

Stordrift, diversifikation og kontrol

**Niels Chr. Nielsen, professor, Institut for Finansiering,
Handelshøjskolen i København**

De udviklingstendenser, der gør sig gældende i udlandet, kommer ofte først til Danmark med et vist time-lag.

Det er en almindelig opfattelse, at følgende to tendenser gør sig gældende: (1) der er en tendens til stordrift, samt (2) der er en tendens til større og større aktiespredning. Vi får altså en verden med store virksomheder, som konkurrerer mindre virksomheder ud eller dannes ved fusion af mindre virksomheder, og som i et betydeligt omfang ejes af mange mindre aktionærer.

Virkeligheden er imidlertid væsentligt mere nuanceret. Modefænomener som »leveraged buy out« og »management buy out« er klare tendenser i retning af smådrift. »Leveraged buy out« er overtagelse af en virksomhed ved hjælp af stor gældsfinansiering, og som ofte efterfølges af frasalgs af »ikke-kerne-aktiviteter«. »Management buy out« er, når ledelsen af en virksomhed, også ofte ved hjælp af stor gældsfinansiering, overtager virksomheden, eller mere typisk overtager dele af virksomheden, f.eks. et datterselskab. Begge dele indebærer typisk, at en stor virksomhed opdeles i mindre virksomheder. Begge dele indebærer også typisk en mere koncentreret ejerkontrol med virksomheden(erne).

Det er rigtigt, at der nok er en tendens til at der bliver flere såkaldte »almindelige private aktionærer«. Men det må samtidigt have for øje, at hvis der bliver flere små aktionærer, samt hvis de institutionelle investorer, hvis ejerandel i erhvervslivet også vokser, ofte ikke udnytter deres indflydelse, indebæ-

rer det, at andre store aktionærers ejerindflydelse bliver stærkt voksende.

Tendensen synes derfor snarere at være (1) at specialisering er mere væsentlig end stordrift, samt (2) at stærk ejerkontrol får større og større betydning i erhvervslivet. Det er muligt, at disse tendenser ikke er slået særlig kraftigt igennem herhjemme, men skal man ekstrapolere ud fra udviklingen i andre lande, vil det ske i de kommende år.

Man kan sammenligne med udviklingen i landbruget, hvor tidligere tiders »alt-mulig-bedrift« er blevet erstattet af specialiserede kornbrug, svinefabrikker, malkebrug, kyllingefabrikker etc., men hvor den stærke ejerkontrol er bevaret.

De skitserede udviklingstendenser rejser en række spørgsmål, som f.eks. (1) hvorfor drives specialiserede virksomheder tilsyneladende ofte bedre hver for sig end som del af en større koncern? (2) hvorfor skal der ofte ejerændringer til for at få gennemført større ændringer i virksomhedens drift? (3) er de forbedringer, der måtte ske i virksomhedens indtjening et resultat af effektivitetsforbedringer eller er de resultat af en omfordeling mellem virksomhedens »interessegrupper«? samt endelig (4) er de forbedringer, der måtte ske i virksomhedens indtjening ensbetydende med en samfundsøkonomisk gevinst?

Allerførst er det på sin plads at påpege, at der ingen sikker dokumentation er for, at store virksomheder dannet ved fusion af mindre virksomheder er ensbetydende med en vær-

diforøgelse. Heller ikke i gennemsnit. Den naturlige måde at vurdere værdiforøgelse på er ved ændringer i selskabernes markedsværdi. Ser man på erfaringerne fra andre lande, først og fremmest USA, synes det rimeligt sikkert, at ejerne af mindre virksomheder, der bliver overtaget af større virksomheder, scorer en gevinst – ifølge visse undersøgelser af størrelsesorden 30 %. Der er derimod ingen sikker dokumentation for, at ejerne af de større overtagende selskaber scorer nogen gevinst i form af en forøget værdi af deres aktiebesiddelser. Der er endog ingen dokumentation for, at aktionærene i de to selskaber tilsammen får en økonomisk gevinst ved sammenslutningen af de to virksomheder.

Ved vurderingen af disse undersøgelser skal man dog være opmærksom på, at de fleste nyere undersøgelser er baseret på fusioner i 60'erne og 70'erne, hvor de såkaldte konglomeratfusioner var meget udbredte. Ved konglomeratfusioner voksede virksomhederne ved at sprede sig over mange forskellige aktiviteter uden større indbyrdes sammenhæng. Efterfølgende er der vel almindelig enighed om, at det i de fleste tilfælde ikke var en særlig heldig strategi. Som et paradoks kan det nævnes, at meget tyder på, at nogle af de virksomheder, der har klaret sig bedst i 80'erne, er virksomheder, der er blevet mindre ved at afhænde »perifere« aktiviteter. Der er således muligvis en sammenhæng mellem de dårlige fusionsresultater fra 60'erne og 70'erne og de tilsyneladende økonomiske fordele ved at vokse sig mindre i 80'erne.

Der er nogle åbenbare fordele ved specialiserede virksomheder med stærk ejerkontrol. Virksomheden kan bedre udnytte sin særlige kompetence, og ejerne kan bedre sikre, at virksomheden drives i ejernes interesse. Modsætningen til specialiserede virksomheder har været ventureselskaber og konglome-

rater. Begge typer af virksomheder har haft dårlige erfaringer.

Konglomeraterne var begrundede med en række forskellige teorier. På det mest generelle plan var teorien, at gode lederegenskaber kunne anvendes på alle typer af virksomheder. Og det blev de så. En anden grundlæggende teori var at basere virksomhedsopkøb på den såkaldte bootstrapping strategi, hvor større virksomheder købte mindre virksomheder, der havde en lavere P/E-ratio, hvorved de kunne øge væksten i indtjeningen pr. aktie. Denne strategi negligerede de gode grunde, der måtte være til, at P/E-ratio var lavere for de pågældende mindre virksomheder. En tredje teori var, at virksomheden skulle foretage risikospredning ved at diversificere sine aktiviteter. Risikospredningens fordele kan imidlertid for børsnoterede selskabers vedkommende i det store og hele – og bedre og billigere – opnås ved at ejerne diversificerer deres porteføljeinvesteringer.

At ventureselskaberne herhjemme ikke blev nogen større succes – for at udtrykke det moderat – er der også gode grunde til. Ideen var at de skulle tilføre risikovillig kapital som ansvarlig kapital til mindre og mellemstore virksomheder. For det første er det tvivlsomt, og der overhovedet er noget specielt behov for tilførsel af risikovillig kapital – når man ser den måde, agenterne opfører sig på på de finansielle markeder, synes der nærmest at være et overudbud af risikovillig kapital. Hovedproblemet er imidlertid, at sådanne ventureselskaber støder på en enorm selvselektionsproces, når de skal ud og finde virksomheder, som de kan placere ansvarlig ejerkapital i. Gode virksomheder og gode projekter vil først forsøge med selvfinansiering. Hvis det ikke er nok eller muligt, vil man forsøge at låne sig frem. Den sidste form for finansiering, man vil vælge, er egenkapitalindskud fra andre. Hvorfor dele overskuddet af det, man selv tror er en god ide, med

andre, hvis det kan undgås. Det betyder, at de bedre projekter gennemgående sorteres fra efterhånden som man går fra selvfinansiering over lånefinansiering til andres indskud af ansvarlig risikovillig kapital. Dertil kommer for danske ventureselskaber, at de gennemgående har været for små og foretaget for små investeringer. Styrings- og kontrolomkostningerne er herved blevet relativt for høje. Endelig har ventureselskaberne gennemgående været for uspecialiserede, og herved har det været for begrænset, hvad de har kunnet tilføre de virksomheder, de investerer i.

Når en dygtig leder også er ejer, fås normalt en effektiv virksomhedsdrift. Så virker stort set alle incitamentet i den rigtige retning. Her overfor står fordelene ved stordrift. Der er således tale om en fundamental konflikt mellem fordelene ved stordrift og fordelene ved enkeltmandseje. Denne konflikt kan kun løses ved tilstrækkeligt mange dygtige millionærer. Desværre er ikke alle, der har millioner, lige dygtige. Og alle, der er dygtige, har ikke millioner. Desuden vil der naturligvis være nogle åbenbare fordelingsmæssige problemer.

Et andet påtrængende spørgsmål er, hvorfor det tit er nødvendigt med ejerforandringer for at få gennemført ændringer i virksomhedens drift. Hvorfor kan den gamle ledelse ikke foretage de ændringer, som de nye ejere og den nye ledelse kan foretage?

Incitamentet til en virksomhedsovertagelse er naturligvis, at man mener at kunne øge virksomhedens værdi. Ved virksomhedsovertagelser – specielt fjendtlige sådanne – betales ofte en betydelig overpris i forhold til gældende markedskurs. Man må derfor mene sig i stand til at kunne øge virksomhedens værdi væsentligt. Værdiforøgelsen må i det store og hele komme fra to kilder: (1) effektivitetsforbedringer og (2) omfordelinger

mellem virksomhedens interessgrupper til fordel for aktionærerne.

Mulighederne for effektivitetsforbedringer kan naturligvis være store i virksomheder, der ikke er særlig veldrevne. Men meget tyder på, specielt når det drejer sig om fjendtlige overtagelser, at en væsentlig del af værdiforøgelsen kommer fra omfordelinger. Det kan også bemærkes, at den typiske »corporate raider« ikke har nogen speciel branchekundskab, men tværtimod i sine investeringer beskæftiger sig med vidt forskellige brancher. Hans komparative fordel synes derfor snarere at være hans evne og vilje til at fortage omfordelinger mellem forskellige interessegrupper til fordel for ejerne.

Disse omfordelingsmuligheder kan være ganske betydelige. Ofte udgør overskuddet kun en meget beskeden andel af de samlede omkostninger. Dvs at selv en beskeden reduktion af omkostningerne kan indebære en meget betydelig forøgelse af virksomhedens nettoindtjening, og dermed i virksomhedens værdi.

Den måde, løn- og kontraktstrukturerne er opbygget på, internt i virksomheden og i relation til leverandører og aftagere, indebærer normalt, at en betydelig del af omkostningerne er »rent« i form af en faktoraflønning, der er højere end marginalomkostninger eller opportunity cost. Et typisk, men ingenlunde enestående eksempel er anciennitetsbestemte lønningssystemer, som ofte indebærer, at ældre medarbejdere er for højt aflønnede i forhold til deres produktivitet. I den »japanske model« løses dette ved livslang ansættelse – hvad vi »mister«, når vi er mest produktive, får vi igen siden. Denne japanske model karakteriserer imidlertid også i væsentlig grad mange vestlige virksomheder.

Analysere man en virksomheds omkostninger, vil man derfor finde, at mange lønning-

ger, priser og arbejdsnormeringer indeholder et meget væsentligt element af »rent«. Med andre ord, den samme arbejdskraft kan fås til en lavere løn, de samme råvarer kan købes til en lavere pris, og det samme arbejde kan udføres af færre personer eller på mindre tid.

En corporate raiders særlige evne er derfor evnen til at eliminere »rent« og gøre det til overskud for ejerne.

Problemet er dog mere kompliceret end som så. Meget af den »rent«, man støder på i analysen af en virksomheds omkostninger, er korttidsafvigelser fra marginalomkostninger. De afspejler implicitte lange kontraktsrelationer, som i det store og hele er i overensstemmelse med marginalomkostninger. Disse langvarige kontraktsrelationer kan oven i købet være mere hensigtsmæssige for virksomheden end en løbende kortsigtet marginal cost prisfastsættelse af alle produktionsfaktorer – f.eks. når virksomheden skal investere i human kapital eller stiller meget specielle og specifikke krav til underleverandører, som naturligvis ikke forventer at blive udsat for »pengeafpresning« dagen efter, at de har investeret i noget meget specielt produktionsudstyr.

Gevinsterne på kort sigt ved at eliminere »rent« kan derfor meget let blive til tab på længere sigt.

Det er måske også her svaret skal søges på, hvorfor den eksisterende ledelse ikke gør det samme på forhånd, som en corporate raider vil gøre efter at han har overtaget virksomheden. Herved ville den nuværende ledelse jo helt kunne have undgået den fjendtlige overtagelse. Men den nuværende ledelse ville helt miste sin troværdighed, hvis den indledte en sådan radikal omfordelingspolitik. Raideren har derimod ingen troværdighed at miste og vil derfor i virkeligheden lettere både kunne

foretage omfordelingen og få etableret et nyt hensigtsmæssigt pris og lønsystem.

Der savnes i hvert fald i høj grad en god forklaring på, hvorfor der ved overtagelser – specielt fjendtlige overtagelser – er en asymmetri mellem den gamle og den nye ledelses evne til at skabe værdier til aktionærene. Det er næppe fordi den gamle ledelse ikke gerne vil. Det tyder de bestræbelser, den gamle ledelse i øvrigt udfolder for at beskytte sig mod nye ejer og ny ledelse, i hvert fald ikke på.