

Zusammenfassung

Die Bewertung von Konglomeraten gehört zu einer der größten Herausforderungen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung. Ist bereits die Bewertung eines fokussierten Unternehmens komplex, stellt sich bei Konglomeraten die zusätzliche Frage, wie die Bündelung unterschiedlicher Unternehmensaktivitäten (Segmente) in der Bewertung zu berücksichtigen ist.

In den siebziger und frühen achtziger Jahren des 20. Jahrhunderts wurde zur Minderung des Risikos und der Ertragsvolatilität die Unternehmensdiversifizierung empfohlen. Spätestens mit der zunehmenden Entwicklung des europäischen Kapitalmarktes in den neunziger Jahren verschärfte sich jedoch die Kritik der Kapitalmarktteilnehmer an Konglomeraten. Dies äußert sich darin, dass in der Unternehmensbewertung aus einem Konglomeratszuschlag ein Konglomeratsabschlag wurde. So lassen im Februar 2005 z.B. die Investmentbanken JP Morgan, Morgan Stanley und Dresdner Kleinwort Wasserstein in ihre Bewertung der Siemens AG jeweils einen Konglomeratsabschlag in Höhe von 15% einfließen. Dies sind keine Einzelfälle. Der Deutschland-Chef von Boston Consulting Group, Heuskel, weist darauf hin, dass Konglomerate in der Praxis pauschal mit einem Abschlag zwischen 10% und 15% versehen werden.

Der in der Praxis pauschal angewendete Konglomeratsabschlag wirft bei näherer Betrachtung Fragen sowohl nach dem Grund als auch nach der Höhe auf. In der ersten Frage geht es darum, ob die Verwendung eines solchen Abschlags theoretisch überhaupt gerechtfertigt ist und wie die grundsätzliche Veränderung in der Beurteilung von Konglomeraten seitens des Kapitalmarktes im Zeitverlauf erklärt werden kann. Dabei ist von besonderem Interesse, ob die Anwendung eines solchen Abschlags bei jedem Konglomerat sinnvoll ist. Angesichts der Beobachtung, dass sowohl einige der erfolgreichsten Unternehmen der Welt, wie General Electric, 3M oder Hutchinson Whampoa, nach wie vor stark diversifiziert sind, als auch die Ankündigung einer Diversifikation oftmals mit einem positiven Kurseffekt einhergeht, könnten situative Faktoren bzw. Rahmenbedingungen eine wesentliche Rolle spielen und nach wie vor einen Aufschlag begründen. Darüber hinaus gilt die zweite Frage der Angemessenheit der Höhe des Abschlags, da die 10-15% in den oben zitierten Research-Berichten nicht kommentiert und somit in der Praxis anscheinend als selbstverständlich angesehen werden.

Diesen Fragen wird in der Dissertation „Der Konglomeratsabschlag im Licht der Transaktionskostentheorie – theoretische Erklärung und empirische Befunde in Europa“ nachgegangen. Im theoretischen Abschnitt der Dissertation steht deshalb zunächst die Frage im Vordergrund, wie Vor- bzw. Nachteile konglomerater Diversität grundsätzlich entstehen und inwiefern sie vom situativen Kontext beeinflusst werden. Dabei wird die Bedeutung komparativer Wettbewerbsvorteile erläutert, ihre Entstehung als Resultat des Aufeinandertreffens von makroökonomischen sowie industriespezifischen Rahmenbedingungen mit der Ausstattung bzw. den Fähigkeiten des Unternehmens hergeleitet und ihre Sicherung als Voraussetzung für den langfristigen Erfolg verdeutlicht. Die Lokalisierung der komparativen Wettbewerbsvorteile von Konglomeraten führt zu dem Ergebnis, dass diese Vorteile bei konglomerater Diversität nur in Form von Kosteneffizienz in den unterstützenden Aktivitäten und somit der Beschaffung bzw. Bereitstellung von Input-Faktoren für die primären Aktivitäten auftreten können.

Anschließend wird erklärt, warum der Marktpreis konglomerater Diversität sowohl positiv (Zuschlag) als auch negativ (Abschlag) werden kann. Diese Erklärung erfolgt mittels der Transaktionskostentheorie: Der Marktpreis ist ein Saldo aus der Senkung der externen Transaktions- und der Erhöhung der internen Organisationskosten durch konglomerate Diversität. Dabei können Konglomerate die externen Transaktionskosten auf unvollkommenen, externen Märkten auf dreierlei Weise beeinflussen: (a) Senkung des Grenzpreises des Lieferanten durch Senkung von dessen Kosten für die Erbringung der Leistung, dessen Anbahnungs-, Verhandlungs-, Abwicklungs-, Kontroll- und Veränderungskosten sowie dessen erforderliche Mindestgewinnmarge pro Leistungseinheit, (b) Sicherung eines größeren Anteils an der gesamtwirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit der Transaktion und (c) Senkung der eigenen Anbahnungs-, Verhandlungs-, Abwicklungs-, Kon-

troll- und Veränderungskosten. Diese Vorteile erkaufte sich das Konglomerat jedoch über eine Erhöhung der Organisationskosten, da die Inanspruchnahme interner Märkte aufgrund von Informationsasymmetrie einen höheren unternehmensinternen Koordinationsbedarf und somit Komplexitäts-, Motivations- und Kontrollkosten verursacht. Das Ausmaß dieser Erhöhung der Organisationskosten wird, genauso wie das Ausmaß der Senkung bei den Transaktionskosten, entscheidend von den situativen Faktoren, nämlich den makroökonomischen und industriespezifischen Rahmenbedingungen sowie den unternehmensbezogenen Eigenschaften, beeinflusst. Deshalb werden auf der Basis der Theorie der situativen Transaktions- und Organisationskosten insgesamt 16 Hypothesen formuliert, die den Einfluss makroökonomischer, industriespezifischer und unternehmensbezogener Faktoren auf die Wettbewerbsvorteile des Konglomerats und somit den Marktpreis konglomerater Diversität erklären sollen:

- H 1: Je stabiler die politischen Rahmenbedingungen sind, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 2: Je stärker das Rechtssystem entwickelt ist, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 3: Je besser die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 4: Je weiter die technologischen Rahmenbedingungen entwickelt sind, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 5: Je stärker die Allokationsfunktion der Märkte gesellschaftlich akzeptiert ist, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 6: Je weniger ökologische Restriktionen auf den externen Beschaffungsmärkten vorliegen, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 7: Je höher das Wachstum der Branche ist, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 8: Je geringer der Wettbewerb in der Branche ist, desto geringer ist der Vorteil von Konglomeraten und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 9: Der Marktpreis konglomerater Diversität steigt anfänglich mit der Größe des Unternehmens, sinkt jedoch ab einem bestimmten Punkt wieder.
- H 10: Je mehr Mitarbeiter ein Konglomerat hat, desto geringer ist der Vorteil und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 11: Je mehr Geschäftsfelder ein Konglomerat hat, desto geringer ist der Vorteil und somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 12: Der Marktpreis konglomerater Diversität steigt anfänglich mit dem Verschuldungsgrad des Unternehmens, sinkt jedoch ab einem bestimmten Punkt wieder.
- H 13: Je höher der Anteil der erfolgsabhängigen Vergütung der Unternehmensleitung ist, desto geringer sind die Organisationskosten und desto höher somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 14: Je mehr große Anteilseigner die Unternehmensleitung überwachen, desto geringer sind die Organisationskosten und desto höher somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 15: Je besser die Berichtsqualität der Konglomerate ist, desto geringer sind die Organisationskosten und desto höher somit der Marktpreis konglomerater Diversität.
- H 16: Je höher das Vertrauen in die Geschäftsleitung hinsichtlich der Verfolgung der Interessen der Eigenkapitalgeber ist, desto geringer sind die Organisationskosten und desto höher somit der Marktpreis konglomerater Diversität.

Im empirischen Teil dieser Arbeit werden die Hypothesen überprüft. Diese Überprüfung erfolgt in zwei Schritten. Im ersten Schritt „Quantifizierung des Marktpreises“ wird der Marktpreis konglomerater Diversität und somit die Merkmalsausprägungen der unabhängigen Variablen in Europa ermittelt. Dazu dient eine Längsschnittanalyse auf „same firm basis“ mittels Chop-Shop-Ansatz unter Verwendung von Marktmultiplikatoren (sog. Berger/Ofek-Methode) für die Jahre 2003 und 2001. Dabei werden nur Unternehmen berücksichtigt, die einen strengen und aufwendigen Filterprozess erfolgreich durchliefen und auf der Basis eines SIC-Code-

basierten Klassifikationsschemas entweder als „reines Konglomerat“ oder als „Single-Segment-Unternehmen“ eingestuft werden. So reduziert sich die Ausgangszahl von 5.368 Unternehmen je Untersuchungsjahr auf 261 (232) reine Konglomerate und 346 (263) Single-Segment-Unternehmen in 2003 (2001). Diese Unternehmen werden sodann in einem zweistufigen Prozess zur Ermittlung des Marktpreises konglomerater Diversität herangezogen. In Stufe 1 werden aus den 346 (263) Single-Segment-Unternehmen die Marktmultiplikatoren EV/Sales, EV/EBIT und EV/Assets pro SIC-Level ermittelt. Auf Basis dieser Multiplikatoren werden in Stufe 2 die impliziten Marktpreise der reinen 261 (232) Konglomerate durch Surrogat-Portfolios berechnet. Der Unterschied zwischen dem impliziten und dem tatsächlichen Marktpreis des Konglomerats ergibt den Marktpreis konglomerater Diversität.

Die Analyse der so im ersten Schritt ermittelten Marktpreise zeigt, dass es innerhalb der Gruppe der reinen Konglomerate sowohl Unternehmen mit Zuschlägen als auch mit Abschlägen gibt, dass der Mittelwert und der Median über alle Multiplikatoren gesehen nicht nur um bis zu 13 Prozentpunkte voneinander abweichen, sondern oftmals auch unterschiedliche Vorzeichen aufweisen, und dass die Standardabweichungen bei allen Multiplikatoren mit 40 Prozentpunkten relativ hoch ausfallen. Zudem unterscheiden sich die Ergebnisse je verwendetem Multiplikator zum Teil stark, die Entscheidung zwischen Mittelwert und Median führt durchschnittlich entweder zu einem Zuschlag von rund 5% oder einem Abschlag von rund 5%, und es kommt zu einem Vorzeichenwechsel zwischen 75%- und 25%-Quantil. Aus diesen Ergebnissen kann geschlossen werden: Pauschale Abschläge für Konglomerate in Höhe von 10-15%, wie sie häufig in der Praxis angewandt werden, lassen sich auf der Basis der vorliegenden Daten für den europäischen Kapitalmarkt nicht rechtfertigen. Allerdings basiert dieses Urteil mit 261 (232) reinen Konglomeraten und 346 (263) Single-Segment-Unternehmen in 2003 (2001) auf einer aus statistischer Sicht vergleichsweise geringen Anzahl von berücksichtigten Unternehmen, weil vor allem die Voraussetzung der Rechnungslegung nach internationalen Standards nach wie vor nur von einer Minderheit der Unternehmen in Europa erfüllt wird.

Im zweiten Schritt „Prüfung der Kausalitäten“ des empirischen Teils wird in einem aufwendigen Prozess überprüft, ob sich die aus der Theorie der situativen Transaktionskosten im theoretischen Teil der Arbeit hergeleiteten Hypothesen zum Einfluss makroökonomischer, industriespezifischer und unternehmensspezifischer Faktoren auf den Marktpreis konglomerater Diversität bestätigen lassen. Dazu wird für jede Hypothese die Bestimmung der unabhängigen Variablen dargestellt und begründet und die Vorgehensweise zur Datengewinnung und -aufbereitung erläutert. Anhand von Streudiagrammen mit Kurvenanpassungen, Korrelations- und univariaten sowie multivariaten Regressionsanalysen werden Untersuchungen zur statistischen Signifikanz der Einflüsse durchgeführt. Die Untersuchungsergebnisse werden mittels einer Diskriminanzanalyse abgesichert.

Die Ergebnisse dieser Untersuchung sind eindeutig: Weder makroökonomische noch industriespezifische oder unternehmensspezifische Faktoren können auf Basis des vorliegenden Datensatzes die zu beobachtende Streuung des Marktpreises konglomerater Diversität einzeln oder in Kombination statistisch signifikant erklären. Deshalb sind zumindest aus fundamentaler Sicht Zweifel an der Rechtfertigung sowohl dem Grunde als auch der Höhe nach des in der Praxis zu beobachtenden Verfahrens des pauschalen Konglomeratsabschlags in Höhe von 10-15% angebracht. Vielmehr lässt sich aufgrund der Resultate hinsichtlich der quantitativen Bestimmung des Marktpreises konglomerater Diversität die Meinung vertreten, dass im Rahmen einer Bewertung von Konglomeraten in Europa weder ein Zuschlag noch ein Abschlag verwendet werden sollte.

München, September 2006

Dr. Andreas Funke