Ressourcen sein (*Spickers*, 1995, S. 140). Ein weiteres Interessengebiet bildet das Verhalten bei inter- und intraorganisatorischen Unterschieden der

Unternehmenskulturen. Die Konfrontation zweier verschiedener Unternehmenskulturen führt oft zu Integrationsproblemen, wobei der Grad der Kompatibilität das Ausmaß möglicher Konflikte determiniert. Die Erforschung der Determinanten des „kulturellen Fits“ erstreckt sich auf verschiedene Dimensionen bei individuellen Problemen wie Motivations- und Sinnverlust, Orientierungslosigkeit und Unsicherheit (*Rohloff*, 1994, S. 157). Das zentrale Interesse der Theorie gilt jedoch dem Verhalten der Mitarbeiter von übernehmenden und übernommenen Unternehmen und deren Reaktion auf die Ankündigung oder den Vollzug der späteren Übernahme. Negative Folgewirkungen wie Angst oder Vertrauensverlust rücken ins Blickfeld der Betrachtung. Wichtige, vom rational-ökonomischen Modell abweichende Verhaltensweisen der Entscheidungsträger kennzeichnen die Theorie. Aufgrund der Komplexität der Probleme, mit denen sich eine Organisation konfrontiert sieht, können sich die Entscheidungsträger nur einer beschränkten Zahl von Aspekten eines jeden Problems gleichzeitig widmen. Die Zielfunktion der Unternehmung kann dann nicht operational mit konkreten Handlungen verbunden werden, so dass es zur Bildung von Unterzielen bzw. zur Aufspaltung komplexer Probleme kommt. Die Berücksichtigung des gesamten Aktionsfeldes ist unmöglich und die Entscheidung für die optimale Alternative kommt nicht zustande, da die Entscheidungsträger Vorstellungen über einen befriedigenden Zielerreichungsgrad bilden, der ihrem Aspirationsniveau entspricht (*Topp*, 1995, S. 81). Der Suchprozess nach Handlungsalternativen folgt dabei einfachen und mechanistischen Regeln und beginnt in der Nähe von Problemlösungen der Vergangenheit. Die Vermeidung von Unsicherheit steht im Vordergrund, so dass kurzfristiges Reagieren langfristigem strategischem Antizipieren vorgezogen wird. Die Lernfähigkeit der Organisation bewirkt jedoch, dass sich Ziele, Suchprozesse und Aktionsprogramme über die Zeit hinweg verändern.

Die Neuere Institutionenökonomik erweitert das theoretische Betrachtungsspektrum von Unternehmensakquisitionen um zwei weitere Erklärungsansätze, die agenturtheoretische Betrachtung und die Transaktionskostentheorie.

4) Agenturtheoretische Betrachtung von Unternehmensakquisitionen

4.1) Theoretische Grundlagen der Principal-Agent-Theorie

Die Principal-Agent-Theorie ist neben der Transaktionskosten- und der Property-Rights-Theorie Teilgebiet der Neuen Institutionenökonomie, welche durch eine Abkehr von der Vorstellung neoklassischer Wettbewerbsmärkte charakterisiert ist. Einen guten Überblick liefert hier *Worral*

(1989). Die starre neoklassische Lehre von friktionslosen Modellen vollkommener oder unvollkommener Konkurrenz mit einer exogen vorgegebenen Institutionenstruktur kann somit ergänzt werden um eine Theorierichtung, die Institutionen als endogene Variable sieht. Grundüberlegung der Neuen Institutionenökonomie ist, dass Transaktionskosten notwendigerweise die Struktur von Institutionen bzw. Unternehmungen sowie die Entscheidungen von Wirtschaftssubjekten beeinflussen (*Richter und Furubotn*, 1999, S. V). Coase war der erste, der die zentrale Bedeutung von Transaktionskosten erkannte und darlegte, dass ihre Existenz zu einem Versagen des klassischen Preismechanismus vollkommener Märkte führt und einen Wohlfahrtsverlust nach sich zieht (*Coase*, 1937 und 1960). Somit erfordert die Einführung von Transaktionskosten in das orthodoxe ökonomische Produktions- und Tauschmodell ein fundamentales Umdenken, wozu die Neue Institutionenökonomik einen entscheidenden Beitrag leistet. Die Principal-Agent-Theorie bietet in diesem Theorierahmen einen Erklärungsansatz, warum Shareholder-Value erhöhende Übernahmen teilweise nicht zustande kommen bzw. warum Shareholder-Value reduzierende Akquisationsstrategien oftmals realisiert werden, obwohl das Management damit gegen die (zumindest kurzfristigen) Interessen der Aktionäre verstößt.

Ausgangspunkt der Agenturtheorie ist die Beauftragung eines Agenten durch den Prinzipal zur Ausführung einer Leistung in seinem Namen, wobei das Handeln des Agenten die Wohlfahrt des Prinzipals direkt mitbeeinflußt. Die Unternehmung wird dabei als ein polyzentrisches Netzwerk interagierender Handlungssysteme bzw. als Nexus von Verträgen interpretiert (*Grüter*, 1991, S. 59). Es wird untersucht, wie Delegationsbeziehungen zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer ex-ante anreizkompatibel vertraglich zu gestalten sind, um eine Ressourcenallokation generieren zu können, die beide Seiten zufrieden stellt. Dabei wird unterstellt, dass die Präferenzen beider nutzenmaximierender Entscheidungsträger im Zeitablauf stabil und die Verfügungsrechte eindeutig definiert sind. Im Rahmen von M&A definieren wir die Aktionäre als Fraktion der Prinzipale, die ein Management als ihre Agenten beauftragen, ihre Interessen zu vertreten. Mit Hilfe der Principal-Agent-Theorie können nun Probleme der Trennung von Eigentum und Kontrolle näher beleuchtet werden. Die Aufteilung beider Funktionen führt zu einem sinnvollen Spezialisierungsvorteil im Wertschöpfungsprozess, welcher allerdings durch einen nicht vollständig kontrollierbaren Entscheidungsspielraum der Agenten, resultierend aus ihrem Informationsvorsprung, erkauft wird (*Niemann*, 1995, S. 29-30).

Diese Informationsasymmetrien zwischen Prinzipal und Agent bestehen sowohl *vor* als auch *nach* Vertragsschluss. Vor Vertragsabschluss besteht die Gefahr der adversen Selektion, welche zu einer ineffizienten Aufteilung des Risikos zwischen beiden Parteien führen kann, da der Agent Eigenschaften besitzen kann, die für den Prinzipal nicht beobachtbar sind (*Akerlof*, 1970). Nach

Vertragsabschluss bestehen dahingehend Informationsasymmetrien, als dass der Prinzipal Tätigkeiten des Agenten wie bspw. seine Arbeitsintensität nicht unmittelbar beobachten kann bzw. es dem Prinzipal nicht möglich ist, die zugrunde liegenden Umweltzustände zu identifizieren, um so vom Arbeitseinsatz des Agenten auf das Arbeitsergebnis schließen zu können. Im ersten Fall spricht man von *hidden information*, im zweiten Fall von *hidden action*, welche in ihrer Gesamtheit das **moralische Risiko** (Moral Hazard) im Rahmen der Agenturbeziehungen ausmachen (*Stiglitz*, 1985). Da es für den Prinzipal regelmäßig zu kostenintensiv sein wird, Handlungen des Agenten unmittelbar zu überwachen, erwächst diesem ein diskretionärer Handlungsspielraum, den er zu seinen Gunsten nutzen kann. Für einen qualitativ hochwertigen Einsatz dieses Produktionsfaktors ist ein breiter Ermessensspielraum von Nöten. Diese hohe Plastizität korreliert jedoch positiv mit hohen Kontrollkosten, da der Prinzipal nur mit großem Aufwand die Entscheidungen seines Agenten beurteilen kann (*Niemann*, 1995, S. 31). Die folgende Abbildung verdeutlicht die Einflüsse des Anstrengungsniveaus des Agenten und des Zufalls auf das Arbeitsergebnis:

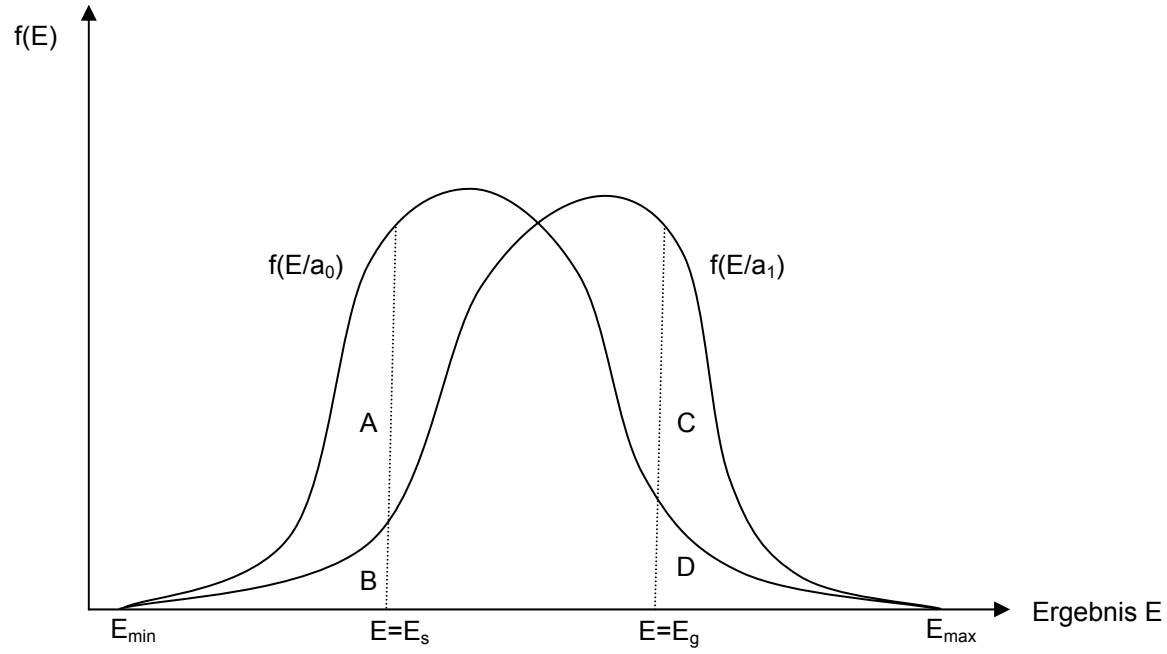

Abbildung 1: Diskretionärer Handlungsspielraum des Agenten

Quelle: In Anlehnung an Pfaff/Zweifel (1998), S. 185.

Das in Geldgrößen ausgedrückte Arbeitsergebnis E des Agenten hängt neben seinem Arbeitseinsatz a auch vom Zufall θ ab. Das Ergebnis kann in Abhängigkeit der Anstrengungen des Agenten zwischen E_{min} und E_{max} schwanken. Bei einem nicht direkt beobachtbaren Arbeitseinsatz von a_0 gelte die Dichteverteilung $f(E/a_0)$. Bei einem höheren Anstrengungsniveau a_1 verschiebt sich die Verteilung auf günstigere Ergebnisse mit $f(E/a_1)$. Für den Fall, dass ein günstiges Ergebnis E_g

eintritt, repräsentiert die mit C markierte Fläche die Wahrscheinlichkeit, dass ein solches oder noch besseres Ergebnis aufgrund der Anstrengungen a_1 zustande kam. Die kleinere, mit D markierte Fläche weist hingegen auf die Möglichkeit hin, dass ein günstiges Ergebnis auch dann beobachtbar ist, wenn das Anstrengungsniveau des Agenten sehr gering war ($a=a_0$). Analoges gilt bei schlechten Ergebnissen E_s für die Flächen A und B (*Pfaff und Zweifel*, 1998, S. 185). Nutzt der Agent seinen diskretionären Handlungsspielraum zu seinen Gunsten aus, so führt der damit verbundene Nutzenentgang des Prinzipals bei ihm zu Kosten, die als Agency Costs bzw. *Vertretungskosten* bezeichnet werden und sich zusammensetzen aus (*Jensen und Meckling*, 1976):

a) Überwachungskosten des Prinzipals (monitoring expenditures),
b) Selbstbeschränkungs- oder Kautionskosten des Agenten (bonding expenditures),
c) Residualverlust bzw. unausgeschöpftes Wohlfahrtspotential (residual loss).

Eine umfassende Definition von Agency Costs findet sich bei Arrow (*Arrow*, 1985) und Then Bergh (*Then Bergh*, 1998) und würde im Rahmen dieser Fragestellung zu weit führen.
Die Literatur unterscheidet derzeit zwei unterschiedliche Zweige der Agenturtheorie: Der *normative* Principal-Agent-Ansatz ist eng mit der traditionellen Mikroökonomik verwandt und befasst sich mathematisch mit Problemen der Maximierung einer individuellen Nutzenfunktion unter Nebenbedingungen mit Hilfe formaler Entscheidungsmodelle, während sich die empirisch orientierte *positive* Principal-Agent-Theorie mit der Methodik der Überwachung und Kaution in Form von Organisationen und Verträgen auseinandersetzt (*Kessel*, 1995, S. 30-31). Im Zusammenhang mit der Thematik der Unternehmensakquisition eignet sich speziell die positive Agenturtheorie, da umfangreiches empirisches Material aus Untersuchungen bezüglich der Vorteilhaftigkeit einer Unternehmensübernahme für die Aktionäre beider beteiligter Unternehmen vorliegt. Agenturtheoretisch entsteht durch die Übernahme eines anderen Unternehmens dann ein Vorteil für die Prinzipale, wenn sich die Überwachungskosten reduzieren lassen, weil das erwerbende Unternehmen überlegene Kontrollfähigkeiten besitzt (*Gaughan*, 2002). Die Ausweitung der Überwachung ist solange sinnvoll, bis die zusätzlichen marginalen Kosten der Überwachung und Kaution der marginalen Reduktion des Residualverlustes entsprechen. Die Vorteile einer Akquisition werden sich dann idealerweise analog in den Börsenkursen der betrachteten Unternehmen widerspiegeln. Speziell das im Folgenden vorgestellte Konzept der kumulierten abnormalen Renditen ist in der Lage, theoretische Erkenntnisse aus der Agenturtheorie mit beobachtbarem Verhalten des Managements vereinen zu können.

4.2) Kumulierte abnormale Renditen in Theorie und Empirie

Ziel der kumulierten abnormalen Renditen (Cumulative Abnormal Returns = CAR) ist es, aus der Gesamtheit aller Kursdeterminanten die durch die Unternehmensübernahme verursachten Effekte isoliert darzustellen, um so aussagefähige Informationen über die Veränderung des Eigentümervermögens auf Seiten von Übernehmern und Übernommenen generieren zu können. Nur mit Hilfe dieser Daten können shareholderorientierte Aussagen über die Vorteilhaftigkeit von Unternehmensübernahmen gewonnen werden. Die nachfolgende Abbildung stellt einige der verwendeten Modelle zur Berechnung der CAR und ihre Grundgleichungen im Zusammenhang vor:

Modell	**Gleichung**
Marktmodell	$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + \varepsilon_{it}$
Capital Asset Pricing Model	$R_{it} - R_{ot} = \alpha_1 + \beta_1 (R_{mt} - R_{ot}) + \varepsilon_{it}$
Marktbereinigte Renditen	$AR_{it} = R_{it} - \check{R}_{mt}$

mit:
- R_{it} = Rendite der Aktie i im Zeitraum t;
- R_{mt} = Marktrendite im Zeitraum t;
- α_1 = aktienspezifische Konstante, unsystematisches Risiko;
- β_1 = systematisches Risiko;
- ε_{it} = Fehlerterm;
- R_{ot} = kontinuierliche risikofreie Rate;
- AR_{it} = abnormale Rendite der Aktien im Zeitraum t;
- $\check{R}_{mt}$ = Durchschnitt der Marktrenditen im Zeitraum t

Abbildung 2: Modelle zur Berechnung der abnormalen Rendite

Die dafür in den USA und Großbritannien entwickelten Methoden basieren auf der mittelstrengen Kapitalmarkteffizienzhypothese nach der allgemein verfügbare Informationen vom Marktpreis reflektiert werden.

Das *Marktmodell* errechnet mittels Regression die zu erwartenden Kursveränderungen der Aktie i, wobei die Variable α_1 die ‚normale' Rendite durch die gewöhnliche Geschäftstätigkeit des Unternehmens widerspiegelt, wohingegen β_1 die Sensitivität der Kursveränderungen des Unternehmens in Relation zum Markt misst. Der Faktor R_{mt} stellt die Veränderung des Marktindexes dar. Der statistische Fehlerterm ε_{it} stellt die abnormale Rendite dar ($CAR=\sum\varepsilon_{it}$) und

wird durch Ereignisse außerhalb der normalen Geschäftstätigkeit (wie z.B. die Ankündigung einer Übernahme) erzielt (*Scheller*, 1999, S. 47). Der Vorteil des Marktmodells liegt in der expliziten Berücksichtigung sowohl des Marktrisikos als auch der durchschnittlichen Kursveränderungen und führte zu einer weiten Verbreitung dieser Methodik zur Ermittlung der CAR (*Bästlein*, 1997, S. 62). Das *Capital Asset Pricing Modell* (CAPM) (dessen Grundlage auf die Portfoliotheorie nach *Markowitz* (1952) zurückgeht) erweitert das Marktmodell um eine risikofreie Rendite R_{ot}, welche sowohl vom systematischen Risiko β_1 als auch vom unsystematischen Risiko α_1 abhängig ist (*Scheller*, 1999, S. 48). Von einer Gleichgewichtsbedingung ausgehend, wird ein linearer Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko und dem erwarteten Ertrag einer Aktie unterstellt. Das Modell ermittelt, ob für die Aktionäre eine Rendite realisierbar ist, die über die einer risikofreien Anlagealternative hinausgeht (*Bühner*, 1990, S. 15). Da es sich beim CAPM um ein Einperiodenmodell handelt, während die Umsetzung einer Unternehmensakquisition i. d. R. langfristiger Natur ist, wird die praktische Anwendbarkeit dieses Modells vielfach in der Literatur in Frage gestellt (*Scharlemann*, 1996, S. 21).

Schließlich klammert das Modell der *Marktbereinigten Renditen* das Risiko aus der Betrachtung aus und berücksichtigt ausschließlich Schwankungen der Marktrendite während des Untersuchungszeitraums. Die Differenz zwischen der Rendite des beteiligten Unternehmens und der Marktrendite stellt in diesem Zusammenhang die abnormale Rendite als Reaktion auf einen Unternehmenszusammenschluss dar (*Bühner*, 1990, S. 17).

Ergebnisse vorliegender Untersuchungen zeigen, dass speziell Targetaktionäre von Unternehmensübernahmen profitieren können. So wurde in einer US-amerikanischen Studie mit 663 Übernahmeangeboten im Zeitraum zwischen 1962-1985 nachgewiesen, dass die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft kumulierte abnormale Renditen zwischen 19% und 35% vereinnahmen konnten. Während der untersuchten Zeitspanne verliefen diese steigend, wenn es tatsächlich zu einer Übernahme kam, da die vom Akquisiteur zu zahlende Übernahmeprämie in den Aktienkurs integriert wurde. Kam es zu keinem erfolgreichen Abschluss, fiel der Kurs wieder, was auf verloren gegangene Perspektiven und verursachte Kosten der Abwehr zurückzuführen ist. Die CAR der Bidderaktien bewegten sich zwischen –1 und 4,7 Prozent auf signifikant niedrigerem Niveau, was im Zusammenhang mit den Kosten des Übernahmeangebots, zu hohen Prämien für das Target oder verloren gegangenen potentiellen Synergien zugunsten der Targetaktionäre zu sehen ist. Im Ergebnis kann jedoch gesagt werden, dass saldiert alle Aktionäre positive abnormale Renditen verzeichnen konnten (*Winter*, 1993, S. 55). Schätzungen gehen davon aus, dass in den 80er Jahren

in den USA den Eigentümern von Unternehmen durch Übernahmeangebote ein Mehrwert zwischen 160 und 300 Milliarden US$ zugeflossen ist. Immer wieder kommt es jedoch speziell bei feindlichen Übernahmeversuchen zu Abwehrreaktionen des Managements. Aus neoklassischer Sicht ist diese Verhaltensweise des Managements nicht nachvollziehbar, da den Aktionären kumulierte abnormale Renditen vorenthalten werden. Agenturtheoretisch kommt es durch Akquisitionen zu retroaktiven Veränderungen, die redistributive Effekte zur Folge haben. Eingeschlagene Abwehrstrategien lassen sich dann in diesem Theorierahmen als das Bemühen des Targetmanagements interpretieren, solche retroaktiven Veränderungen bestehender Agenturbeziehungen aus Eigeninteresse zu verhindern. Vielfach wird nach einer Übernahme davon auszugehen sein, dass nicht jeder Spitzenmanager seinen Arbeitsplatz in alter Form behalten wird. Neben Kompensationskürzungen, verlorenen Positionen und Aufstiegsmöglichkeiten droht dem Targetmanagement die Einbuße der Einkommensquelle durch Verluste von firmen- und branchenspezifischem Know-how. So ergab eine US-amerikanische Studie unter 454 Firmen, dass es nach Akquisitionen in 37% aller Fälle zu wesentlichen Veränderungen in der Geschäftsleitung kam; 20,5% aller Firmen tauschten das Topmanagement sogar komplett aus (*Bästlein*, 1997, S. 63-77).

Setzen die Agenten ihren Informationsvorsprung diskretionär für eine Abwehrstrategie ein, so kommt es in zweifacher Sicht zu einer Schädigung der Prinzipale: Zum einen werden Ressourcen für einen Abwehrkampf unproduktiv eingesetzt und zum anderen wird den Aktionären bei erfolgreicher Abwehr die lukrative Übernahmeprämie vorenthalten. Dieser Principal-Agent - Konflikt verschärft sich noch bei Publikumsgesellschaften in atomistischem Streubesitz, da spieltheoretisch eine Situation des Prisoner´s Dilemma vorliegt und die beteiligten Parteien ohne gegenseitige Verständigung nur eine pareto-suboptimale Gleichgewichtslösung erreichen. Erschwerend kommt eine Free-rider-Problematik hinzu, da die Vielzahl der Aktionäre keine effiziente Kontrolle ihrer Agenten organisieren können (oder wollen).

Die Kontrolldefizite der Prinzipale können auch dazu führen, dass ihre Agenten Akquisitionen durchführen, die nicht zu kumulierten abnormalen Renditen führen und nicht zur Gewinnsteigerung bzw. Maximierung des Vermögens der Anteilseigner beitragen (*Watter*, 1990, S. 80-81). Um dieses Phänomen näher zu beleuchten, werden kurz drei Ansätze aus der Managementtheorie vorgestellt. Die „Managerialisten“, speziell *Baumol*, *Williamson*, *Roll* und *Marris*, gehen davon aus, dass vom Management kontrollierte Unternehmen sich anders verhalten als aktionärsgeführte Unternehmen, da in die Ziel- und Nutzenfunktionen beider Fraktionen unterschiedliche Variablen eingehen.

4.3) Erklärungsansätze aus der Managementtheorie

Empirische Untersuchungen zeigen, dass Akquisitionen nicht immer zu operativen und finanzwirtschaftlichen Synergien gemäß der Wertzuwachshypothese oder zu Kapitalkostenvorteilen gemäß der Diskontierungshypothese führen. Hieraus kann geschlossen werden, dass aufgrund des Auseinanderfallens von Eigentum und Kontrolle oftmals eine Akquisitionspolitik betrieben wird, die nicht den Interessen der Anteilseigner entspricht, da es zu keiner positiven Reaktion der Kapitalmärkte kommt. Mangelnde Kontrollmöglichkeiten der Aktionäre führen dazu, dass die Unternehmenspolitik in erster Linie auf die Nutzenmaximierung des Managements gerichtet sein kann. Deswegen werden vielfach Hypothesen über die Zielsetzung der Manager aufgestellt, die in ihrer Ausrichtung bei der Prinzipal-Agent – Theorie anzusiedeln sind.

Nach der *Hybris-Hypothese* von Roll überschätzt das Biddermanagement oftmals das eigene und/oder das Potential des übernommenen Unternehmens und zahlt deshalb einen ökonomisch ungerechtfertigten Preis für das Akquisitionsobjekt. Speziell eigene Qualitäten bezüglich der Führungs- und Problemlösungsfähigkeiten auch in branchenfremden Unternehmen werden regelmäßig falsch eingeschätzt. Zukunftsperspektiven werden zu positiv bewertet und drohende Schwierigkeiten negiert. „Roll´s position is that the pride of management allows them to believe that their valuation is superior to that of the market.“ (*Gaughan*, 2002, S. 136)

Gemäß der *Managementtheorie von Marris* gehen in die Nutzenfunktion der Manager die beiden Variablen Wachstum und Sicherheit ein (*Marris*, 1964). Ziel ist die Maximierung der Wachstumsrate unter Beachtung eines Mindestwertes für die „valuation ratio“ definiert als Verhältnis zwischen Marktwert und Buchwert des Unternehmens. Gründe für das Wachstumsstreben, welches oftmals zu Lasten des Unternehmenswertes geht, liegen in psychologischen Komponenten wie Ehrgeiz, steigender gesellschaftlicher Anerkennung, Machtzuwachs sowie in steigenden Einkommen des Managements mit zunehmender Unternehmensgröße.

Die *Pfründehypothese* geht schließlich davon aus, dass ein Management durch Expansionsstrategien den eigenen Arbeitsplatz absichert. Im Gegensatz zu den anderen Ansätzen integriert diese Hypothese jedoch zusätzlich die wichtigsten Stakeholdergruppen und ihre Interessen, die das Management zu Lasten der Shareholder mit berücksichtigt. Im Ergebnis kann es dann zu kumulierten unrealisierten Verbesserungspotentialen kommen. Die Eigentümer subventionieren dann mit ihrem reduzierten Gewinnanteil das Wohlfahrtsniveau des Managements und der wichtigsten Stakeholder (*Olsen*, 1985, S. 52-53). Insgesamt spricht vieles für die von den

Managerialisten vertretene Hypothese, wonach managementkontrollierte Unternehmen oftmals eine niedrigere Rendite erwirtschaften als eigentümer- bzw. aktionärskontrollierte Unternehmen (*Kaufman*, *Zacharias und Karson*, 1995, S. 65-66).

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass die Principal-Agent-Theorie einen guten Erklärungsansatz für Probleme bietet, die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultieren. Neoklassische Vorstellungen von der unsichtbaren Hand des Marktes werden modifiziert und der Koordinationsmechanismus für den Wertschöpfungsprozess in die „sichtbare Hand" des Managements gelegt. Hieraus ergeben sich Kontrollprobleme für die Prinzipale, welche die Agenten ausnützen können, um von ihrem eigentlichen Auftrag der Gewinnmaximierung abzuweichen.

5) Transaktionskostentheoretische Erkenntnisse bei Unternehmensakquisitionen

5.1) Grundlagen der Transaktionskostentheorie

Das Transaktionskostenkonzept (*Coase*, 1937 und 1960) geht zurück auf Coase, der das transaktionskostenlose Modell der neoklassischen Theorie erweiterte und der Frage nachging, warum Unternehmungen in einem Theorierahmen existieren, in dem die optimale Ressourcenallokation über den Preismechanismus des Marktes erfolgt und Wirtschaftseinheiten den Koordinationsprozess selbständig über Preisinformationen organisieren können (*Williamson und Winter*, 1993, S.4). Wie bereits erwähnt, ist ein wesentliches Merkmal der Neuen Institutionenökonomik die Betonung der Kostspieligkeit von Transaktionen, welche von der Neoklassik nicht in die Analyse miteinbezogen wurde. Jedoch führt gerade die eingeschränkte Rationalität von Wirtschaftssubjekten stets zu Ineffizienzen im Entscheidungsprozess und damit zu Transaktionskosten, die einigen Schätzungen zufolge in modernen Wirtschaften 50 - 60% des Nettosozialprodukts ausmachen können (*Richter und Furubotn*, 1999, S. 45). Definitorisch findet eine isolierte Transaktion statt, wenn ein Gut oder eine Leistung über eine technisch separierbare Schnittstelle transferiert wird. (*Williamson*, 1993, S. 12). Nicht der Güter- oder Dienstleistungsaustausch, sondern die ihm logisch und zeitlich vorgelagerte Übertragung von Verfügungsrechten (Property Rights) wird dabei als Transaktion bezeichnet und stellt die elementare Untersuchungseinheit sozioökonomischer Aktivitäten dar. Ziel der Transaktionskostentheorie ist die Erklärung, warum Transaktionen in bestimmten institutionellen Arrangements mehr oder weniger effizient abgewickelt und organisiert werden können. *Coase* erkannte die generelle Möglichkeit einer Transaktionskostenersparnis durch Institutionalisierung

und Unternehmenszusammenschlüsse, als er folgende Frage formulierte: „Why is not all production carried on by one big firm?“ Die Antwort auf diese Frage gab er selbst, als er darlegte, dass „costs of organising additional transactions within the firm may arise.“ (*Coase*, 1937, S. 388) Den Maßstab für die Vorteilhaftigkeit bestimmter Arrangements bilden also die Kosten, die den Vertragsparteien für die ausgetauschten Güter und Leistungen (Produktionskosten) sowie für die Organisation und Abwicklung der Transaktion selbst (Transaktionskosten) entstehen. Schlagwortartig aufgeführt, können die folgenden Grundannahmen der Theorie die Frage erhellen, inwieweit Transaktionskosten durch Unternehmensakquisitionen eingespart werden.

Die optimale Unternehmensgröße ist dann erreicht, wenn die intern anfallenden Koordinationskosten zur Abwicklung einer weiteren Transaktion genau den Abwicklungskosten der identischen Transaktion über den Markt entsprechen (*Boele*, 1995, S. 89). Die Theorie unterscheidet drei verschiedene Kategorien von *ex-ante* Transaktionskosten, nämlich Such- und Informationskosten, Verhandlungs- und Entscheidungskosten sowie Vertragskosten (*Sautter*, 1989, S. 89). Daneben fallen *ex-post* Transaktionskosten für die Absicherung, Anpassung und eine eventuelle Nachverhandlung der vertraglichen Vereinbarung an, um die kollusiven Vereinbarungen jeweils an die veränderten Umwelt- und Marktbedingungen anzupassen (*Kantzenbach, Kottmann und Krüger*, 1996, S. 39). Hieraus wird deutlich, dass die Theorie von unvollständigen (relationalen) Verträgen ausgeht, da nicht sämtliche Eventualitäten vertraglich fixiert werden können. Im Gegensatz zur Verfügungsrechts- und Agenturtheorie ist für die Transaktionskostentheorie nicht allein die Gestaltung der ex-ante Anreizstruktur für die effiziente Ressourcenallokation entscheidend, sondern die institutionelle Gestaltung des gesamten Austauschprozesses. Um Transaktionen zu bewirken, interpretiert der Ansatz Märkte und Organisationen als instrumentelle Alternativen zwischen Externalisierung und Internalisierung. Das Effizienzkriterium für die Wahl zwischen Markt auf der einen Seite und Organisation bzw. Hierarchie auf der anderen Seite bildet dabei der möglichst sparsame Einsatz knapper Ressourcen bzw. die Summe der jeweils anfallenden Produktions- und Transaktionskosten (*Kropp*, 1992, S. 49-50). Werden Markttransaktionen als originär angesehen, müssen die Faktoren identifiziert werden, die aus der Sicht der Entscheidungsträger dazu geführt haben, Transaktionen als Folge eines Marktversagens aus der Sphäre des Marktes in die Sphäre der Unternehmen zu verlagern.

Speziell Humanfaktoren und Umweltfaktoren bewirken, dass innerorganisatorische Austauschbeziehungen im Vergleich zur Marktlösung effizienter gestaltet werden können. Humanfaktoren, die in den Entscheidungsträgern selbst begründet sind, limitieren deren Möglichkeit, effizient über Märkte miteinander kontrahieren zu können. Zu ihnen gehören *opportunistisches Verhalten und beschränkte Rationalität* (*Williamson*, 1975, S. 40).

Opportunistisches Verhalten kann definiert werden als das Ausnutzen von für einen Transaktionspartner günstigen Verhandlungspositionen zu Lasten der anderen Vertragspartei. Beschränkte Rationalität resultiert aus der begrenzten Informationsaufnahme- und –verarbeitungskapazität sowie durch Probleme der Informationsübertragung. Umweltfaktoren als objektive Eigenschaften von Märkten beeinflussen ebenfalls die Kosten marktlicher Transaktionen. Sie setzen sich aus den Komponenten *Unsicherheit/Komplexität*, *Zahl der Marktteilnehmer* und *impaktierter Information* als Summe aus asymmetrischer Information und symmetrischer aber unvollständiger Information zusammen. Die beschränkte Rationalität der Wirtschaftssubjekte ist nur bei einer unsicheren und komplexen Umwelt von Relevanz. Beide angesprochenen Faktorengruppen machen deutlich, dass eine exakte Messung der Höhe von Transaktionskosten mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist. Dennoch ist zumindest eine Trendaussage über die jeweilige Transaktionskostenhöhe zu generieren, um die relative Vorteilhaftigkeit eines institutionellen Arrangements gegenüber anderen bestimmen zu können.

Die von Williamson entwickelte *Theorie der Kostendeterminanten* versucht auf dieses Problem eine Antwort zu geben. Hiernach ist die Höhe von Produktionskosten und ökonomischen Transaktionskosten stets beeinflusst von (1.) den *transaktionsspezifischen Investitionen (Faktorspezifität)*, (2.) der Art der *Unsicherheit* sowie (3.) der *Transaktionshäufigkeit* (*Williamson*, 1993, S. 13). Transaktionsspezifische Investitionen werden vielfach von Kontraktpartnern getätigt, um über Spezialisierungsvorteile Produktionskostenersparnisse zu realisieren. Die gesunkenen Produktionskosten werden jedoch evtl. erkauft durch höhere Transaktionskosten, da nach getätigten transaktionsspezifischen Investitionen die Kontraktpartner nur unter Inkaufnahme schlechterer Bedingungen gewechselt werden können. Dies ist begründet in einem Anstieg der Opportunitätskosten der Auflösung der Austauschbeziehungen aufgrund des speziellen Zuschnitts der erstellten Güter und Leistungen. Aus diesem Grund präferieren die Transaktionspartner dauerhafte Austauschbeziehungen, wodurch zumindest teilweise der Konkurrenzdruck reduziert wird. Im Ergebnis steigt dann jedoch die Möglichkeit der Kontraktpartner, die Abhängigkeit des anderen jeweils opportunistisch auszunutzen, so dass durch transaktionsspezifische Investitionen die Produktionskosten tendenziell sinken, während die Transaktionskosten ceteris paribus steigen. Die Höhe der Transaktionskosten wird weiterhin durch die Art der Unsicherheit beeinflusst. Zu unterscheiden sind hierbei die parametrische Unsicherheit über die situativen Bedingungen und Entwicklungen der betrachteten Transaktion sowie die Verhaltensunsicherheit im Hinblick auf mögliches opportunistisches Handeln des Kontraktpartners. Mit wachsender Unsicherheit wachsen sowohl die ex-ante- als auch ex-post - Transaktionskosten, da nicht sämtliche Kontingenzen, die das Kosten-Nutzen-Verhältnis der Partner beeinflussen, vollständig berücksichtigt werden können.

Schließlich lassen sich mit steigender Häufigkeit von identischen Transaktionen c. p. Skalen- und Synergieeffekte realisieren, so dass demnach pro Transaktion bei steigendem Volumen sowohl Produktions- als auch Transaktionskosten sinken. Mit wachsendem Umfang der drei vorgestellten Kostendeterminanten vergrößern sich Informationsprobleme und somit auch die Transaktionskosten. Die Transaktionskosten wachsen bei einer Kooperation über den Markt mit steigenden Informationsproblemen steiler an als bei der innerorganisatorischen Lösung. Beim Transaktionskostenansatz handelt es sich also stets um eine typische „Make-or-Buy-Frage" (*Coffee*, 1988, S. 88-89). Die wesentlichen Hauptunterschiede zwischen Markt und interner Organisation sind folgende: Märkte sind in der Lage, bürokratische Verzerrungen effektiver in Grenzen halten zu können und begünstigen stark ausgeprägte Anreize. Weiterhin kann teilweise die Nachfrage vorteilhaft aggregiert werden, so dass sich Skalen- und Verbundvorteile realisieren lassen. Demgegenüber verfügen interne Organisationen über effizientere Kontrollinstrumente. Für die Wahl der optimalen Organisationsform gilt, dass im Optimum die Grenzkosten den Grenzerträgen eines höheren Integrationsgrades entsprechen müssen (*Scheele*, 1994, S. 211).

5.2) Transaktionskostentheorie und strategisch optimale Unternehmensgrenze

Aus dem vorgestellten Theorierahmen wird intuitiv deutlich, dass der Ansatz im Bereich von M&A Erklärungen zur optimalen Leistungstiefe bzw. zur vertikalen Integration durch Unternehmensakquisitionen geben kann. Transaktionskostenvorteile durch eine vertikale Integration entstehen beispielsweise durch eine verbesserte Informationslage und effizientere Risikoverteilung, koordinierte Aktionen, harmonisierte Entscheidungsprozesse sowie erhöhte Markteintrittsbarrieren für Konkurrenzunternehmen. Im Gegenzug steigen i. d. R. jedoch sowohl die Fixkosten als auch die Kapitalkosten, so dass individuell abgewogen werden muss, ob eine vertikale Integration für das übernehmende Unternehmen von Vorteil sein kann. *Picot* hat eine Antwort auf diese Frage entwickelt. Hiernach ist bei einer sehr hohen Spezifität einer Leistung eine integrierte, interne Koordination geboten, während mit zunehmendem Grad der Standardisierung einer Leistung eher eine freiere, marktorientierte Produktionsvariante bis hin zum klassischen Fremdbezug überlegen ist (*Picot*, 1991, S. 353-357).

Daneben vermag der Transaktionskostenansatz zu erklären, warum im Rahmen von Unternehmensübernahmen finanzwirtschaftlich der interne Kapitalmarkt den real existierenden, externen Kapitalmärkten hinsichtlich ihrer Steuerungs- und Kontrollfähigkeit überlegen sein kann. Begründet ist dieses Phänomen mit der geringeren Effizienz von externen Kapitalmärkten aufgrund

unterlegener Kontrollmöglichkeiten. Die bessere Disponierung von internen Kapitalmärkten sorgt für eine effektivere Verarbeitung von Problemen, die aus Informationsasymmetrien entstehen. Interne Prüfungen können in Korrelation mit einem effizienten Anreizsystem opportunistisches Verhalten innerorganisatorisch reduzieren. Abweichendes Verhalten kann so schneller graduell sanktioniert werden und einzelne Geschäftseinheiten fokussieren stärker auf die Erreichung von Unternehmenszielen. Wären diese Geschäftseinheiten unabhängige Unternehmen, so wäre deren Management nur der Kontrolle des externen Kapitalmarktes ausgesetzt, was opportunistisches Verhalten der Unternehmensleitung und damit erhöhte Transaktionskosten aufgrund von eingeschränkten Kontrollfähigkeiten der Anteilseigner zur Folge haben kann. Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen kommt es darüber hinaus zu einer Interessenangleichung aufgrund der Gewinnvereinigung der fusionierten Partner.

5.3) Koalitionstheoretische Überlegungen

Ein oft angesprochener Nachteil der neoklassischen Theorie sowie der Agenturtheorie ist die alleinige Fokussierung auf die monetär-ökonomische Nutzenfunktion der Shareholder. Dabei negieren diese Ansätze die Interessen anderer direkt oder indirekt verbundener Stakeholder-Gruppen, die evtl. ein größeres Macht- und Kontrollpotential in sich vereinigen können als die Anteilseigner. Als Antwort hierauf erweitert der koalitionstheoretische Stakeholder-Ansatz das rein monetär-ökonomische Denken durch die Einbeziehung weiterer relevanter Anspruchsgruppen. Die Unternehmung wird in diesem Theorierahmen als soziales System von verschiedenen Koalitionen und Unterkoalitionen von Individuen verstanden. Von diesen Überlegungen ausgehend wird die Zielbildung als Prozess der Entwicklung eines Anreiz-Beitrags-Gleichgewichts und nicht als eindimensionales, ökonomisches Ziel verstanden Im Vorfeld einer Unternehmensübernahme kommt es somit zu einem kollektiven Entscheidungsprozess, bei dem die Beteiligten und ihre Koalitionen mit jeweils variierenden Einflusspotentialen im Rahmen eines Zielbildungsprozesses eine Vielzahl von Entscheidungen in enger Interaktion und wechselseitiger Beeinflussung treffen. Potentielle Zielkonflikte können über Ausgleichszahlungen kompensiert werden. Im Rahmen von Unternehmensakquisitionen ist es jedoch sehr schwierig, das Spannungsfeld zwischen kurzfristigem monetärem Denken im Rahmen des „shareholder approach“ und pluralistisch-gesellschaftlich langfristigem Denken im Sinne des „stakeholder approach“ zu harmonisieren. Die US-amerikanische M&A-Literatur versucht als Antwort hierauf ein Integrationsmodell zwischen quantitativer Shareholder Value-Optimierung durch Akquisitionen unter Berücksichtigung von qualitativen Stakeholder-Interessen zu entwickeln. Die Notwendigkeit zur Konsensbildung verlangt

vom Management kreatives Denken und erlaubt eine verstärkte Miteinbeziehung der relevanten Unternehmensumwelt im Rahmen von M&A`s.

6) Die Frage nach der optimalen Unternehmensgröße

In den Ausführungen zu einzelnen Theorierichtungen wurden immer wieder einzelne Überlegungen deutlich, dass die Integration von Unternehmen nicht bis zur Schaffung eines einzigen weltumspannenden Unternehmens effizient fortgesetzt werden kann.
Diese Erkenntnis hatte schon *Coase* 1937: „… ein Unternehmen neigt dazu, sich zu vergrößern, bis die Kosten der Organisation einer zusätzlichen Transaktion innerhalb des Unternehmens den Kosten der Durchführung derselben Transaktion im Tauschwege auf dem offenen Markt oder den Kosten der Organisation in einem anderen Unternehmen gleich werden." (*Coase*, 1937, S. 395)
So kann ein Unternehmen als ein Netz von vielseitigen Verträgen definiert werden, in dem es durch die Aufnahme eines anderen Unternehmens zu Verschiebungen innerhalb der Struktur der Verfügungsrechte einzelner Individuen oder Gruppen kommt. Dies hat zur Folge, dass eine selektive Intervention in die Struktur des Unternehmens nicht alleinig zu Gewinnen führt, sondern auch Kosten nach sich ziehen muss (*Williamson*, 1990, S. 184). Dies führt bei einer Fusion zu individuellen Problemfeldern, die in vier Beispiele eingebunden werden können. 1) Wird ein Unternehmen mit einer im Produktionsprozess definierten Stufe übernommen, neigen heutige Managementmitglieder dazu, den Output zu steigern und damit die Stückkosten zu senken, um Wartungskosten auf zukünftige Generationen zu verlagern. 2) Durch die Vergrößerung der Spannweite bei internen Verträgen, die aufgrund einer bestimmten Unternehmenskultur entworfen wurden, werden immer mehr Ereignisse auftreten, die anfangs nicht antizipiert wurden. Dies führt zu Absprachen mit modifizierten Inhalten, die der Reputation schaden oder zu ineffizienten Ereignissen, die durch die Unternehmenskultur nicht abgedeckt werden. 3) Ein Verkäufer hat nach der Abgabe der Verfügungsrechte nur noch eingeschränkte Möglichkeiten, sich über die Einhaltung geschlossener Absprachen zu informieren, da vielfältige Möglichkeiten bestehen, Gewinne anderen Stufen zuzurechnen. 4) Innovationen in der Forschung und Entwicklung sind in kleineren Einheiten leichter zu erreichen, da effizientere Anreizstrukturen und genauere Zuordnungen ermöglicht werden (Beispiel: Biotechnologiebranche, in der kleinere Betriebe meist aufgrund Ihres Know-hows übernommen werden). Hieraus leitet sich die Erkenntnis ab, dass eine genaue Analyse der eigenen Kostenstrukturen vor einer Fusion unablässig scheint (*Richter und Furubotn*, 1999, S. 366-372). Eine Kooperation in vertraglich fixiertem Rahmen kann so evtl. zu kosteneffektiveren Lösungen führen.

Als Fazit kann festgehalten werden, dass bei einer dynamischen und komplexen Umwelt die beschränkte Rationalität der Entscheidungsträger an Bedeutung gewinnt. Durch Unternehmensakquisitionen können hierarchische Organisationsstrukturen implementiert werden, die zu einer Unsicherheits- und Komplexitätsreduzierung im Vergleich zur Marktlösung führen, indem sie sequentielle und adaptive Entscheidungen zulassen und spezielle Sprachregelungen entwickeln, die das Rationalitäts- und Unsicherheitsproblem entschärfen. Unternehmen können dann Transaktionen effizienter als Märkte abwickeln, da kompatible Entscheidungen zu geringeren Kosten gefunden werden können. Auf der Grundlage der präsentierten Theorien wird es nun möglich, spezifische strategische und finanzielle Motive von Unternehmensübernahmen in einen breiten Theorierahmen besser einzuordnen.

Literatur

Akerlof (1970), The Market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.

Arrow (1985), The economics of agency, in: Pratt/ Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and agents: The structure of business*, Boston

Bästlein (1997), *Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote – Eine ökonomische Betrachtung von Ursachen und Auswirkungen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Situation*, Frankfurt a. M., Berlin, Bern.

Boele (1995), *Internationalisierung bankwirtschaftlicher Verbundsysteme – Methodisches Konzept auf Basis des Transaktionskostenansatzes*, Wiesbaden.

Bühner (1990), *Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Studien*, Stuttgart.

Coase (1937), The nature of the firm, in: *Economica*, 4, 386-405

Coase (1960), The problem of social cost, in: *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.

Coffee (1988), Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web, in: Coffee et al (Hrsg.), *Knights, Raiders and Targets – The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford, S. 77-134.

Gaughan (2002), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 3. Aufl., New York.

Grüter (1991), *Unternehmensakquisition – Bausteine eines Integrationsmanagements*, Bern, Stuttgart.

Jensen/Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and owner ship structure, in: *Journal of financial economics*, 3, 305-360.

Kantzenbach/ Kottmann/ Krüger (1996), *Kollektive Marktbeherrschung: Neue Industrieökonomik und Erfahrungen aus der Europäischen Fusionskontrolle*, Baden-Baden.

Kessel (1995), *Der Leveraged Buyout in den USA und der Bundesrepublik Deutschland – eine agency-theoretische Betrachtungsweise*, Frankfurt a. M., Berlin, Bern.

Kropp (1992), *Management Buy-outs und die Theorie der Unternehmung*, in: Hagenmüller et al (Hrsg.), Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Bd. 10, Wiesbaden.

Markowitz (1952), Portfolio Selection, in: *Journal of finance*, Vol.7, 77-91.

Marris (1964), *The economic theory of "managerial" capitalism*, London.

Niemann (1995), *Informationsasymmetrien beim Unternehmensverkauf – Gesellschaftsrechtliche und auktionstheoretische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Management Buy-Outs*, Wiesbaden.

Olsen (1985), *Die Logik des kollektiven Handelns*, 2. Aufl., Tübingen.

Kaufman/ Zacharias/ Karson (1995), Managers vs. Owners – The Struggle for Corporate Control in American Democracy, in: Freeman, E. (Hrsg.), *The Ruffin Series in Business Ethics*, Bd. 8, Oxford, New York.

Pfaff/Zweifel (1998), Die Principal-Agent Theorie – Ein fruchtbarer Beitrag der Wirtschaftstheorie zur Praxis, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 27, Nr. 4, S. 184-190.

Picot (1991), Ein neuer Ansatz zur Gestaltung der Leistungstiefe, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 43, Nr. 4, S. 336-357.

Richter/Furubotn (1999), *Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung*, 2. Aufl., Tübingen.

Rohloff (1994), *Die Unternehmenskultur im Rahmen von Unternehmenszu-sammenschlüssen*, Bergisch Gladbach, Köln.

Sautter (1989), *Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen*, in: Coenenberg, A.G. / Wysocki, K. von (Hrsg.), Beiträge zum Rechnungs-, Finanz- und Revisionswesen, Bd. 24, Frankfurt a.M., Bern, New York, Paris.

Scharlemann (1996), *Finanzwirtschaftliche Synergiepotentiale von Mergers und Acquisitions*, in: Kilgus, E. et. al. (Hrsg.), Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 225, Bern.

Scheele (1994), *Zusammenschluss von Banken und Versicherungen: Analyse des Privatkundengeschäfts anhand industrieökonomischer Modelle*, Wiesbaden.

Scheller (1999), *Performance of Corporate Acquisitions over the Medium Term in Germany*, Wiesbaden.

Spickers (1995), *Unternehmenskauf und Organisation – Gestaltungs- und Erklärungsdimensionen eines ganzheitlich-systemorientierten Akquisitionsma-nagements*, Bern, Stuttgart, Wien.

Stiglitz (1985), Information and economic analysis: A perspective, in: *Economic Journal*, Suppl., 95, 21-41.

Storck (1993), *Mergers & Acquisitions: Marktentwicklung und bankpolitische Konsequenzen*, Wiesbaden.

Then Bergh (1998), *Leveraged Management Buyout – Konzept und agency-theoretische Analyse*, Wiesbaden.

Tirole (1999), *Industrieökonomik*, in: Woll, A. (Hrsg.), Wolls Lehr- und Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 2. Aufl., München, Wien.

Titzrath (1994), *Corporate Buyouts in Deutschland – Entwicklung eines Entscheidungsmodells für Kapitalgesellschaften*, Frankfurt a. M., Berlin, Bern.

Topp (1999), *Die Pre-Fusionsphase von Kreditinstituten – Eine Untersu-chung der Entscheidungsprozesse und ihrer Strukturen*, in: Stein, J.H. von. (Hrsg.), Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft, Bd. 26, Berlin.

van Rüth (1994), *Kooperation und Konzernbildung als Diversifikationsstrategien von Banken in den Versicherungsbereich – Ein Modell zur Vorauswahl, Gestaltung und Bewertung alternativer Diversifikationskonzepte aus Sicht der Kreditwirtschaft*, Stuttgart.

Watter (1990), *Unternehmensübernahmen – Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände*, Zürich.

Williamson (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York.

Williamson (1988), Comment: Shareholders and Managers – A Risk-Neutral Perspective, in: Coffee, J.C. / Lowenstein, L. / Rose-Ackerman, S. (Hrsg.), *Knights, Raiders and Targets – The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford, S. 159-167.

Williamson (1990), *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus*, Tübingen

Williamson (1993), Transaktionskostenökonomik, in: Dietl et al (Hrsg.), *Ökonomische Theorie der Institutionen*, Bd. 3, Münster, Hamburg.

Williamson/ Winter (1993), *The Nature of the Firm – Origins, Evolution, and Development*, Oxford, New York.

Winter (1993), Routines, Cash Flows, and Unconventional Assets: Corporate Change in the 1980s, in: Blair, M.M. (Hrsg.), *The Deal Decade – What Takeovers and Leveraged Buyouts mean for Corporate Governance*, Washington.

Worral (1989), Labor contract theory, in: Hahn (Hrsg.), *The economics of missing markets, information and games*, Oxford, 336-348.

Auszug aus bisher erschienenen Titeln:

Olaf Hübler:
Neuere Ansätze in der Mikroökonometrie: Modellierung, Schätz- und Testverfahren.
Nummer 270, Februar 2003, pp. 66

Andreas Löffler and Dirk Schneider:
Martingales, Taxes, and Neutrality.
Nummer 269, January 2003, pp. 27

Alexander Mende and Lukas Menkhoff:
Tobin Tax Effects Seen from the Foreign Exchange Market's Microstructure.
Nummer 268, January 2003, pp. 19

Michael Frömmel and Franziska Schobert:
Nominal Anchors in EU Accession Countries - Recent Experiences.
Nummer 267, January 2003, pp. 40

Michael Frömmel, Ronald MacDonald and Lukas Menkhoff:
Markov Switching Regimes in a Monetary Exchange Rate Model.
Nummer 266, November 2002, pp. 32

Lutz Kruschwitz und Andreas Löffler:
DCF.
Nummer 265, November 2002, pp. 83

Thomas Mittendorf und Shi Ling:
Ethik als Grundlage betriebswirtschaftlicher Betrachtungen.
Nummer 264, Oktober 2002, pp. 18

Christiane Clemens and Thomas Riechmann:
Discrete Public Goods: Contribution Levels and Learning as Outcomes of an Evolutionary Game.
Nummer 263, September 2002, pp. 27

Stefan Homburg:
Arbeitslosigkeit und zweitbeste Steuer-Transfer-Systeme.
Nummer 262, Oktober 2002, pp. 18

Thomas Riechmann:
Cournot or Walras? Agent Based Learning, Rationality, and Long Run Results in Oligopoly Games.
Nummer 261, August 2002, pp. 22

Thomas Riechmann:
Relative Payoffs and Evolutionary Spite. Evolutionary Equilibria in Games with Finitely Many Players.
Nummer 260, August 2002, pp. 20

Susanne Soretz:
Stochastic Pollution and Environmental Care in an Endogenous Growth Model.
Nummer 259, August 2002, pp. 23

Jörg Laitenberger and Andreas Löffler:
Capital Budgeting in Arbitrage-Free Markets.
Nummer 258, July 2002, pp. 12

Vivian Carstensen:
Reorganization of Firms and Productivity: A Treatment Effects Approach.
Nummer 257, August 2002, pp. 60

Vivian Carstensen:
The From-Tayloristic-to-Holistic-Organization Model From an Empirical Perspective.
Nummer 256, June 2002, pp. 42

Stefan Homburg:
Optimal Marginal Tax Rates for Low Incomes: Positive, Negative, or Zero?.
Nummer 255, May 2002, pp. 15

Christiane Clemens:
Social Status and Risk-Taking in a Model of Occupational Choice.
Nummer 254, May 2002, pp. 15

Ingrid Ott and Susanne Soretz:
Optimal Taxation in a Stochastic Endogenous Growth Model with Congestion.
Nummer 253, April 2002, pp. 24

Stefan Homburg:
The Optimal Income Tax: Restatement and Extensions.
Nummer 252, May 2002, pp. 27

Oliver Budzinski:
Ecological Tax Reform and Unemployment.
Nummer 251, July 2002, pp. 20

Peter Taschowsky:
Neuer Institutionalismus und die europäische Sozialpolitik.
Nummer 250, Dezember 2001, pp. 20

Christian Hofmann und Thomas Pfeiffer:
Investitionsbudgetierung und Anreizprobleme: Ist der Groves-Mechanismus nur third-best? Zur Effizienz des Groves-Budgetierungsmechanismus.
Nummer 249, Dezember 2001, pp. 35

Andreas Löffler:
Miles-Ezzell's WACC Approach Yields Arbitrage.
Nummer 248, July 2002, pp. 12