

BERICHTE UND DOKUMENTE

Effekte ausländischer Übernahmen

**Wirkungen auf Wachstum und
Produktivität der
übernommenen österreichischen
Unternehmen**

**Michael Pfaffermayr,
Michael Wild, Christian Bellak**

1. Das Forschungsprojekt „Multi- nationale und österreichische Unternehmen“

Die Untersuchung zu den Effekten ausländischer Übernahmen ist nur ein Teilprojekt eines übergreifenden Forschungsbereiches zum Thema „Multinationale und österreichische Unternehmen“. Dem hier vorzustellenden Teilprojekt ist ein anderes zur Erklärung der Performanceunterschiede zwischen in- und ausländischen Unternehmen¹ vorangegangen. Derzeit wird das Projekt gerade mit Fallstudien zu den Effekten des Eigentumsüberganges fortgesetzt. Alle Projekte sind Teil einer seit dem Jahr 2003 bestehenden Kooperation zwischen der Abteilung „Wirtschaftspolitik“ der Arbeiterkammer Wien und dem Institut für Volkswirt-

schaftslehre an der WU Wien. Diese Projekte wurden nicht finanziell, sondern durch die Bereitstellung von Daten der Abteilung Betriebswirtschaft der AK Wien² unterstützt. Einen Schwerpunkt dieser Projekte bilden die jeweiligen wirtschaftspolitischen Konsequenzen der Ergebnisse. Eine Betrachtung der Diskussion um die Auswirkungen multinationaler Unternehmenstätigkeit führt nahezu unabhängig vom Zeitpunkt und vom jeweiligen Land sowie von der konkreten Ausgestaltung der Arbeitsbeziehungen zu dem Schluss, dass Multis gleichzeitig als ‚gut‘ und als ‚schlecht‘ für das Gastland³ beurteilt werden. Einerseits werden positive Wohlfahrtseffekte aufgrund von Wachstumswirkungen, die durch den Transfer von Technologie, Know-how und die Erweiterung des Kapitalstocks bedingt sind, erwartet. Andererseits werden nachteilige Wohlfahrtswirkungen durch zunehmende Anbieterkonzentration, eine Verschiebung der Einkommensverteilung zugunsten des Kapitals, Effekte auf Löhne⁴ und eine Verringerung der wirtschaftspolitischen Souveränität des Gastlandes befürchtet.

Nachdem heute der überwiegende Teil der Direktinvestitionen in Form von Übernahmen getätigt wird, werden positive Effekte insofern in Frage gestellt, als es sich dabei lediglich um einen Eigentumswechsel ohne Effekte handeln könnte bzw. der neue ausländische Eigentümer wertschöpfungsintensive Unternehmensfunktionen in das Ausland transferieren könnte. Von einer solchen volkswirtschaftlichen Betrachtungsweise ist die vorliegende Untersuchung insofern abzugrenzen, als hier

nicht die gesamtwirtschaftlichen, sondern nur die einzelwirtschaftlichen Effekte auf die übernommenen Unternehmen⁵ Gegenstand der Analyse sind.⁶ Der folgende Beitrag gibt einen Überblick zu den wesentlichsten Ergebnissen und den relevanten industriepolitischen Fragestellungen.

2. Entwicklung passiver Direktinvestitionen in Österreich

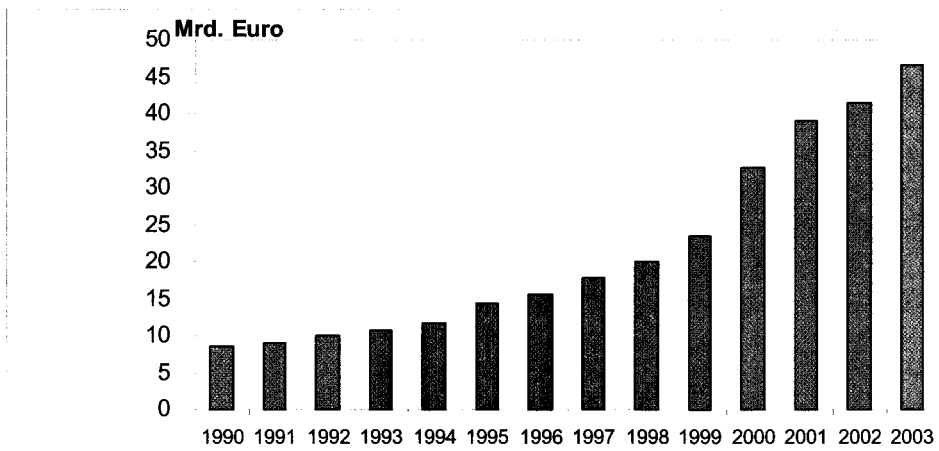
Eine offizielle Statistik zu ausländischen Übernahmen in Österreich gibt es nicht.⁷ Daten über Direktinvestitionsbestände und -flüsse, welche von der Oesterreichischen Nationalbank veröffentlicht werden, umfassen Neugründungen *und* Übernahmen. Diese werden auch nur auf aggregiertem Niveau veröffentlicht.

Tochterunternehmen in Österreich, deren Gesamtkapitalstock ca. 40 Mrd. Euro beträgt.

- Der Anteil des Kapitalstocks in ausländischem Eigentum beträgt im industriellen Sektor ca. ein Drittel, was in der öffentlichen Diskussion meist überschätzt wird.
- Die ausländischen Tochterunternehmen zählen ca. 245.000 Beschäftigte (gewichtet mit dem Nominalkapitalanteil), was einem Anteil von 8% (Gesamtwirtschaft) bzw. 15% (Industrie) entspricht.

Die Diskussion um die Frage, ob ausländische Übernahmen für Österreich vorteilhaft sind, reicht bereits Jahrzehnte zurück⁸ und ist primär durch eher kritische Kommentare gekennzeichnet. Bisher gab es allerdings, mit Ausnahme einiger kasuistischer Evi-

Abbildung 1: Entwicklung des passiven Direktinvestitionsbestandes in Österreich (Gesamtkapital)



Quelle: OeNB

Die Eckdaten der passiven Direktinvestitionen stellen sich für das Jahr 2001 wie folgt dar :

- Es gibt über 3.000 ausländische

Unternehmen in Österreich, deren Gesamtkapitalstock ca. 40 Mrd. Euro beträgt. Die (wirtschafts-)politische Relevanz solcher Analysen auf Unterneh-

mensebene resultiert in der Frage, wie positive Effekte maximiert und negative hintangehalten werden können.

3. Überblick zum Stand der Diskussion in der Literatur

Wegen der Platzbeschränkung werden hier nur die in der Literatur angeführten Fragestellungen, nicht aber die Ergebnisse empirischer Studien erläutert.⁹ In der Prä-Akquisitionsphase stellt sich die Frage, welche (heimischen) Unternehmen Ziele für (ausländische) Übernahmen sind? Dabei finden sich in der Literatur konfigurierende Hypothesen (s. Abschnitt 4). Zudem wurde versucht, die Frage zu beantworten, ob eine *ausländische* Übernahme andere Effekte als eine *heimische* bewirkt. In der Post-Akquisitionsphase werden üblicherweise zwei Fragen gestellt. Erstens, und zwar häufiger, welche Auswirkungen (ausländischer) Übernahmen auf (heimische) Zielunternehmen sind feststellbar und wie sind diese erklärbar ('Effekte von Ursachen')? In diesen Studien wird überwiegend auf das Gesamtunternehmen und seltener auf das Zielunternehmen eingegangen. Zweitens kann nach einer bestimmten Ursache gefragt werden: Sind ausländische Übernahmen der Grund für die beobachteten Effekte ('Ursache von Effekten', Kausalität)? Es sind nämlich viele Einflüsse auf die *Performance* des Unternehmens nach einer Übernahme vorstellbar, z. B. Konjunktur, Marktentwicklung, Konkurrenten oder technologische Veränderungen. In dieser Untersuchung ist nicht entscheidend, welche dieser Determinanten wichtig sind, sondern ob eine ganz konkrete Determinante, nämlich die Übernahme, wichtig ist. Die empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass es zu beiden Fragen keine eindeutige Evidenz gibt.

4. Wirkungen von Übernahmen auf das übernommene Unternehmen: Hypothesen

Die Wirkungen von Übernahmen auf das Zielunternehmen können, neben zahlreichen indirekten Effekten, in drei direkte Effekte aufgespalten werden, nämlich Effizienz,¹⁰ Marktmacht und Wachstum des Zielunternehmens.¹¹ Zu jedem dieser Effekte wird nun eine zentrale Hypothese präsentiert.

Die 'Ineffizientes Management-Hypothese' stützt die Ansicht, dass ausländische Akquisiteure schlecht gemanagte Zielunternehmen erwerben.¹² Die Übernahme übt eine disziplinierende Wirkung auf das Management des Zielunternehmens aus. Das Motiv für die Übernahme stellen sinkende Aktienkurse auf Grund der schlechten Effizienz dar, was durch die bessere *Performance* nach der Übernahme umgekehrt wird. (Diese Gewinne sind dann um etwaige Transaktionskosten zu reduzieren.) In diesem Zusammenhang sollte auch erwähnt werden, dass ausländische Akquisitionen zu bedeutenden indirekten Effizienzeffekten führen können, da das Zielunternehmen von der neuen Mutter transferierte firmenspezifische Vorteile nutzen kann. (Dies kann natürlich auch in der umgekehrten Richtung wirken.)

Ist jedoch die Maximierung der Gewinne (und damit des *Shareholder Value*) zentrales Motiv der Übernahme, so wird die Steigerung der Marktmacht angestrebt werden. Dieser Effekt bleibt bei der vorliegenden Untersuchung außer Betracht.

Die 'Matching-Hypothese' schließlich argumentiert, dass es Unterschiede in der Fähigkeit der Eigentümer gibt, bestimmte Unternehmen erfolgreich zu führen. Wird durch die Übernahme primär Wachstum angestrebt, so wird lau-

fend das ‚Match‘ zwischen der Mutter- und den Tochterunternehmen überprüft, und dies führt zu Desinvestitionen und neuen Akquisitionen.¹³ Oder die Integration des akquirierten Unternehmens in den Gesamtkonzern führt zu kurzfristigen Produktivitätsverlusten; versteckte oder schwer prognostizierbare Schwierigkeiten, wie etwa, dass ‚zentrale Köpfe‘ das Unternehmen verlassen, können im Gefolge der Übernahme entstehen. Aus diesem Grund werden hier zwei unterschiedliche Zeiträume (2 und 4 Jahre vor und nach der Übernahme) untersucht.

Effizienz ist hier nur ein Nebenprodukt. Eine schlechte Unternehmens-*Performance*, z. B. in Form niedrigerer Produktivität als jene der Konkurrenten, gibt den Ausschlag für einen Eigentumswechsel. Der Käufer des Unternehmens ortet also ein Potenzial, welches unausgeschöpft ist.

Auf Grund dieser theoretischen Argumentation aus der Fusionsliteratur wurden in dem vorliegenden Projekt drei Hypothesen formuliert:

Hypothese 1 bezieht sich auf die Selektion, also die Unternehmensentwicklung vor der Übernahme: Werden unter- („Zitronen“) oder überdurchschnittliche („Rosinen“) österreichische Unternehmen von ausländischen Multis übernommen?¹⁴

Hypothese 2 bezieht sich auf die Kausalität, also die Unternehmensentwicklung nach der Übernahme: Die Wirkungen der Übernahme werden für ‚Rosinen‘ und ‚Zitronen‘ unterschiedlich sein: Dazu werden die übernommenen Unternehmen auf Grund ihrer *Performance* im Vergleich zum Durchschnitt in zwei Gruppen geteilt, wobei die Erwartung besteht, dass die ‚Rosinen‘ ihre *Performance* nach der Übernahme nicht wesentlich verändern, während bei den ‚Zitronen‘ eine effi-

zienzsteigernde Wirkung eintritt. Diese beruht auf unterschiedlichen Faktoren, wie z. B. unterschiedlichen Ausgangspositionen¹⁵ oder dass ‚Zitronen‘ vom firmenspezifischen Vorteil des neuen Eigentümers profitieren.

Hypothese 3: Die Effekte der Übernahme durch ein ausländisches Unternehmen variieren mit zunehmender Dauer der Post-Akquisitionsphase. Generell erwarten wir, dass je kurzfristiger die Betrachtung ist, desto schwächer und negativer die Effekte sein werden. Kurzfristig könnte beispielsweise die Profitabilität negativ betroffen sein.

Diese Hypothesen sollten sowohl für horizontale als auch für vertikale Akquisitionen gültig sein.

5. Methode und methodische Probleme

Die methodische Herausforderung liegt erstens darin, ein sinnvolles Vergleichsszenario zu schaffen, um Effekte überhaupt feststellen zu können. Zweitens ist ein Endogenitätsproblem zu beachten, da Übernahmeentscheidungen nicht zufällig sind.

Dem hier verwendeten *Matching*-Verfahren liegt ein Verständnis von Kausalität zugrunde, welches man als kontrafaktisch bezeichnet.¹⁶ Der Gedankengang ist einfach, da von einem binären Einflussfaktor („Unternehmen wird übernommen“, „Unternehmen wird nicht übernommen“) ausgegangen wird.

Dabei tritt allerdings ein grundsätzliches Problem auf, nämlich dass das kontrafaktische Szenario („Unternehmen wurde übernommen, aber was wäre, wenn das Unternehmen nicht übernommen worden wäre?“) nicht beobachtbar ist (vgl. Tabelle 1). Auch der simple Vergleich mit einem nicht übernommenen Unternehmen stellt nur ein

Tabelle 1: Das Fundamentalproblem der Kausalanalyse

		Potenziell endogene Zuweisung	
		Kausaler Faktor T=1 (Testbedingung)	Kausaler Faktor T=0 (Kontrollbedingung)
Potenziell fehlende Ver- gleichbarkeit	Intervention T=1, Experimentalstichprobe E	(a) $Y_{li,ieT} \mid X_i, T=1$	(b) $\{Y_{0i,ieT} \mid X_i, T=0\}$
	Intervention T=0, Kontrollstichprobe C	(c) $\{Y_{li,ieC} \mid X_i, T=1\}$	(d) $Y_{0i,ieC} \mid X_i, T=0$

Anmerkung: Latente Ereignisse in geschweiften Klammern.

Quelle: Gangl und DiPrete (2004) 31.

unzureichendes Substitut für Nicht-Beobachtbarkeit dar. Denn ein beobachteter Unterschied könnte auf viele andere Faktoren als der Übernahme zurückzuführen sein. Dazu benötigt man das erwähnte *Matching*-Verfahren.¹⁷ *Matching* bedeutet, dass nicht ein zufällig ausgewähltes Unternehmen verglichen wird, sondern eines, welches dem übernommenen Unternehmen am ähnlichsten ist. Diese Ähnlichkeit wird in den einzelnen *Matching*-Verfahren unterschiedlich definiert („Gewichtung“).

In Tabelle 1 ist eine Problematik dargestellt, wobei T das binäre Ergebnis und Y das uns interessierende Ergebnis ist, also das Wachstum der Unternehmen (z. B. Umsatz, Produktivität und Profitabilität). Während (a) beobachtet werden kann, wäre (b), das jedoch nicht beobachtbar ist, das konterfaktische Szenario, welches daher durch (a) „ersetzt“ wird.

Die methodische Vorgangsweise umfasst vier Schritte:

Schritt 1: Er beinhaltet die Schätzung der Wahrscheinlichkeit, von einem ausländischen Unternehmen übernommen zu werden.¹⁸ Dies hängt vor allem von verschiedenen Unternehmenscharakteristika ab. Dabei ist der Tatsache

Rechnung zu tragen, dass auch andere Einflussgrößen zu einer verbesserten *Performance* nach der Übernahme führen können. (Statistisch führt dies zu einer nicht-negativen Korrelation zwischen dem Störterm des *Performance*-Schätzers und der Übernahmevariable, da die Wahl des Akquisitionsobjektes möglicherweise durch uns nicht beobachtbare Unternehmenscharakteristika beeinflusst wird.) Würde dieses Endogenitätsproblem vernachlässigt, führt das zu verzerrten Schätzern, wie in jedem anderen Kausalitätszusammenhang auch.

Schritt 2: Die Ermittlung jener Unternehmen, die als Kontrollgruppe dienen können, muss folgenden Annahmen genügen, da es praktisch keine Firmen mit identen Charakteristika gibt: keine systematischen Unterschiede zwischen in- und ausländischen Unternehmen; Unabhängigkeit von übernommenen und nicht übernommenen Firmen; sowie ein stabiler kausaler Zusammenhang zwischen der Übernahme und der *Performance* der Zielfirma.

Für die Anwendung des *Matching*-Verfahrens¹⁹ müssen zwei wichtige Annahmen erfüllt sein: Erstens werden jene übernommenen Unternehmen, de-

ren Übernahmewahrscheinlichkeit höher als die höchste (bzw. geringer als die geringste) der Kontrollgruppe ist, exkludiert (*common support rule*). Zweitens muss zwischen der *Performance*-Wirkung und der Übernahme statistische Unabhängigkeit bestehen (*conditional independence assumption*).

Schritt 3: Die Ableitung des so genannten DID-Schätzers (*Difference-in-Difference*-Schätzers), zeigt den Effekt der Übernahme im Vergleich zur Kontrollgruppe.²⁰

Schritt 4: ‚Rosinen‘ und ‚Zitronen‘ werden mit der Kontrollgruppe verglichen.

6. Daten und Variablen

Daten: Wir verwenden ausschließlich Bilanz- und G&V-Daten, also publizierte Unternehmensdaten, sowie daraus abgeleitete Indikatoren. Unsere Stichprobe umfasst maximal ca. 500 Industrieunternehmen jährlich für den Zeitraum 1985-2002. Im gesamten

Zeitraum wurden 59 heimische Unternehmen von ausländischen Unternehmen übernommen (vgl. Tab. 2). Nachdem wir einen Beobachtungszeitraum von maximal vier Jahren gewählt haben, ‚verlieren‘ wir die Jahre 1997-2001 in welchen die ausländischen Übernahmen in Österreich – nicht zuletzt im Gefolge des EU-Beitrittes – noch zugenommen haben dürften.

Abhängige Variable: Eigentumsübergang = heimisch/ausländisch: Dummy-Variable, die den Wert 1 in dem Jahr annimmt, in dem ein Eigentumswechsel von in- zu ausländischem Eigentum stattfindet. Alle Unternehmen, bei welchen ein Eigentumsübergang entweder von in- auf inländische oder von aus- auf ausländische Unternehmen stattgefunden hat, wurden exkludiert. Im Falle mehrerer Eigentümerwechsel während der Beobachtungsperiode, die allerdings sehr selten sind, wurde nur der erste gewählt.

Unabhängige Variable: Alle Variablen wurden relativ zum Branchendurchschnitt berechnet.

Tabelle 2: Deskriptive Statistik

	Vor Übernahme	Nach Übernahme		
„Rosinen“ (Firmenzahl: 37)				
Durchschnittl. Besch.zahl	525	531		
Durchschnittl. Umsatz*	103.821,60	118.688,70		
„Zitronen“ (Firmenzahl: 26)				
Durchschnittl. Besch.zahl	842	758		
Durchschnittl. Umsatz*	81.725,67	84.639,77		
Gesamtzahl der Firmen in der Stichprobe: 63				
	Kontrollgruppe		Stichprobe	
	Kontrolliert f. Ausreißer	Ohne Kontr. f. Ausreißer	Kontrolliert f. Ausreißer	Ohne Kontr. f. Ausreißer
Durchschnittl. Besch.zahl	680	679	375	377
Durchschnittl. Umsatz*	96.444,19	97.690,99		

* In €

- Produktivität (gemessen als Wertschöpfung/Beschäftigten) wurde als *Performance*-Maß verwendet, welches anzeigt, ob es sich um eine ‚Rosine‘ (als Indikator für firmenspezifische Vorteile) oder um eine ‚Zitrone‘ handelt (als Indikator für unausgeschöpfte Produktivitätsreserven).
- Der ‚bereinigte Cash-flow‘ misst die Profitabilität des Zielunternehmens, die negativ mit der Übernahmewahrscheinlichkeit korreliert sein sollte. Indirekt gibt dieser Cash-flow, unter der Annahme gegebener Produktivität, das Vorliegen oder Fehlen von Marktmacht an. Ein positiver Zusammenhang zwischen Cash-flow und Marktmacht wurde in der empirischen Literatur oft festgestellt. Daher erwarten wir uns einen Hinweis auf die Bedeutung der oben genannten Effizienzhypothese.
- Die Größe des Unternehmens bzw. das Wachstum wird durch den Beschäftigungsindikator gemessen und sollte positiv mit dem Marktanteil korreliert sein.
- Exportquote (= Exporte/Nettoumsatz) drückt die Fähigkeit eines Unternehmens aus, auf ausländischen Märkten mit den dort etablierten Unternehmen in Wettbewerb zu treten.²¹ Sie ist zudem ein Indikator für einen wichtigen intangiblen firmenspezifischen Vorteil. Da Unternehmen mit hoher Exportquote dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind, sollte sich dies positiv auf die Effizienz auswirken.
- Die *Governance*-Struktur eines Unternehmens ist eng mit der Möglichkeit zur Übernahme verknüpft. Dies wird durch die Rechtsform (Kapitalgesellschaft vs. Sonstige) ausgedrückt. Während in Österreich feindliche Übernahmen selten sind und der Eigentumswechsel in Form

von *block trading* oder syndiziert durchgeführt wird, sind Übernahmen börsennotierter Unternehmen grundsätzlich einfacher möglich, insbesondere bei einer diversifizierten Aktionärsstruktur.

- Auch eine hohe Investitionsquote (=tangible Nettoinvestitionen/Nettoumsatz) ist ein Indikator für zukünftige Erträge, da die erwartete Profitabilität zentral in die Investitionsentscheidungen eingeht. Sie stellt ein wichtiges Signal („zukünftiges Wachstum“) für einen potenziellen Käufer dar.
- Außerdem wurden Branchen- und Zeitdummies miteinbezogen, um branchen- und zeitinvarianten Effekten Rechnung zu tragen. Da alle Variablen auf Firmenebene gemessen wurden, ist die konzerninterne Arbeitsteilung und ihre Verschiebungen nicht Gegenstand der Untersuchung. Implizit sind solche Effekte auf das Wachstum der übernommenen Unternehmen allerdings inkludiert.

7. Resultate

Alle hier berichteten Ergebnisse beziehen sich auf Veränderungen, nicht das Niveau der abhängigen Variable.

Welche Firmen werden übernommen? Die Wahrscheinlichkeit für ein österreichisches Unternehmen, von einem ausländischen Unternehmen übernommen zu werden, ist generell sehr gering. Sie ist negativ mit der ursprünglichen Profitabilität korreliert, positiv mit dem Produktivitätsunterschied zum Branchendurchschnitt korreliert, höher bei Kapitalgesellschaften als bei Familienunternehmen, aber nicht signifikant mit der Investitionsquote bzw. der Exportneigung des Unternehmens korreliert.

Welche Wirkungen haben ausländi-

sche Übernahmen auf das Zielunternehmen? Kausale Effekte der Übernahme durch ein ausländisches Unternehmen lassen sich kaum feststellen. Die Ergebnisse sind u. a. von der gewählten *Matching*-Technik abhängig (unterschiedlich robust). Die Variation des Beobachtungsfensters (2 vs. 4 Jahre) zeigt kaum Unterschiede bezüglich Vorzeichen und Größe der Koeffizienten. *Performance*-Unterschiede zwischen übernommenen und nicht übernommenen (=Kontrollgruppe), jeweils vor- und nach der Übernahme sind vernachlässigbar. Ein Mittelwertvergleich (t-Test) zeigt keine signifikanten Unterschiede in der *Performance*-Änderung zwischen übernommenen und nicht übernommenen Firmen.

Welche Unterschiede bestehen in Bezug auf ‚Zitronen‘ und ‚Rosinen‘?

‚Zitronen‘: Die ermittelten Koeffizienten für alle drei untersuchten *Performance*-Variable sind nicht signifikant. Während das Beschäftigungswachstum der übernommenen ‚Zitronen‘ zwei Jahre nach der Übernahme hinter jenem der Kontrollgruppe liegt, sind sowohl Cash-flow als auch Produktivität höher. Vier Jahre nach der Übernahme sind alle drei *Performance*-Koeffizienten größer als in der Kontrollgruppe (am ausgeprägtesten bei der Produktivität), allerdings nicht signifikant.

Wie auch in der Gesamtgruppe, unterscheidet sich die *Performance* zwei und vier Jahre nach der Übernahme kaum. Die ausländischen Übernehmer scheinen also zumindest in der kurzen Frist vermutete Potenziale noch nicht ausschöpfen zu können bzw. überwiegen noch die Restrukturierungskosten. Zu unterschiedlichen Restrukturierungsstrategien der Unternehmen vergleiche Bellak (2005).

‚Rosinen‘: Zwei Jahre nach der Übernahme sind das Beschäftigungs-

wachstum und das Produktivitätswachstum jeweils geringer als in der Kontrollgruppe. Nur der Koeffizient für Profitabilität ist signifikant – allerdings negativ. Offenbar führt die Akquisition zu hohen Anpassungskosten bzw. zu einem firmeninternen Transfer der Gewinne zur Muttergesellschaft mittels Verrechnungspreisen. Während übernommene Firmen vier Jahre nach der Übernahme nun schneller als die Kontrollgruppe wachsen, werden die Effekte insgesamt größer, bleiben aber nicht signifikant. Für ‚Rosinen‘ gilt, dass sie auf Grund der Übernahme im Vergleich zur Kontrollgruppe ein langsames Wachstum ihrer Profitabilität aufweisen.

8. Zusammenfassung, Beurteilung der Ergebnisse und wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

8.1 Zusammenfassung

Dieser kurze Überblick hat neue empirische Ergebnisse zu den Wirkungen ausländischer Übernahmen auf das Wachstum des betroffenen österreichischen Zielunternehmens präsentiert. Zerlegt man die ausländische Übernahme in eine Selektionsphase (‚vorher‘) und eine Eingliederungsphase (‚nachher‘), so ist fast ausschließlich Erstere für die Effekte der Übernahme auf Wachstum, Produktivität und Profitabilität in der übernommenen Firma verantwortlich. Bisherige Studien trennen ‚Zitronen‘ und ‚Rosinen‘ nicht, weshalb die Effekte der Übernahme verzerrt sind. ‚Zitronen‘ und ‚Rosinen‘ unterscheiden sich nämlich nicht nur bezüglich ihrer Ausgangssituation, sondern vor allem auch bei den Auswirkungen der Übernahme auf ihre *Performance*. Es ist klar erkennbar, dass sich die Übernahme bei den ‚Zitronen‘

positiver auswirkt als bei den ‚Rosinen‘. Dagegen zeigt die Unterscheidung der 2- und der 4-Jahresfenster keine bedeutenden Unterschiede.

8.2 Beurteilung der Ergebnisse

Folgende Faktoren sollten bei der Interpretation der Ergebnisse beachtet werden:

- (i) Die rege Übernahmetätigkeit in den Jahren ab 1997 ist exkludiert, das Bild könnte sich bei Einbezug der letzten Jahre ändern, jedoch bleibt unklar, in welche Richtung.
- (ii) Die Zahl von Übernahmen im Vergleich zur Beobachtung der Kontrollgruppe ist gering.
- (iii) Der Dienstleistungssektor ist exkludiert (z. B. Banken).
- (iv) Gesamtwirtschaftliche Effekte (*Spillovers*, Marktstruktur) sind exkludiert.
- (v) Marktmachteeffekte wurden nicht explizit untersucht.
- (vi) ‚Weiße Flecken‘ existieren nach wie vor, u. a. der Einfluss des Beteiligungsgrades, der Einfluss der Nationalität des Übernehmers sowie die Unterscheidung zwischen horizontalen und vertikalen Übernahmen.

8.3 Industriepolitische Fragestellungen

Fünf Industriepolitische Fragestellungen werden nun abschließend diskutiert.

Gibt es Argumente für eine Beschränkung der ausländischen Übernahmen?²² Aus dieser Untersuchung resultiert kein Argument dafür, allerdings könnte eine abschließende Beurteilung, ob ausländische Übernahmen für Österreich vorteilhaft sind, nur

durch den Einbezug von indirekten Effekten auf die Marktstruktur, von *Spillovers* und externen Effekten vorgenommen werden. Selbst wenn eine solche Untersuchung erbrächte, dass per Saldo Nettokosten für Österreich resultieren, muss man sich vor Augen halten, dass die Rolle der nationalen Politik auf liberalisierten Kapitalmärkten gering und durch andere (supranationale) Politiken (wie z. B. der Wettbewerbspolitik) eingeschränkt ist.

Soll die Position der Arbeiterkammer gegenüber ausländischem Eigentum, insbesondere jene in Bezug auf die strategische Eigentumspolitik mittels Kernaktionären, als obsolet betrachtet werden? Nein, da es durchaus nicht-ökonomische (d. h. vor allem politische) Argumente für die Bevorzugung eines inländischen Investors gibt. Außerdem wurde die konzerninterne Arbeitsteilung nicht untersucht, welche etwa zu dem paradoxen Ergebnis führen könnte, dass es zwar die in unserer Studie ermittelten Produktivitätszuwächse im Gefolge einer Übernahme gegeben hat, dies aber durch eine Konzentration auf wenige wertschöpfungsintensive Unternehmensfunktionen (z. B. Assemblage) erzielt wurde. Solche Ergebnisse würden einige der hier ermittelten Ergebnisse in einem anderen Licht erscheinen lassen. Außerdem würde eine Untersuchung der konzerninternen Arbeitsteilung methodisch durch eine Beschränkung auf wenige Unternehmen „erkaufte“ werden (müssen).

Soll die Übernahme von ‚Rosinen‘ und ‚Zitronen‘ industriepolitisch unterschiedlich beurteilt werden? In unseren Ergebnissen zeigt sich, dass zwar die ausländischen Übernahmen aus ‚Zitronen‘ keine ‚Rosinen‘ machen, allerdings sind positive Effekte der Übernahme vor allem bei den ‚Zitronen‘

zu finden. Die zentrale Frage für die Interessenvertretung scheint daher zu sein, welche konkreten Politikmaßnahmen die positiven Effekte ausländischer Übernahmen, insbesondere bei österreichischen Unternehmen mit schlechter *Performance*, verstärken und negativ gering halten können.

Sind längerfristig positive Effekte zu erwarten, die sich in der Untersuchung nicht zeigen? Selbst die Unterscheidung der 2- und 4-Jahresfrist kann dafür natürlich keine Hinweise geben. Es ist nicht ausgeschlossen, dass sich positive genau so wie negative Effekte erst in einem längeren Zeitraum materialisieren.

Ist 'österreichischen Lösungen' gegenüber dem Verkauf an ausländische Multis der Vorzug zu geben? Diese Frage kann wohl nur im Einzelfall und durch einen direkten Vergleich des potenziellen in- und ausländischen Käufers beantwortet werden. Denn ob inländische Übernahmen positivere Effekte als die ausländischen Übernahmen haben, war nicht Gegenstand dieser Untersuchung.

Anmerkungen

- ¹ Vgl. Jubiläumsfondsprojekt Nr. 10591/2003. Vgl. Bellak und Pfaffermayr (2002), Bellak (2004).
- ² Wir danken in diesem Zusammenhang insbesondere Ruth Naderer, Wolfgang Hess und Heinz Leitsmüller.
- ³ Z. B. Driffield und Munday (1998).
- ⁴ Z. B. Figini und Görg (1999).
- ⁵ Ravenscraft und Scherer (1997).
- ⁶ Dies bedeutet, dass Externalitäten, Marktstruktureffekte oder Verteilungsaspekte nicht betrachtet werden.
- ⁷ Vgl. Arbeiterkammer (2003).
- ⁸ Scherb (1988).
- ⁹ Ausführliche Literatursurveys finden sich in: Bellak, Pfaffermayer, Wild (2004) so-

wie in Bellak, Görg und Jungnickel (2004; ausgewählte Artikel dieser Sondernummer siehe Literaturverzeichnis), Agrawal und Jaffe (1996), Conyon et al. (2000a, 2000b).

- ¹⁰ Z. B. Scherer (1988).
- ¹¹ Z. B. Girma et al. (2001).
- ¹² Z. B. Lichtenberg und Siegel (1987).
- ¹³ Modén (1998).
- ¹⁴ Z. B. Freund und Djankov (2000).
- ¹⁵ Morck et al. (1990).
- ¹⁶ Gangl und DiPrete (2004).
- ¹⁷ Für eine Übersicht vgl. Heckman et al. (1997), Rosenbaum und Rubin (1985).
- ¹⁸ Heckman und Robb (1986).
- ¹⁹ Rosenbaum and Rubin (1983); Sianesi (2001); Ichino (o.J.).
- ²⁰ Blundell und Costa Dias (2002).
- ²¹ Pfaffermayr (2004).
- ²² Vgl. auch Bellak (1994).

Literatur

- Arbeiterkammer, Fusionen und Übernahmen: Wettbewerbsbericht der AK Wien 2002 (Wien 2003).
- Agrawal, A.; Jaffe, J.F., The pre-acquisition performance of target firms: A re-examination of the inefficient management hypothesis (=Rodney L. White Centre for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia 1996).
- Bellak, C., Direktinvestitionen und Industriepolitik, in: Informationen über Multinationale Konzerne 1 (1994) 8-12.
- Bellak, C., How Domestic and Foreign Firms Differ and Why Does it Matter?, in: Journal of Economic Surveys 18/2 (2004) 1-32.
- Bellak, C., Adjustment Strategies of Multinational Enterprises to Changing International Competitiveness, in: Journal of the Economics of Business 12/1 (2005) 139-162.
- Bellak, C.; Görg, H.; Jungnickel, R., Introduction to the Special Issue, in: Applied Economics Quarterly 50/1 (2004) 3-5.

- Bellak, C.; Pfaffermayr, M., Why foreign-owned firms are different: A conceptual framework and empirical evidence for Austria, in: Jungnickel, R. (Hrsg.) Foreign-owned firms – Are they different? (Basingstoke 2002) 13–57.
- Bellak, C.; Pfaffermayr, M.; Wild, M., Firm Performance after Ownership Change: A Matching Estimator Approach (=unveröff. Manuskript, Wien 2004).
- Blundell, R.; Costa Dias, M., Alternative approaches to evaluation in empirical microeconomics (=Cemmap Working Paper CWP 10 (2002)).
- Castellani, D.; Zanfei, A., „Cherry-picking“ and self-selection, in: Applied Economics Quarterly 50/1 (2004) 5-20.
- Caves, R., Multinational Enterprise and Economics Analysis (2. Auflage, Cambridge 1996).
- Conyon, M. J., Girma, S.; Thompson, S.; Wright, P. W., The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom, in: The Journal of Industrial Economics L/1 (March 2002) 85–102.
- Conyon, M.J., Girma, S.; Thompson, S.; Wright, P.W., The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom, in: European Economic Review 46 (2002b) 31–49.
- Driffield, N.; Munday, M., The Impact of Foreign Direct Investment on UK Manufacturing: Is there a Profit Squeeze in Domestic Firms?, in: Applied Economics 30 (1998) 705-709.
- Figini, P.; Görg, H., Multinational companies and wage inequality in the host country: The case of Ireland, in: Weltwirtschaftliches Archiv 135/4 (1999) 594–612.
- Freund, C.; Djankov, C., Which firms do foreigners buy? Evidence from Korea, in: World Bank Working Papers 2450 (2000) 1–25.
- Gangl, M.; DiPrete, Th.A., Kausalanalyse durch Matchingverfahren (=Discussion Paper 401, DIW, Berlin 2004).
- Gioia, C.; Thomsen, S., International acquisitions in Denmark 1990-1997: selection and performance, in: Applied Economics Quarterly 50/1 (2004) 61-88.
- Girma, S.; Görg, H., Blessing or curse? Domestic plants' survival and employment prospects after foreign acquisition, in: Applied Economics Quarterly 50/1 (2004) 89-102.
- Girma, S.; Greenaway, D.; Wakelin, K., Who benefits from foreign direct investment in the UK?, in: Scottish Journal of Political Economy 48/2 (2001) 119–133.
- Heckman, J.; Robb, R., Alternative Methods for Solving the Problem of Selection Bias in Evaluating the Impact of Treatments on Outcomes, in: Wainer, H. (Hrsg.), Drawing Inferences from Self-selected Samples (Berlin 1986).
- Ichino, A., Website: <http://www.iue.it/Personal/Ichino/Welcome.html>.
- Ilmakunnas, P.; Maliranta, M., Foreign medicine: a treatment effect analysis of the productivity effects of foreign ownership, in: Applied Economics Quarterly 50/1 (2004) 41-60.
- Lichtenberg, F.R.; Siegel, D., Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants, in: Brookings Papers on Economic Activity 3 (1987) 643–673.
- McGuckin, R.H.; Nguyen, S.V., On productivity and plant ownership change: new evidence from the longitudinal research database, in: RAND Journal of Economics 26/2 (1995) 257–276.
- Modén, K.-M., Foreign acquisitions of Swedish companies – effects on R&D and productivity (=Mimeo, 1998).
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R. W., Do managerial objectives drive bad acquisitions?, in: Journal of Finance 45 (1990) 31–48.
- Pfaffermayr, M., Export Orientation, Foreign Affiliates, and the Growth of Austrian Manufacturing Firms, erscheint in: Journal of Economic Behavior and Organization (2004).
- Piscitello, L.; Rabbiosi, L., More inward FD! Medium-term effects of foreign acquisitions on target company productivity, in: Applied Economics Quarterly 50/1 (2004) 21-40.

- Ravenscraft, D.J.; Scherer, M.F., Life after takeover, in: *Journal of Industrial Economics* 36 (1987) 147–156.
- Rosenbaum, P.R.; Rubin, D.B., The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects, in: *Biometrika* 70 (1983) 41–55.
- Rosenbaum, P.R.; Rubin, D.B., Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods that Incorporate the Propensity Score (1985), in: *American Statistician* 39 (1985) 33–38.
- Scherb, Margit, *Der Unheimliche Anschluß* (Wien 1988).
- Scherer, F. M.; Corporate Takeovers: The efficiency arguments, in: *Journal of Economic Perspectives* 2/1 (1988) 69–82.
- Sianesi, B., Implementing propensity score matching estimators with Stata, siehe: <http://fmwww.bc.edu/RePEc/usug2001/psmatch.pdf>.