

**Marcus Kraft**

**Die Kostenstruktur von IPOs am deutschen  
Kapitalmarkt - Eine empirische  
Untersuchung für den Zeitraum von 1993  
- 1998**

**Diplomarbeit**

## **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 © 2000 Diplomica Verlag GmbH  
ISBN: 9783832442668

**Marcus Kraft**

**Die Kostenstruktur von IPOs am deutschen Kapitalmarkt  
- Eine empirische Untersuchung für den Zeitraum von  
1993 - 1998**



---

Marcus Kraft

# **Die Kostenstruktur von IPOs am deutschen Kapitalmarkt - Eine empirische Untersuchung für den Zeitraum von 1993 - 1998**

Diplomarbeit  
an der Bayerischen Julius-Maximilians-Universität Würzburg  
Fachbereich BWL  
Mai 2000 Abgabe



Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

ID 4266

Kraft, Marcus: Die Kostenstruktur von IPOs am deutschen Kapitalmarkt - Eine empirische Untersuchung für den Zeitraum von 1993 - 1998 / Marcus Kraft -  
Hamburg: Diplomica GmbH, 2001  
Zugl.: Würzburg, Universität, Diplom, 2000

---

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 GmbH  
<http://www.diplom.de>, Hamburg 2001  
Printed in Germany



## Wissensquellen gewinnbringend nutzen

**Qualität, Praxisrelevanz und Aktualität** zeichnen unsere Studien aus. Wir bieten Ihnen im Auftrag unserer Autorinnen und Autoren Wirtschaftsstudien und wissenschaftliche Abschlussarbeiten – Dissertationen, Diplomarbeiten, Magisterarbeiten, Staatsexamensarbeiten und Studienarbeiten zum Kauf. Sie wurden an deutschen Universitäten, Fachhochschulen, Akademien oder vergleichbaren Institutionen der Europäischen Union geschrieben. Der Notendurchschnitt liegt bei 1,5.

**Wettbewerbsvorteile verschaffen** – Vergleichen Sie den Preis unserer Studien mit den Honoraren externer Berater. Um dieses Wissen selbst zusammenzutragen, müssten Sie viel Zeit und Geld aufbringen.

**<http://www.diplom.de>** bietet Ihnen unser vollständiges Lieferprogramm mit mehreren tausend Studien im Internet. Neben dem Online-Katalog und der Online-Suchmaschine für Ihre Recherche steht Ihnen auch eine Online-Bestellfunktion zur Verfügung. Inhaltliche Zusammenfassungen und Inhaltsverzeichnisse zu jeder Studie sind im Internet einsehbar.

**Individueller Service** – Gerne senden wir Ihnen auch unseren Papierkatalog zu. Bitte fordern Sie Ihr individuelles Exemplar bei uns an. Für Fragen, Anregungen und individuelle Anfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Wir freuen uns auf eine gute Zusammenarbeit.

### Ihr Team der Diplomarbeiten Agentur

Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

## Inhaltsverzeichnis:

Abbildungsverzeichnis: .....	III
Tabellenverzeichnis: .....	III
Abkürzungsverzeichnis: .....	IV
1 Problemstellung und Ziel der Arbeit.....	1
2 Leistungserstellung und -vergütung im Rahmen einer Aktienemission .....	2
2.1 Leistungserstellung durch Konsortialdienstleister .....	4
2.1.1 Beratungs- und Managementfunktion.....	6
2.1.2 (Risiko-)Übernahme-Funktion.....	7
2.1.3 Distributions-Funktion.....	8
2.1.4 Zertifizierungs-Funktion.....	10
2.2 Leistungserstellung durch weitere am Emissionsprozeß beteiligte Parteien.....	12
2.2.1 Börsenzulassung .....	12
2.2.2 Kommunikation .....	13
2.2.3 Externe Beratung .....	15
2.2.4 Sonstige Leistungen.....	16
2.3 Leistungsvergütung.....	17
3 Besonderheiten internationaler Kapitalmärkte bezüglich der Emission von Aktien.....	21
3.1 Differierende institutionelle Rahmenbedingungen .....	23
3.1.1 Organisatorische Trennung von Übernahme- und Plazierungsfunktion .....	23
3.1.2 International gängige Formen der Fremdemission.....	24
3.2 Nichtmonetäre Leistungsvergütung .....	26
4 Rückblick auf bereits vorliegende empirische Untersuchungen zur Höhe der Emissionskosten und der Kostenstruktur von IPOs.....	28
4.1 Empirische Untersuchungen zur Höhe der Emissionskosten.....	28
4.2 Empirische Untersuchungen zur Struktur der Emissionskosten .....	31



5	Empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt.....	38
5.1	Grundlagen .....	38
5.1.1	Stichprobe.....	38
5.1.2	Deskriptive Statistik.....	39
5.2	Modell der Kostenfunktion .....	42
5.2.1	Kostenfunktion und Modellhypothesen .....	42
5.2.2	Methodik.....	43
5.3	Analyse des deutschen Markts für IPOs .....	47
5.3.1	Nachfrage nach Konsortialdiensten (Emittenten) .....	48
5.3.2	Angebot an Konsortialdiensten (Konsortialdienstleister) .....	49
5.4	Univariate Regressionsanalyse der Emissionskosten.....	52
5.4.1	Institutionelle Veränderungen.....	53
5.4.2	Größeneffekte .....	54
5.5	Multivariate Analyse der Emissionskosten.....	56
5.5.1	Bankprovision als abhängige Variable .....	56
5.5.1.1	Kostenfunktion ohne Berücksichtigung der Verletzung der Regressionsprämissen.....	56
5.5.1.2	Kostenfunktion unter Berücksichtigung der Verletzung der Regressionsprämissen .....	58
5.5.1.2.1	Qualitative Resultate .....	58
5.5.1.2.2	Quantitative Resultate .....	60
5.5.2	Optionen bei der Ausgestaltung des Vergütungssystems .....	67
5.5.3	Sonstige Kosten als abhängige Variable .....	69
5.5.3.1	Kostenfunktion ohne Berücksichtigung der Verletzung der Regressionsprämissen.....	69
5.5.3.2	Kostenfunktion unter Berücksichtigung der Verletzung der Regressionsprämissen .....	70
5.5.3.2.1	Qualitative Resultate .....	70
5.5.3.2.2	Quantitative Resultate .....	71
5.5.4	Gesamte Emissionskosten als abhängige Variable .....	73
5.5.4.1	Qualitative Resultate .....	74
5.5.4.2	Quantitative Resultate .....	75
6	Resümee und Ausblick.....	76
	Anhang:.....	77
	Literaturverzeichnis: .....	82

## Abbildungsverzeichnis:

Abbildung 1: Funktionen der Konsortialinstitute .....	5
Abbildung 2: Anzahl der IPOs am deutschen Kapitalmarkt von 1993 bis 1998 .....	48
Abbildung 3: Lorenz-Kurven als Indikator für die Marktkonzentration und die Wettbewerbsintensität am deutschen Markt für Konsortialführungsmandate .....	51
Abbildung 4: Emissionskosten in Abhängigkeit des Marktsegments .....	54
Abbildung 5: Größendegressionseffekte bei IPOs .....	55
Abbildung 6: Test auf Homoskedastizität bei Regressionsgleichung BP#5 .....	77
Abbildung 7: Test auf Homoskedastizität bei Regressionsgleichung SK#3 .....	80

## Tabellenverzeichnis:

Tabelle 1: Übersicht über Emissionskosten in der finanzierungswissenschaftlichen Literatur für IPOs am deutschen Kapitalmarkt .....	19
Tabelle 2: Internationale empirische Untersuchungen zur Höhe der Emissionskosten von IPOs .....	29
Tabelle 3: Synopse multivariater Regressionsanalysen zur Kostenstruktur von IPOs .....	33
Tabelle 4: Deskription der Stichprobe .....	40
Tabelle 5: Endogene und exogene Variablen (Teil 1) .....	44
Tabelle 6: Exogene Variablen (Teil 2) .....	45
Tabelle 7: Führende Institute im deutschen Markt für Konsortialführungsmandate bei IPOs.....	50
Tabelle 8: Multivariate Regressionsgleichungen ohne Berücksichtigung von Multikollinearität (BP/I).....	57
Tabelle 9: Multivariate Regressionsanalyse unter Berücksichtigung von Multikollinearität (BP/II) .....	61
Tabelle 10: Multivariate Regressionsanalyse unter Berücksichtigung von Multikollinearität (BP/III) .....	62
Tabelle 11: Multivariate Regressionsanalyse ohne Berücksichtigung von Multikollinearität (SK/I) .....	70
Tabelle 12: Multivariate Regressionsanalyse unter Berücksichtigung von Multikollinearität (SK/II) .....	72
Tabelle 13: Multivariate Regressionsanalyse (GK/I).....	74
Tabelle 14: Test auf Autokorrelation der Residuen bei Regressionsgleichung BP#5 .....	77
Tabelle 15: Korrelationsmatrix zur Regressionsgleichung BP#5 .....	78
Tabelle 16: t-Test zur Provisionsdifferenz zwischen Emissionsvolumen und Over- Allotment Option .....	79
Tabelle 17: t-Test zur Provisionsdifferenz zwischen oberem und unterem Ende der Bookbuilding-Spanne .....	79
Tabelle 18: Test auf Autokorrelation der Residuen bei Regressionsgleichung SK#3 .....	80
Tabelle 19: Korrelationsmatrix zur Regressionsgleichung SK#3 .....	81
Tabelle 20: Korrelationsmatrix zur Regressionsgleichung GK#1 .....	81

## Abkürzungsverzeichnis:

ADR:	American Depository Receipt
AG:	Aktiengesellschaft
AH:	Amtlicher Handel
BB:	Bookbuilding
BMdF:	Bundesministerium der Finanzen
BörsG:	Börsengesetz
BörsZulV:	Börsenzulassungsverordnung
bspw.:	beispielsweise
CSFB:	Credit Suisse First Boston
GM:	Geregelter Markt
i. d. R.:	in der Regel
i. w. S.:	im weitesten Sinne
IPO:	Initial Public Offering
KGaA:	Kommanditgesellschaft auf Aktien
NASD:	National Association of Securities Dealers
NM:	Neuer Markt
OAO:	Over-Allotment Option
OLS:	Ordinary Least Square
SEC:	Securities and Exchange Commission
SPO:	Secondary Public Offering
u. w.:	'underwriter warrant'