

Frankfurter Allgemeine Archiv

Wirtschaft

Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24.11.1997, Nr. 273, S. 18

Wirtschaftsbücher

Wertverlust durch Diversifikation

Aus wirtschaftswissenschaftlichen Zeitschriften

Die beachtlichen Kursgewinne, die in den vergangenen Jahren an den internationalen Aktienbörsen erzielt worden sind, werden von vielen Beobachtern auf die erfolgreiche Restrukturierung der Aktiengesellschaften zurückgeführt. Mitte der achtziger Jahre hat diese Restrukturierungswelle in den Vereinigten Staaten eingesetzt und mit dem Beginn der neunziger Jahre auch in zunehmendem Maß europäische Unternehmen erfaßt. Im Vordergrund hat dabei vor allem die Verbesserung der Unternehmensstrukturen gestanden.

In vielen Gesellschaften ist dabei die in den sechziger und siebziger Jahren verfolgte Tendenz zur Diversifizierung der Unternehmensaktivitäten umgekehrt worden. Schlankere Strukturen - die Konzentration auf das Kerngeschäft und die Auslagerung von Sekundäraktivitäten - sind zum neuen Leitbild geworden. Besonders ausgeprägt ist dieser Prozeß in den Vereinigten Staaten verlaufen, wo große Aktienunternehmen durch sogenannte feindliche Übernahmen in Einzelteile zerlegt und mit Gewinn verkauft worden sind. Auch in Deutschland haben viele Aktiengesellschaften den zuvor bei der Suche nach Synergieeffekten angehäuften Ballast wieder abgeworfen. Trotz dieser weitverbreiteten Tendenz hat aber eine Reihe großer Unternehmen ihre diversifizierte Struktur beibehalten. Vor allem in Deutschland finden sich noch immer viele Aktiengesellschaften, die technologisch sehr unterschiedliche Produkte herstellen. Immer wieder wird auf Einzelbeispiele verwiesen, die zeigen, daß auch solche Konglomerate überdurchschnittliche Marktrenditen erzielen können. Die Frage, ob stark diversifizierte Unternehmenskonglomerate den Anforderungen des verschärften globalen Wettbewerbs entsprechen, ist deshalb umstritten. Unter den Neuerscheinungen wirtschaftswissenschaftlicher Zeitschriften findet sich eine Reihe von Arbeiten, die dieser Frage gewidmet sind.

Philip Berger und Eli Ofek untersuchen zum Beispiel, ob die Häufung von feindlichen Unternehmensübernahmen in den Vereinigten Staaten während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre auf das Aufbrechen ineffizienter Unternehmenskonglomerate zurückzuführen ist ("Bustup takeovers of value-destroying diversified firms", in: The Journal of Finance, 1996, Ausgabe 51, Nummer 4). Dazu entwickeln die Autoren zunächst eine Kennziffer für die Effizienz eines Unternehmenskonglomerates: das Verhältnis des Gesamtwertes eines Unternehmens (geschätzt mit dem Marktwert seiner Aktien) zu dem Wert der Summe der branchenspezifischen Einzelteile des Unternehmens (geschätzt mit dem Umsatz eines branchenspezifischen Einzelteiles des Unternehmens, multipliziert mit dem durchschnittlichen Marktwert-Umsatz-Verhältnis eines Einzelunternehmens der entsprechenden Branche). Ist diese Kennziffer kleiner als eins, so ist der Marktwert des Unternehmenskonglomerates kleiner als der geschätzte Marktwert seiner Einzelteile. In diesem Fall wäre also eine Auflösung des Konglomerates und der Verkauf der Einzelteile gewinnbringend. Die Autoren zeigen für einen Datensatz von annähernd 1100 diversifizierten amerikanischen Unternehmen für die Jahre 1984 und 1987, daß diese Kennziffer bei Unternehmen, die Opfer einer feindlichen Übernahme geworden sind, kleiner als eins ist und deutlich niedriger liegt als bei Unternehmen, die ihre Eigenständigkeit bewahrt haben. Ein Rückgang der Effizienz Kennziffer um ein Viertel -- so zeigt eine Schätzung - führt zu einem Anstieg der Übernahmewahrscheinlichkeit von drei Prozent. Außerdem zeigt sich, daß nach einer Übernahme vor allem die Konglomerate mit sehr niedriger Effizienz Kennziffer aufgespalten werden. Dabei sind

drei Viertel der Käufer der Einzelteile aufgespaltener Konglomerate branchenverwandte Unternehmen. Dieser Befund deutet darauf hin, daß diversifizierte Unternehmen in der Regel mit geringerer Effizienz arbeiten als spezialisierte Unternehmen. Die Übernahmewelle der achtziger Jahre hat demnach also zur Auflösung ineffizienter Konglomerate und zur Bildung leistungsfähiger spezialisierter Unternehmen geführt.

Wenn die Kapitalmärkte in den Vereinigten Staaten eine solch starke Kontrolle über die Effizienz von Unternehmensstrukturen ausüben, so stellt sich die Frage, wie es überhaupt zum Entstehen einer so großen Anzahl ineffizienter Konglomerate hat kommen können. Henri Servaes vermutet, daß in den sechziger und siebziger Jahren die Bildung von Unternehmenskonglomeraten wegen ökonomischer und technologischer Faktoren vorteilhaft gewesen ist ("The value of diversification during the conglomerate merger wave", in: *The Journal of Finance*, 1996, Ausgabe 51, Nummer 4). Er untersucht deshalb, ob es in dieser Zeit eine "Marktprämie" für diversifizierte Unternehmenskonglomerate gegeben hat. Dazu berechnet er für jedes Unternehmen eine Effizienzkennziffer (auch Tobins Q genannt), die dem Verhältnis des Marktwertes des Unternehmens (gemessen am Marktwert seiner Aktien) zum geschätzten Wiederbeschaffungswert seiner Anlagen entspricht. Ist Tobins Q größer als eins, so ist die Kapitalrendite, die das Unternehmen abwirft, größer als die durchschnittliche Kapitalmarktrendite. Deshalb gilt: Je größer Tobins Q eines Unternehmens ist, desto größer ist die Effizienz eines Unternehmens. Erstaunlicherweise zeigen die Untersuchungen des Autors für eine Stichprobe von ungefähr 500 amerikanischen Unternehmen, daß das Tobins Q der diversifizierten Unternehmen schon in den sechziger Jahren deutlich niedriger gewesen ist als das Tobins Q der spezialisierten Unternehmen. In den siebziger Jahren hat sich dann der Unterschied zwischen dem Tobins Q spezialisierter und diversifizierter Unternehmen vermindert, und während der achtziger Jahre ist er wieder gestiegen. Dieses Ergebnis spricht also nicht dafür, daß es vor dem Beginn der Übernahmewelle eine "Marktprämie" für diversifizierte Unternehmen gegeben hat. Es deutet vielmehr darauf hin, daß sich die Kontrolle der Aktiengesellschaften durch die Kapitalmärkte in den Vereinigten Staaten im Verlauf der achtziger Jahre deutlich verschärft hat.

Eine Erklärung für das Entstehen diversifizierter Unternehmen bei schwacher Kapitalmarktkontrolle bietet die Prinzipal-Agent-Theorie. Danach besteht zwischen den Aktienbesitzern und dem Management der Aktiengesellschaften ein Kontrolldilemma: Die Aktienbesitzer sind primär daran interessiert, den Ertragswert ihres Unternehmens (shareholder value) zu maximieren. Das Management - sofern es nicht wesentlich am Ertragswert des Unternehmens beteiligt ist - möchte vor allen Dingen das Unternehmen (und damit seinen Einflußbereich) wachsen sehen und dabei eine komplexe Unternehmensstruktur errichten, die seinen Informationsvorsprung vor den Aktienbesitzern sichert. Dieser Informationsvorsprung nämlich schirmt das Management vor der Kontrolle durch die Aktienbesitzer ab. Nach der Prinzipal-Agent-Theorie entstehen diversifizierte Unternehmenskonglomerate also immer dann, wenn das Management keinen ausreichenden Anreiz hat, den Ertragswert des Unternehmens zu maximieren.

Diese Hypothese überprüfen David Dennis, Diane Dennis und Atulya Sarin in ihrer Arbeit "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification" (in: *The Journal of Finance*, 1997, Ausgabe 52, Nummer 1). Die Autoren untersuchen zuerst den Zusammenhang zwischen dem Anteil der Aktien, die dem Management gehören, und dem Grad der Unternehmensdiversifikation. Dabei zeigt sich bei einer Stichprobe von rund 900 amerikanischen Unternehmen des Jahres 1984, daß der Grad der Unternehmensdiversifikation um so niedriger ist, je mehr Aktien das Management hält. Dieses Ergebnis ändert sich auch nicht, wenn weitere Einflußfaktoren der Unternehmensdiversifikation berücksichtigt werden. Demnach ist der Anreiz zur Unternehmensdiversifikation für das Management um so kleiner, je größer der Besitzanteil des Managements und damit der Anreiz zur Maximierung des Ertragswertes ist. Dieser Befund spricht für die Hypothese, daß schädliche Unternehmensdiversifikation ihre Ursache in dem beschriebenen Prinzipal-Agent-Problem hat. Bei einer genaueren Analyse - die auch einen möglichen nichtlinearen Zusammenhang zuläßt - zeigt sich aber, daß der Grad der Unternehmensdiversifikation bei einem höheren Anteilsbesitz des Managements wieder zunimmt - von ungefähr 60 Prozent an. Die Autoren

erklären das (portfoliotheoretisch) mit dem Bestreben des Managements, von einem bestimmten Niveau des Anteilsbesitzes an das Einkommensrisiko durch eine Streuung der Unternehmensaktivitäten zu reduzieren. Demnach gibt es also aus Sicht der Kapitalbesitzer bei jedem Unternehmen ein "optimales Niveau" für den Anteilsbesitz des Managements.

Insgesamt liefern diese empirischen Ergebnisse deutliche Hinweise dafür, daß es vor allem Prinzipal-Agent-Probleme zwischen Aktienbesitzern und Management sind, die zum Wertverlust durch ineffiziente Unternehmenskonglomerate führen. Owen Lamont untersucht nun die mikroökonomischen Mechanismen, die diesem Prozeß zugrunde liegen ("Cash-flow and investment: Evidence from international capital markets", in: The Journal of Finance, 1997, Ausgabe 52, Nummer 1). Im Vordergrund steht dabei das Investitionsverhalten amerikanischer Ölkonzerne (definiert als Unternehmen mit einem Anteil der Ölbranchen am Cash-flow von 25 Prozent), die auch Unternehmensteile in Branchen außerhalb der Ölindustrie besitzen. Der Autor beschränkt die Untersuchungszeit auf die Jahre 1985 bis 1986, als der Ölpreis um mehr als 50 Prozent gesunken und die Rentabilität in der Ölbranche entsprechend zurückgegangen war. Es zeigt sich dabei für einen Querschnitt von 29 amerikanischen Ölkonzernen, daß die Investitionen in den Unternehmensteilen, die nicht zur Ölindustrie zählen, in positiver Wechselwirkung mit dem Cash-flow (gleich Gewinn plus Abschreibungen plus Zuwachs der Rückstellungen) des Ölgeschäfts stehen: Steigt (fällt) der Cash-flow im Ölgeschäft, so steigen (fallen) auch die Investitionen der Unternehmenskonglomerate außerhalb des Ölgeschäftes.

Zur Erklärung dieses Sachverhaltes können zwei konkurrierende Hypothesen herangezogen werden: Unvollkommene Kapitalmärkte und ineffizientes Management. Sind die Kapitalmärkte nicht vollkommen, weil zum Beispiel Informations- und Transaktionskosten die Finanzierung rentabler Projekte erschweren, kann es aus Sicht eines diversifizierten Unternehmens durchaus effizient sein, Investitionen in einem Unternehmensteil aus dem Cash-flow eines anderen Unternehmensteiles zu finanzieren. Arbeitet dagegen das Management eines diversifizierten Unternehmenskonglomerates ineffizient (zum Beispiel wegen der schon genannten Prinzipal-Agent-Probleme), kann es dazu kommen, daß aus dem Cash-flow rentabler Unternehmensbereiche Investitionen in unrentable Unternehmensbereiche vorgenommen werden, anstatt den Cash-flow an die Anteilseigner auszuschütten oder zu hohen Zinsen zu reinvestieren.

Um zwischen diesen beiden Erklärungen entscheiden zu können, untersucht der Autor die Rentabilität der Unternehmensteile, die nicht zur Ölindustrie gehören. Dabei zeigt sich, daß diese Unternehmensteile 1985 Umsatzrenditen (gemessen durch den Anteil der Dividendenausschüttungen am Umsatz) hatten, die deutlich unter der durchschnittlichen Umsatzrendite der entsprechenden Branche lagen, während die Umsatzrenditen 1986 ungefähr dem Branchendurchschnitt entsprachen. Das deutet also darauf hin, daß erst die durch den Ölpreisschock verursachte Ertragsverschlechterung das Management der Ölkonzerne dazu bewogen hat, ihr Engagement im Bereich außerhalb des Ölgeschäftes auf die rentablen Investitionsobjekte zu reduzieren. Vor dem Ölpreisschock hat das Management also in erheblichem Umfang in nichtrentable Objekte investiert. Demzufolge sind es also nicht Kapitalmarktineffizienzen, sondern die Prinzipal-Agent-Probleme, die das Investitionsverhalten der untersuchten Ölkonzerne erklären. RAINER MAURER

Alle Rechte vorbehalten. (c) F.A.Z. GmbH, Frankfurt am Main